



Agencia de Valores
Gestión

JDS Capital Multiestrategia, F.I. Informe septiembre 2017.

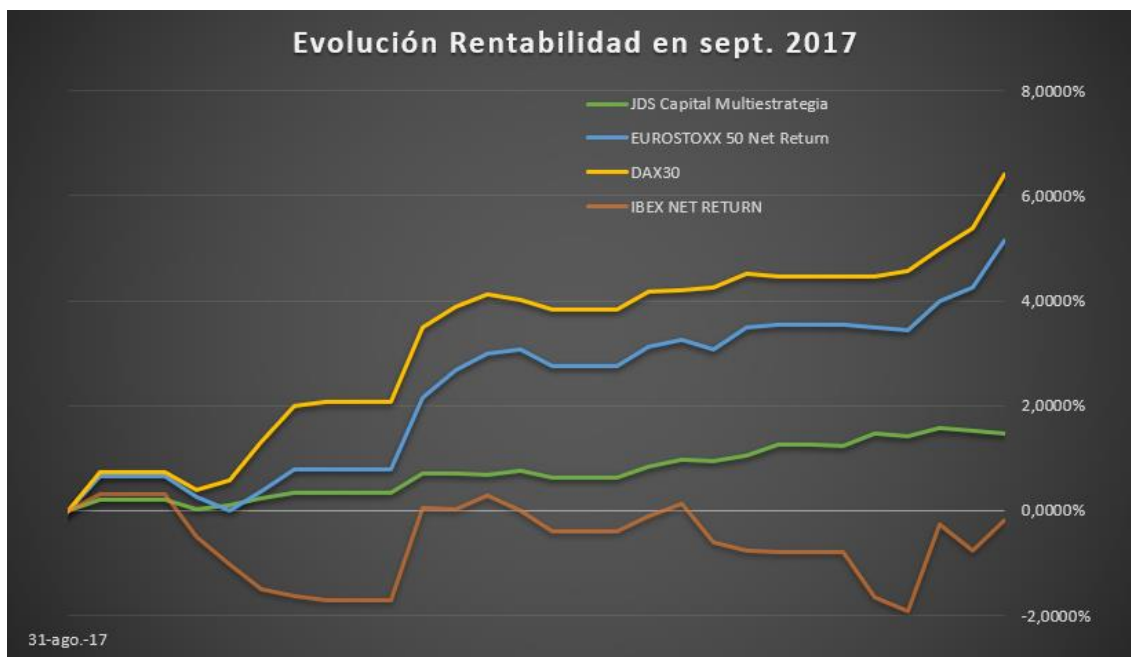
Estimado inversor,

A cierre del mes de septiembre, el Valor Liquidativo (VL) del fondo se situó en los 9,929037€ tras subir un 1,46% durante el mes, mientras que en Europa el DAX ha subido un 6,41%, el Eurostoxx 50 Net Return un 5,15% y el Ibex TR un 0,84% (todos ellos índices con dividendos incluidos). Por otra parte, en EEUU el índice SP500 ha subido un 1,93%, mientras que el Nasdaq100 ha caído un 0,16%, aunque bajo la perspectiva del inversor europeo, hay que añadir la revalorización del dólar frente al euro, que ha sido de un 0,77% en septiembre. El patrimonio del fondo ha subido y supera los 12,5 millones de euros.

Hay que destacar en este mes de septiembre que Europa ha tenido un mejor comportamiento que EEUU, donde el índice Nasdaq no ha conseguido sumar posiciones. Ha caído ligeramente, mientras que los valores alemanes y franceses han subido con claridad. Esa debilidad de la bolsa española nos ha impedido subir con más fuerza, ya que una parte de la cartera está invertida en acciones españolas, y otra parte (muy pequeña) de la cartera de opciones vendidas es sobre el índice Ibex.

El valor que más ha aportado este mes es EDF, que ha añadido él solo más de un 0,34% de rentabilidad. Las opciones que más rentabilidad han aportado son las PUT DAX 11.000 de vencimiento dic-2017, que han sumado un 0,38%. Por el lado negativo, Vocento nos ha restado un 0,16%, y es el único valor que ha tenido un mal comportamiento relevante.

A continuación mostramos la evolución del VL comparada con la evolución de las bolsas europeas:



Como vemos, el DAX y Eurostoxx han tirado del VL hacia arriba, pero el Ibex ha tirado hacia abajo. En el tramo final del mes algunos valores de la cartera (principalmente EDF y Aryzta) han tenido un mal comportamiento y eso explica que el VL no haya dado otro pequeño tirón al alza.

Por otra parte, recordamos que nuestro fondo es de retorno absoluto y no de RV, lo que significa que técnicamente no deberíamos de compararnos con los índices de bolsa, sino con un benchmark o índice mixto. Sin embargo, nos gusta hacer esta comparación (y además lo hacemos contra índices que incluyen dividendos, lo cual no suele ser habitual en la industria), porque sabemos que a largo plazo la bolsa es el mercado más rentable y pensamos que es la referencia, sobre todo mientras que el fondo esté correlacionado con las bolsas (porque nuestro escenario es alcista). En un futuro llegará el momento de estar totalmente fuera del mercado, e incluso bajistas, y también iremos entrando en otros mercados (materias primas, divisas, o acciones de otras regiones del mundo), lo cual nos ayudará a descorrelacionarnos del mercado.

Globalmente **este mes hemos subido un 1,46%**, lo que comparado con la subida del 5,15% del eurostoxx50 (que recoge valores de toda la zona euro, incluida España), significa que hemos capturado aproximadamente un 30% de la subida del mercado, lo que se corresponde con nuestra exposición neta global a RV (ya sea vía opciones PUT vendidas o vía cartera de acciones). Es decir, hemos acertado al anticipar correctamente una fase de rebote en Europa (excepto por la parte del Ibex, cuya debilidad relativa no esperábamos), y por lo tanto hemos añadido valor al incrementar consecuentemente la exposición a RV, siempre dentro de niveles de gran prudencia. La incertidumbre secesionista provocada por los partidos independentistas de Cataluña es lo que explica la debilidad del Ibex, y sobre eso hablamos en nuestra **Nota estratégica especial sobre**

Cataluña, donde explicamos nuestra visión y estrategia al respecto (disponible en [este enlace en la web](#)).

También es importante comprender que a medida que el DAX ha ido subiendo, el impacto de la cartera de PUTs vendidas sobre el VL del fondo ha ido menguando debido al efecto de la Delta, que va disminuyendo a medida que las opciones están cada vez más OTM (fuera de dinero). Dicho de otra manera, las opciones PUT que tenemos vendidas van perdiendo valor (y por tanto generando un beneficio al fondo), pero a cambio de esa pérdida de valor, su impacto ante subidas adicionales también va siendo menor. Esta es la razón por la que el escenario menos bueno para la estrategia de venta de PUTs es el de una subida vertical (como la que ha tenido el DAX en septiembre). Es algo que asumimos porque a cambio tenemos el factor tiempo a favor (y en otros momentos eso ayuda bastante), pero los inversores deben comprender la estrategia de inversión con sus pros y sus contras. A final de mes de septiembre, la exposición equivalente de la cartera de PUTs vendidas ha caído hasta el 12,5%, lo cual compensa en parte el efecto del incremento de la exposición a través de acciones y de futuros.

La exposición global a cierre de septiembre es la siguiente (todo alcista):

12,5% con opciones.

21% con acciones y ETFs.

4% con futuros (sobre Ibex).

TOTAL: 37,5%.

Puede verse que la ponderación de la cartera de RV ha pasado del 14% a principios de mes hasta el 21% a cierre de mes, si bien conviene precisar que hay un 2% de valores americanos (sector Oil & Gas principalmente) y un 1% de ETFs (mineras de oro y Biotech), mientras que los futuros de Ibex son una posición abierta a final de mes (el 28 sept).

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

Cartera del fondo y estrategia.

Estructura general.

La ponderación o exposición a mercado que tenemos es la siguiente:

48,6% Fondos monetarios / RF (liquidez).

20,80% Acciones.

12,30% Opciones.

4% Futuros de Ibex.

14,3% Liquidez en c/c

Las opciones son principalmente sobre **DAX** y en menor medida **Eurostoxx50** e **Ibex**. Y la cartera de acciones es un **3,5% de valores americanos** (incluyendo los ETF sobre mineras de oro y de Biotech que comentamos más abajo), y el restante **17,3% está invertido en Europa**, y más concretamente, un **9% del fondo está invertido en valores españoles** (Vocento, Global Dominion, Applus, Tubacex, BBVA, Ferrovial, Sabadell y Talgo).

En total, tenemos una **exposición a la Renta Variable del 37%**, lo cual significa que tenemos un **63% de liquidez**, disponible para ser invertida en un momento dado.

Veamos en detalle cada grupo.

Opciones.

Las opciones sobre Netflix, Amazon y Tesla han ido perdiendo su valor y actualmente ponderan prácticamente cero. Eso no significa que no hayan servido para nada: han cumplido su función, como la seguirán cumpliendo operaciones de este tipo en el futuro, es decir, apostar por un eventual colapso en algún valor donde hay posibilidades de fiasco, y aportar además una diversificación a la cartera. Por supuesto, siempre serán importes muy pequeños.

Por otra parte, no hemos hecho movimientos con la cartera de opciones sobre índices europeos. La ruptura alcista en el DAX (y en menor medida el eurostoxx50) ha sido muy rápida, y nos hemos limitado a dejar que nuestras opciones vendidas se vayan consumiendo (generando un ingreso).

La composición de la cartera de opciones vendidas al cierre de septiembre y su ponderación equivalente es la siguiente:

OPCION	equiv contado (peso)
100 PUT DIC-17 DAX 11.000 DAX1217P11000	309.816,98 € 2,49%
75 PUT DIC-18 DAX 10.000 DAX1218P10000	588.363,61 € 4,72%
100 PUT DIC-17 IBEX 10.000 IBEX1217P10000	327.951,59 € 2,63%
40 PUT DIC-17 EUROSTOXX50 3.400 SX5E1217P3400	301.967,41 € 2,42%
	1.528.099,58 € 12,27%

Futuros.

A principios de mes cerramos los futuros del Nasdaq porque ya no queríamos estar cortos, y el día 28 de septiembre hemos comprado 5 futuros de Ibex, lo que se traduce en un 4% de exposición alcista sobre este índice. La idea es transformar esta posición en otra con opciones, que tenga margen de seguridad (según la técnica de venta de PUTs

que practicamos), pero para el muy corto plazo queríamos tener al menos esa posición mínima.

Fondos Renta Fija.

Entre tener el dinero en liquidez (cuenta corriente o repos) y tenerlo en unos fondos que ofrecen casi cero, no nos importa tenerlo en liquidez, preparada para ser invertida de forma creciente con el paso del tiempo si los mercados de Renta Variable nos van ofreciendo esa oportunidad. Así que no hemos tocado los fondos de Renta Fija y monetarios este mes. La ponderación sigue siendo del 12% para los fondos EDR Start, GFund Alpha, y Carmignac Sécurité, y algo menos del 6,4% para el Gesconsult CP y Marchgestión. Para una ponderación total del 48,5% de estos cinco fondos, nos han aportado una rentabilidad del 0,08% durante este mes de septiembre.

Acciones.

Este mes hemos incorporado en cartera **Schaeffler** y **Geox**, y hemos subido la ponderación de **Global Dominion**. También hemos incorporado cuatro valores americanos del sector Oil & Gas: **Consol energy**, **Range resources**, **Cabot oil & gas**, y **Gastar exploration**, todas ellas con porcentajes pequeños. También hemos comprado acciones de la portuguesa **GALP**, de **Teekay**, y del ETF **Nasdaq Ultra Biotech** (BIB). Por el lado de las ventas solo hemos reducido ligeramente la ponderación de **Vocento** (del 2,8% al 2,45%), no porque nos guste menos, sino porque queríamos limitar la ponderación máxima de un solo valor cuyo timing de corto plazo no es favorable. En la tabla siguiente mostramos la composición y ponderación actual de la cartera de acciones y ETFs:

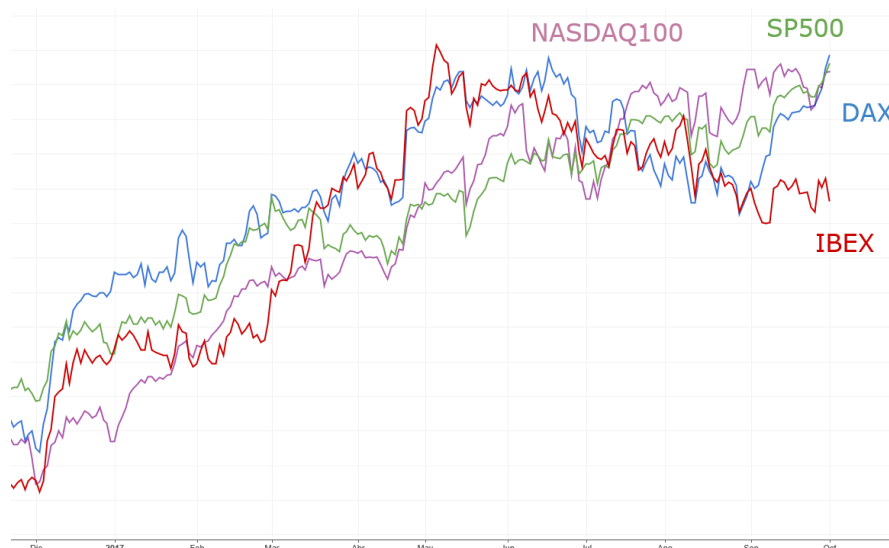
EDF	2,45%
VOCENTO	2,35%
GLOBAL DOMINION	1,96%
ARYZTA	1,65%
APPLUS	1,43%
GALP NOM	1,19%
SCHAEFFLER	1,09%
TUBACEX	1,02%
GEOX	1,01%
BMW PREF	0,90%
NASDAQ ULTRA BIOTECH (BIB) ETF	0,82%
VANECK VECTORS GOLD	0,62%
BBVA	0,60%
TEEKAY	0,60%
FERROVIAL	0,59%
SABADELL	0,56%
TALGO	0,56%
CONSOL ENERGY	0,40%
RANGE RESOURCES	0,40%
CABOT OIL & GAS	0,36%
GASTAR EXPLORATION	0,24%
TOTAL	20,80%

Situación de mercado y perspectivas.

Ni técnicamente (no hay figuras de techo), ni a nivel macro ni a nivel de fundamentales, hay motivos para temer ni anticipar problemas graves en las bolsas en un horizonte de 3-6 meses, por lo que nuestros niveles de exposición son incluso bajos, si no tuviéramos en cuenta la juventud del fondo y su orientación a acabar en positivo todos los años (y en su defecto en un horizonte de 1-3 años). Por esta razón, y por el contexto de largo plazo, seguimos con una exposición suave, pero nuestra intención es mantenerla, y aprovechar recortes para sumar.

Mención especial merece el Ibex. Pensamos que el referéndum catalán explica su debilidad (no hemos encontrado otra explicación salvo un informe de JP Morgan o Goldman Sachs que tumbó las utilities), y es un tema que nos tiene preocupados, porque vemos que se ha puesto en marcha el círculo infernal de la psicología de masas tal y como la describió magistralmente Gustave Lebon en su libro de 1898. A veces lo inimaginable es posible (en ambos sentidos), y nuestra tarea es proteger nuestros patrimonios de cualquier cisne negro. Queremos crecer con pies de plomo a largo plazo.

En el siguiente gráfico podemos ver cómo el IBEX se ha quedado totalmente atrás de la fase de rebote en Europa (a cierre de mes). ¿Será algo temporal o definitivo? A priori parece oportunidad...pero si lo pensamos un poco más, cabe la posibilidad de que sea una trampa, y que en vez de subir el Ibex para cerrar parte del gap abierto respecto a CAC y DAX, sean éstos los que se vean arrastrados hacia abajo. Pero en cualquier caso hablamos de movimientos de corto plazo, que se deben supeditar a la tendencia general de fondo, que sigue siendo alcista con claridad.



A nivel internacional, no vemos señales de debilidad en los índices americanos, ni en el DAX o CAC. Al contrario, la fortaleza que vienen mostrando se ve correspondida por las publicaciones de datos Macro, y veremos próximamente si las presentaciones de resultados de las empresas americanas y europeas también apoyan el escenario alcista.

Una corrección siempre es posible, pero las estadísticas nos dicen claramente que después de un período de gran fortaleza, el mercado tarda un tiempo en girarse (si es que lo hace). El SP500 americano lleva 5 meses consecutivos al alza, y cuando eso ocurre, la probabilidad de que esté todavía más arriba durante los próximos 12 meses es alta. También llevamos 8 trimestres consecutivos al alza, lo cual también es claramente favorable en términos estadísticos. Todo esto significa que a priori, las correcciones de corto plazo seguirán siendo oportunidades de compra, y así las enfocaremos.

Anexo: Estrategia con opciones IBEX.

A la fecha de cierre de este informe (6-oct), ya hemos implementado una estrategia con opciones sobre Ibex, vendiendo PUTs dic-2018 strike 8.000 y comprando CALLs marzo-2018 strike 11.000 puntos. Las CALLs nos han costado algo más de un 22% de lo ingresado con la venta de PUTs, lo cual nos deja un margen amplio. Esta operación se traduce en una exposición equivalente al Ibex del 12,5%, pero con la salvedad de que si dentro de un año y dos meses (diciembre de 2018), el Ibex está por encima de los 8.000 puntos, no habremos perdido nada. Dicho de otra manera, aunque a corto plazo (semanas, meses), el VL sufra debido a esta exposición del 12,5% con opciones sobre IBEX (que se valoran día a día a precio de mercado), debemos saber que si a medio plazo (14 meses) el mercado entrara en una fase bajista, disponemos de un margen de seguridad del 20%. También debemos saber que el peor escenario posible es que el IBEX cayera por debajo de los 8.000 puntos, y ahí nos veríamos obligados a invertir un 32% del fondo a esos precios, que están un 20% por debajo de los niveles actuales. (Ver [Nota estratégica especial Cataluña](#)).

Nota final: En la línea de nuestro máximo compromiso de accesibilidad, comunicación y transparencia con nuestros inversores, queremos informar de que a partir de ahora se podrán leer nuestros análisis y estrategias con mayor detalle y con mayor frecuencia en esta dirección de nuestra página web: <https://www.jdscapital.es/analisis-y-estrategia/>

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

Saludos cordiales,

Equipo de gestión JDS Capital.

Pamplona, 6 de octubre de 2017.

