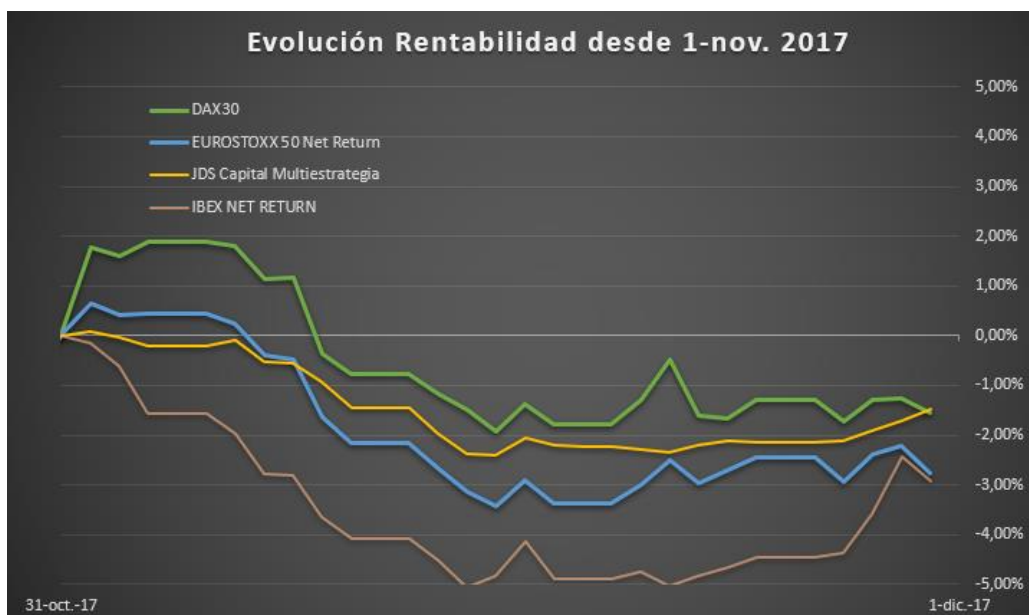


## JDS Capital Multiestrategia, F.I. Informe noviembre 2017.

Estimado inversor,

A cierre del mes de noviembre, el Valor Liquidativo (VL) del fondo se situó en los 9,868395€ tras caer un 1,4683% durante el mes, mientras que en Europa el DAX ha caído un 1,55%, el Eurostoxx 50 Net Return un 2,77% y el Ibex TR un 2,92% (índices con dividendos). Por otra parte, en EEUU el índice SP500 ha subido un 2,81%, mientras que el Nasdaq100 ha subido un 1,87%, aunque bajo la perspectiva del inversor europeo, hay que restar la caída del dólar frente al euro, que ha sido de un 2,11% en noviembre. El patrimonio del fondo ha crecido un 4,56%, superando los 14 millones de euros.



El valor que más ha aportado al fondo es Gastar Exploration (0.08%), seguido por Tubacex (0.067%). Las PUT IBEX dic-2018 vendidas (nuestra gran estrategia), han sumado un

0,027% a pesar de la caída del Ibex, y si las CALL IBEX 11.000 marzo 2018 fueron el activo que más sumó en octubre (un 0,58%), ahora son el activo que más ha restado en noviembre (un -0,82%). Por el lado de las restas, también podemos destacar la caída del 0,108% que ha provocado el desplome de Técnicas Reunidas.

Durante el mes de noviembre no solo el Ibex ha vuelto a mínimos, sino que también lo han hecho los índices europeos CAC y DAX, penalizando nuestro Valor Liquidativo. Además, este **paso del tiempo** junto con una ligera caída de la **volatilidad** ha hecho que nuestras CALL compradas, principalmente las de Ibex 11.000 vencimiento marzo 2018, han perdido valor. Hemos vendido 350 de las 1000 CALL que teníamos, y hemos comprado CALL IBEX de vencimiento dic-2018, para que estén alineadas con las PUT vendidas, es decir, **estamos sustituyendo las CALL de marzo por CALL de diciembre**. En concreto hemos comprado 300 CALL IBEX 12.000 y 275 CALL IBEX 11.000 puntos, con idea de seguir vendiendo las CALL IBEX marzo 11.000 que aún tenemos en cartera. En el siguiente gráfico vemos los puntos en los que las compramos: el 6-nov compramos 300 CALL 12.000, el 10 de noviembre 125 CALL 11.000 y el 15 de noviembre, 150 CALL 11.000 (todas ellas de vencimiento dic-2018). Por último, el 16 de noviembre (sesión de rebote) vendimos 350 CALL marzo 11.000.



No hemos vendido más CALL en el rebote de finales de noviembre porque están muy baratas. No parece que haya fuerza para un rebote de corto plazo, en todo caso más ruido y volatilidad de corto plazo, que aprovecharíamos eventualmente para reducir la posición de CALLs de marzo-2018.

Lo importante de la estrategia está a 3-4 meses vista: **lo que marcará el resultado de la estrategia es la evolución del Ibex durante diciembre, y durante enero** (después de las elecciones catalanas). Somos conscientes del impacto del paso del tiempo, pero en realidad estamos en un punto de inflexión: si rebotamos, las CALL compradas (y en menor medida PUT vendidas) nos aportarán una interesante rentabilidad, y si sufrimos un nuevo tramo bajista, estamos preparados para vender más PUT, porque **en realidad esa carta la tenemos guardada desde principios de octubre** (nos interesa vender PUT en fases de

sustos de corto plazo y subida de volatilidad). El peor escenario para nosotros ahora mismo sería un mercado lateral que se alargue durante meses, y para protegernos de eso, queremos vender las CALL de marzo 2018. Una vez completado ese movimiento, y equilibrada la pata de opciones compradas (CALL) con la pata de opciones vendidas (PUT), el paso del tiempo y la volatilidad dejarían de afectarnos.

El mejor escenario es una vuelta del Ibex hacia los máximos de 2017, tal y como hicieron las bolsas europeas previamente. En ese contexto de vuelta del Ibex hacia los 11.200 puntos, **nuestro VL podría subir entre un 4% y un 6%**, recogiendo buena parte de la subida del índice gracias a la exposición que nos ofrecen las opciones. Es un escenario muy razonable, del que hablamos en las perspectivas de la parte final del informe.

Por otra parte, es importante destacar también que poco a poco vamos desarrollando otras estrategias donde también vemos una buena relación riesgo-recompensa, ya que no sería racional depender sólo del Ibex.

A continuación, pasamos a comentar en detalle las posiciones en cada tipo de activo.

## Cartera del fondo y estrategia.

### Estructura general.

La exposición que tenemos se reparte de la siguiente manera:

**59,44% Liquidez y Fondos monetarios / RF.**

**24,48% con opciones sobre RV** (Ibex, Dax y Eurostoxx principalmente).

**20,61% en acciones.** (3,42% en USD. 1,62% en CHF. 14,90% en EUR.).

**3,62% ETFs.**

La **exposición a RV teniendo en cuenta el peso equivalente de las opciones, ha bajado del 53,8% a cierre de octubre al 48,75% a cierre de noviembre**, incluyendo los ETFs. La caída se debe al efecto mecánico de la caída de delta en las opciones compradas, lo que significa que repuntará también automáticamente en la medida en que suba el mercado. Es decir, **nuestro grado global de exposición no ha cambiado prácticamente.**

Veamos en detalle cada grupo.

Opciones.

A continuación, mostramos la cartera actual de opciones compradas y vendidas:

## OPCIONES VENDIDAS

TIPO SUBY	OPCION	VOL	DIVISA	L/S	PESO EQUIV.
INDICE	PUT DIC-18 IBEX 8.000	-500	EUR	Long	5,08%
INDICE	PUT DIC-18 DAX 10.000	-75	EUR	Long	3,6%
INDICE	PUT DIC-17 EUROSTOXX50 3.400	-40	EUR	Long	0,71%
ACCION	PUT DIC-18 RENAULT 72	-30	EUR	Long	0,44%
ACCION	PUT DIC-18 BMW 76	-20	EUR	Long	0,34%
<b>TOTAL</b>					<b>10,17%</b>

## OPCIONES COMPRADAS

TIPO SUBY	OPCION	VOL	DIVISA	L/S	PESO EQUIV.
INDICE	CALL MZO-18 IBEX 11.000	650	EUR	Long	6,98%
INDICE	CALL DIC-18 IBEX 11.000	275	EUR	Long	5,98%
INDICE	CALL DIC-18 IBEX 12.000	300	EUR	Long	2,64%
ACCION	PUT DIC-17 TESLA 200	6	USD	Short	-0,01%
ACCION	PUT DIC-17 NETFLIX 120	10	USD	Short	-0,01%
ACCION	PUT DIC-17 AMAZON 700	5	USD	Short	-0,01%
ACCION	PUT MZO-18 AMAZON 700	6	USD	Short	-0,05%
ACCION	PUT MZO-18 AMAZON 800	25	USD	Short	-0,27%
ACCION	PUT MZO-18 NETFLIX 140	50	USD	Short	-0,3%
ACCION	PUT MZO-18 TESLA 200	80	USD	Short	-0,64%
<b>TOTAL</b>					<b>14,31%</b>

La principal novedad es la **venta de opciones PUT sobre RENAULT y BMW**, a las que podemos añadir las PUT sobre Peugeot que vendimos también el día 1 de diciembre (y que no figuran en esta tabla a cierre de noviembre). El objetivo de estas ventas es cubrir el coste de las PUT compradas sobre Tesla. Dicho de otra manera, **estamos largos (posiciones alcistas) en Peugeot, Renault y BMW, con amplios márgenes de seguridad, y cortos (posiciones bajistas) en Tesla**. Si ninguno de estos valores se mueve fuertemente, la estrategia tendrá un efecto neutro. Lo peor que podría ocurrir es que Tesla no caiga, pero sí lo hagan las europeas, lo cual significaría que invertiríamos en torno a un 3,1% del fondo en Peugeot, Renault y BMW a un precio que se sitúa en torno a un 15% por debajo de los niveles actuales, que ya son baratos. Sería por tanto un “mal” escenario muy atractivo.

Lo mejor que podría ocurrir es que Tesla pinche y caiga un 30% o un 40%, lo cual multiplicaría el valor de las PUT compradas, y podría aportarnos en torno a un 1% de rentabilidad al fondo. Se trata pues de una estrategia de baja exposición, pero con un ratio de riesgo-recompensa muy atractivo.

Por lo demás, la parte más importante de la cartera es la **estrategia sobre Ibex** ya comentada antes. El riesgo que estamos asumiendo es que el Ibex caiga contundentemente por debajo de los 10.000 puntos, en un escenario parecido al que mostramos en el siguiente gráfico:



En este escenario negativo, entraría en juego la protección de la operativa con opciones, ya que toda la exposición alcista que tenemos con las CALL compradas se traduciría en una pérdida máxima del 1%. Por la parte de las PUT vendidas, todo dependería de si la caída va más allá de los 8000 puntos o no. Recordemos que consideramos que invertir en el Ibex a 8.000 puntos es una estrategia con elevada probabilidad de éxito a medio plazo, y es algo que firmaríamos ya, aunque implicaría atravesar un período complicado, que se traduciría en una recompensa superior en un plazo de 1-2 años.

El mejor escenario para los próximos trimestres es una reanudación alcista del Ibex, en línea con unas bolsas europeas alcistas (ver apartado final de mercados y perspectivas). En ese caso el Valor Liquidativo tendría la mayor subida que ha tenido desde el lanzamiento del fondo, y que estimamos en un mínimo del 4%.



Existen varias razones de peso para considerar que este escenario es el más razonable, y se cumpla o no, es el que merece la pena jugarse. Por supuesto, las variantes que puede tomar la realidad son infinitas. Una de ellas podría ser una caída hacia los 9.500 puntos, para tomar impulso antes de un nuevo tramo al alza. En este caso, tenemos suficiente pulmón no sólo para aguantar, sino para incrementar exposición y aprovechar con más fuerza un futuro tramo al alza. Dicho de otra manera, **estamos preparados para jugar un posible recorte hacia los 9.500 puntos, dentro de un contexto alcista de fondo.**

### Fondos Renta Fija y liquidez.

Sin cambios respecto al mes anterior, los cinco **fondos defensivos** en cartera ponderan un **43,49%** del total, y su aportación en noviembre ha sido incluso ligeramente negativa (-0,03%).

Además, tenemos un **15,95% de liquidez** en cuenta corriente, lista para ser invertida en caso de caídas mayores de mercado, ya sea directamente a través de acciones o a través de estrategias con opciones. Recordar que esta liquidez no significa que el dinero “esté parado”, sino que sirve de cobertura para las estrategias con opciones, donde la exposición que tenemos a mercado se consigue con cantidades muy pequeñas de dinero.

### Acciones.

El día 10 de noviembre vendimos nuestra posición en **Talgo** (0,50% del fondo), ante la inminencia de un movimiento de continuación bajista para el que no teníamos explicación. Simplemente no nos sentíamos cómodos manteniendo una posición en un valor que parecía querer desplomarse, mostrando una muy relevante debilidad técnica. Vendimos a 4,022€ y durante las sesiones siguientes siguió cayendo hasta por debajo de los 3,80€, nivel en el cual se disparó el volumen, como vemos en el siguiente gráfico.



La explicación ofrecida es que hay dos accionistas de referencia (fondos) que están vendiendo su participación. Y a nivel fundamental, todos los análisis coinciden en que cotiza a un precio muy barato, donde se penaliza la falta de visibilidad sobre su capacidad para conseguir nuevos contratos, dejando de lado la enorme visibilidad que ofrecen los contratos de mantenimiento de los proyectos ya realizados. A nivel fundamental, y salvo sorpresa contable (o de otro tipo, que siempre son posibles), Talgo ofrece muy poco riesgo bajista, mientras que el potencial a medio-largo plazo es muy elevado aunque incierto.

El caso es que a partir de los 3,80€ el papel que quería salir encontró contrapartida, el volumen se disparó brutalmente y el precio dejó de caer. Ya teníamos por un lado, una explicación lógica y coherente a la caída anterior, y por otro lado, una evidencia técnica de posible suelo (“dejar de caer”), así que decidimos volver a entrar en el valor, doblando la participación que teníamos anteriormente, a un precio de 4,015€.

Por lo demás, pocos cambios: hemos reforzado la posición en **Consol energy** (antes del spin off), y hemos entrado en **Buenaventura** mining, para reforzar nuestra exposición al sector de mineras (donde ya tenemos el ETF Vaneck Vectors Gold mining).

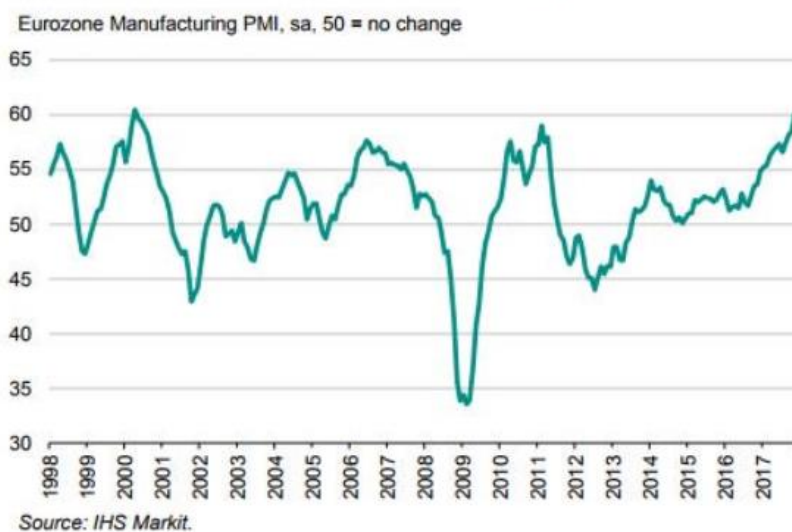
A continuación, mostramos la composición actual de la cartera de acciones y ETFs, junto con la ponderación de cada posición.

Divisa	Activo	Peso
EUR	VOCENTO	2,13%
EUR	EDF	1,96%
EUR	GLOBAL DOMINION	1,91%
CHF	ARYZTA	1,60%
EUR	TECNICAS REUNIDAS	1,28%
USD	CONSOL ENERGY	1,25%
EUR	BANKINTER	1,15%
USD	BUENAVENTURA MINING	1,00%
EUR	TUBACEX	0,93%
USD	CABOT OIL & GAS	0,86%
EUR	INDITEX	0,85%
EUR	TALGO	0,84%
EUR	APPLUS	0,80%
EUR	BMW PREF	0,78%
USD	RANGE RESOURCES	0,75%
EUR	RENAULT	0,61%
EUR	BBVA	0,51%
USD	TEEKAY	0,50%
EUR	PEUGEOT	0,49%
USD	GASTAR EXPLORATION	0,41%
USD	ETF - NASDAQ ULTRA BIOTECH	2,28%
USD	ETF - VANECK VECTORS GOLD	1,34%

## Situación de mercado y perspectivas.

Los últimos índices PMI (indicadores adelantados de actividad económica) en la zona euro han salido estratosféricos. El PMI manufacturero de la zona euro está en máximos desde 2001 por ejemplo, y todos los países participan en esta recuperación.

### IHS Markit Eurozone Manufacturing PMI





La clave para el próximo trimestre va a estar en la capacidad de las empresas de reflejar este relanzamiento del ciclo alcista para incrementar beneficios. Sin duda las empresas europeas tienen mucho margen para ello, ya que los márgenes de beneficios han estado parados durante todos estos años, mientras en EEUU volvían (y se mantienen) en máximos. No queremos ignorar la diferencia sectorial entre la bolsa americana y la europea, que explica la diferencia de comportamiento. Se trata de plantear que Europa es más cíclica, y por lo tanto no sube hasta que la recuperación es un hecho. Pero en ese momento, el potencial de recuperación es también mucho mayor, y ahí radica la oportunidad.

## TRES POSIBLES ESCENARIOS.

### Escenario 1 (el más probable). Subida moderada.

No queremos olvidar que estamos en fase avanzada del ciclo (sobre todo en EEUU), y por lo tanto bajo una perspectiva de largo plazo, debemos seguir pensando en el momento en que llegará la próxima crisis y/o recesión. Por ahora no hay señales de ello en un horizonte de 3-6 meses, porque tanto en EEUU como en Europa los indicadores están siendo muy buenos. Por eso acompañamos la subida, pero lo hacemos con cautela, estando sub-apalancados, es decir, manteniendo altos niveles de liquidez. **Buscamos una rentabilidad del 3-4% durante los próximos meses**, utilizando principalmente la exposición al Ibex con opciones, aunque no exclusivamente. Además, nuestra intención es volver al DAX progresivamente, así como diversificar estrategias en acciones, buscando descorrelación con grandes índices, es decir, buscando ideas de inversión que podrían hacerlo bien en cualquier contexto de mercado, como las mineras, el sector oil & gas, o valores concretos como DIA o Vocento.



En resumen, mantenemos una exposición directa al mercado que supera el 20%, y otro 20-25% de forma indirecta a través de las opciones. Esta es la forma en que **conseguimos el nivel de riesgo que queremos, compatible con un objetivo de rentabilidad** atractivo para

los próximos 3-6 meses. El escenario que estamos jugando se resume en el gráfico anterior del índice IBEX TOTAL RETURN (con dividendos incluidos): una **continuación alcista de medio-largo plazo, después de una consolidación lateral-bajista que lleva 7 meses desarrollándose**, en un contexto de espectacular recuperación económica en la zona euro, crecimiento del comercio mundial, y economía americana en plena forma.

Todo esto aplicado al más conocido IBEX 35, significaría como mínimo un rebote hacia los máximos del año (alcanzados en mayo), es decir, una **subida del Ibex35 del 9%, de la que esperaríamos obtener al menos la mitad, es decir un 4,5%**. Y el momento parece óptimo: hemos formado un **doble suelo** de corto plazo, volvemos al techo del canal bajista (banderín de consolidación), **atacando una resistencia** importante, y entramos en el mes de **diciembre**, que estacionalmente es el mejor del año.



Este es el escenario que jugamos porque es el que nos parece que ofrece la mejor relación riesgo-recompensa, pero eso no significa que tengamos la certeza de que ocurrirá así.

### **Escenario 2. La corrección continúa.**

Por eso, estamos preparados para una **posible pérdida del doble suelo** que ha formado el Ibex, que por un lado se traduciría en una caída del Valor Liquidativo, pero por otro lado nos ofrecería una oportunidad más contundente para realizar estrategias con opciones (y que no tendrían que ser sobre IBEX necesariamente, en la medida en que la caída fuera provocada por una corrección sincronizada en las bolsas USA y europeas). Esta oportunidad más contundente podría ofrecer la **paradoja de un mayor rendimiento a 6-12 meses si posteriormente llega el esperado rebote**. Lo que queremos decir con esto es que siempre hay que mirar más allá del corto plazo, porque a veces lo que parece malo, acaba siendo bueno.

La caída del soporte de los 10.000 puntos de IBEX nos llevaría hacia los 9.500 puntos como objetivo de corto plazo. El Ibex caería por lo tanto un 7% desde los niveles actuales. Y nuestras opciones CALL compradas perderían su valor (un 1,2%), a la vez que las PUT

8000 se revalorizan, haciendo caer el VL (en menor medida), aunque sabiendo que lo importante es que a vencimiento (dic-2018) el Ibex siga por encima de los 8.000 puntos, algo bastante razonable. Lo que más nos afectaría sería la parte de la cartera de acciones, sin tener en cuenta las posibles ventas parciales que realizaríamos si se rompieran soportes importantes.



En este escenario pesimista, el **Valor liquidativo bajaría en torno a un 2%**, y a partir de ahí todo dependería de la evolución posterior de las bolsas. (Revisaríamos todos los indicadores para construir nuevas perspectivas, tanto en España como en Europa y EEUU).

### Escenario 3. El más optimista (y no por ello menos realista...).

También **podría ser mucho mejor de lo esperado**, y en vez de pararnos en los máximos de mayo 2017, seguir subiendo hasta el **techo del canal alcista intermedio de largo plazo** que vemos en el siguiente gráfico. En ese caso hablaríamos de una subida del Ibex del 18%, y en línea con nuestra exposición del 50%, el **Valor Liquidativo del fondo podría subir un 9%**. No es nada descabellado, aunque siempre vamos a ser prudentes en la expectativa, y plantear las estrategias pensando en el riesgo asumido, y no en el beneficio perseguido que, a largo plazo, llegará como consecuencia de un correcto control del riesgo.



Sea como sea, nos iremos adaptando al mercado centrándonos en el riesgo asumido a medio plazo (vencimiento de las estrategias de opciones y cartera directa de acciones), y seguiremos poniendo a prueba nuestro escenario cada día, buscando alternativas y posibles objeciones que nos lleven a ver las cosas de otra manera.

Para cualquier duda o consulta, como siempre estamos a vuestra disposición.

Saludos cordiales,

**Equipo de gestión JDS Capital.**

**Pamplona, 5 de diciembre de 2017.**

