



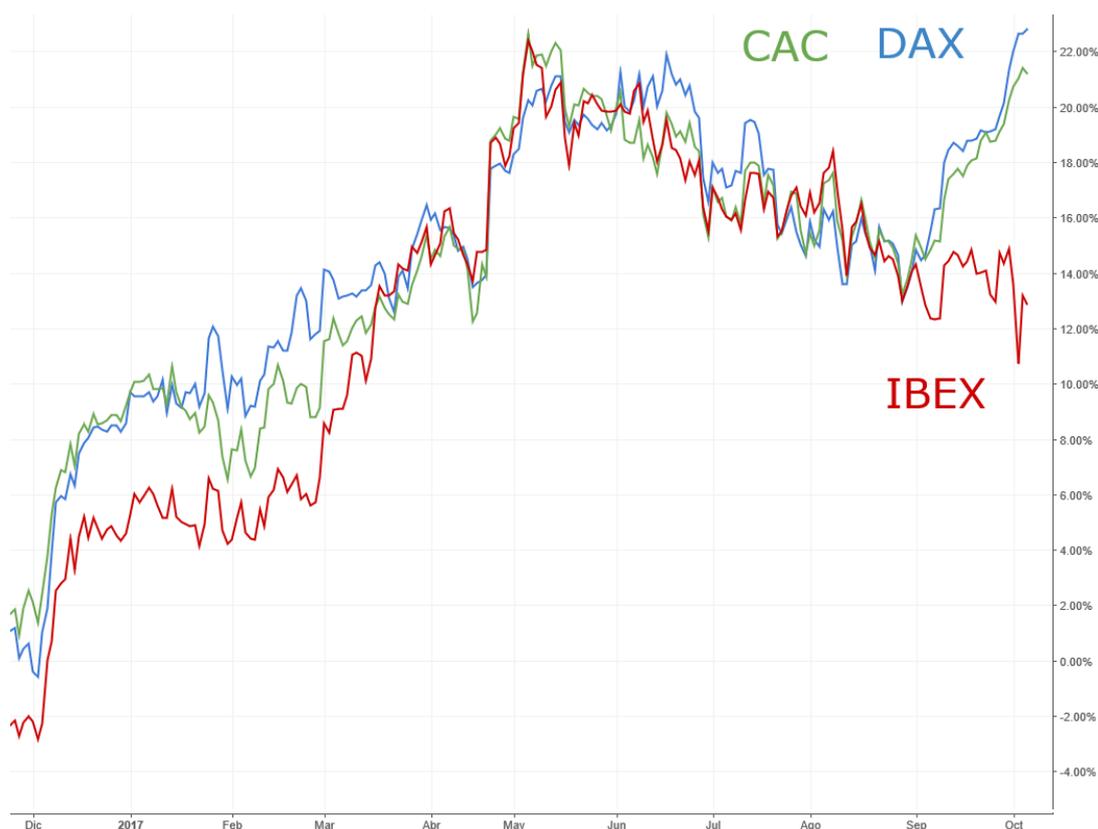
Agencia de Valores
—
Gestión

NOTA CATALUÑA

Estamos viviendo un momento histórico. Hemos vivido otras crisis durante las últimas décadas, como la crisis del verano de 1997 (crisis asiática), la del verano de 1998 (crisis rusa), y el estallido de la burbuja de internet en el año 2000 y 2001. Esta última fue realmente fuerte, y muchos valores cayeron más de un 90%. Mucha gente se arruinó literalmente, y la crisis llegó a España, es decir, fue cercana.

La crisis de Cataluña que estamos viviendo es todavía más cercana y mucho más emocional, pero las caídas que se están produciendo en la bolsa española son bastante comedidas si tenemos en cuenta la gravedad del asunto. Sin duda, el hecho de que EEUU y Europa estén muy fuertes nos está ayudando a relativizar las cosas. Si esto ocurre en un mercado bajista, la cosa habría sido mucho peor con total seguridad, pero resulta que el timing (que inconscientemente han elegido Puigdemont y compañía) es muy favorable. La macro mundial está en fase de crecimiento sincronizado, algo que no ocurría desde 1993. Los indicadores están en máximos en EEUU, en Europa, en Japón, y en casi todas partes.

Así que la gravedad del asunto no se puede observar en términos absolutos, puesto que el Ibex solo ha llegado a caer un 3% desde el 31-agosto, aunque llueve sobre mojado y desde máximos del año hemos llegado a caer un 10%. El problema es que mientras tanto Europa ha rebotado con fuerza, como vemos en el siguiente gráfico comparativo:



Los análisis y estudios realizados por profesores y estudiosos de prestigio nos demuestran claramente que a largo plazo, la bolsa es el activo más rentable, y además es el activo que más seguridad ofrece, algo que no está en absoluto integrado en la población. La gente sigue viendo la bolsa como algo peligroso e incomprensible. Pero **los hechos nos dicen claramente que son los optimistas los que han ganado dinero durante los últimos 120 años en bolsa**. La crisis Catalana puede parecer el fin del mundo, pero nada que ver con varias de las crisis vividas en el s.XX (caída de la URSS, guerras varias, shocks del petróleo, asesinatos de Presidentes, y un largo etc). Si lo piensan bien, es impresionante la cantidad de crisis que se han producido en el pasado...y de las que hasta ahora la humanidad siempre ha salido victoriosa.

Racional y empíricamente, **no es rentable apostar por el fin del mundo**. Nadie se ha hecho rico de forma duradera apostando por la destrucción, y sin embargo todos los que han construido y mantenido patrimonios, lo han hecho siendo optimistas en el largo plazo, lo cual no significa que valga todo y se pueda hacer cualquier cosa. Hay unas reglas que conocer y respetar.

Puede resultar llamativo hacer un razonamiento general en estos momentos, en vez de intentar analizar fríamente la situación en Cataluña. Pero sería un error jugar a ser analistas políticos, simplemente porque el futuro no lo conoce nadie. Absolutamente nadie. Además, lo de "fríamente" es un imposible.

En ninguna de las grandes crisis de los últimos 120 años, fue posible vislumbrar, en tiempo real, cómo y cuándo volvería la cordura y el crecimiento y desarrollo económico (que al final es lo que quiere la gente de bien). El desarrollo de la historia es mucho más caótico de lo que la gente se piensa. Solo a posteriori es posible comprender y darle un sentido a lo ocurrido, cuando lo tiene.

Por lo tanto, sería un error obsesionarse en clave política, porque como inversores, lo que nos interesa son los negocios. ¿Se pararía la economía de forma duradera? Es muy poco probable.

Incluso en estos momentos de crisis, el foco de atención debe seguir siendo financiero, y no político. Podemos y debemos aplicar el sentido común, y éste nos dice que la independencia unilateral sería mala para todos, y especialmente para los catalanes. Más allá de esto, no tiene sentido hacer predicciones o intentar ser el más listo en la interpretación de los hechos y acontecimientos próximos. Hay que permanecer abierto y atento, porque sabemos que las masas no son racionales, y por lo tanto son capaces de saltar todos juntos por el precipicio, y tan felices. Por eso, se trata de que, como inversores españoles, seamos optimistas pero cautos.

La economía mundial, europea, y española en particular, están atravesando la mejor fase de los últimos 10 años. Así que el rebote que se está perdiendo el Ibex sin duda es importante, y más que un riesgo, puede constituir una oportunidad. En caso de DUI, a corto plazo sería un caos. Pero a medio plazo, los negocios (y sobre todo los que no están en Cataluña), seguirían siendo los mismos, sobre todo las grandes empresas multinacionales que exportan, como Inditex. Si no hay DUI, y la cosa sigue su curso (imprevisible igualmente), pero tranquilizándose y dilatándose en el tiempo, entonces el IBEX podría recuperar en pocos días todo el tiempo perdido en septiembre. Esa es la oportunidad que debemos valorar, y comparar no con el riesgo político, sino con el riesgo económico asociado, que como decía, es muy relativo para muchas de las empresas cotizadas en la bolsa española. Las dudas están en Banco Sabadell por ejemplo, pero ha anunciado que trasladaría su sede a Alicante, como han hecho y harán otras empresas.

Si valoramos entonces riesgo y recompensa, tenemos que contemplar también el escenario alcista. ¿Merecería la pena perderse un eventual rebote fuerte del Ibex? Sin duda sería un error. Un ejemplo más de cómo la política contamina la economía.

Ahora bien, estamos hablando de nuestros patrimonios. ¿Podemos asumir el riesgo de una pérdida grande y definitiva, por muy pequeña que sea la probabilidad de debacle catalana? Por supuesto que no. Así que debemos encontrar el equilibrio y la herramienta que nos permita jugar el rebote, con el menor riesgo posible. Para esto las opciones son la herramienta perfecta.

La estrategia que hemos implementado es la siguiente:

VENTA DE PUT IBEX 8.000 VENCIMIENTO DIC-2018. Ingresamos un 3% anual aprox, y si el IBEX cotiza por encima de ese nivel dentro de 14 meses, ese será nuestro beneficio (pero aplicado a la parte de patrimonio que destinamos a la estrategia, que no supera el 30%). Dicho de otra manera, dado que el Ibex cotiza por encima de los 10.000 puntos ahora, tenemos un **margen de seguridad superior al 20%**.

COMPRA DE CALL IBEX 11.000 VENCIMIENTO MARZO-2018. Esto nos cuesta un 0,8%, que debemos restar de lo anterior, quedando en un ingreso neto del 2,2%. Es decir, financiamos esta compra con una parte de lo ingresado con las PUT. Y con ello conseguimos darle más exposición alcista a la cartera, **sin asumir más riesgo**.

Por otra parte, conservamos una cartera de acciones españolas que no llegan al 10% de ponderación. En caso de debacle, esta parte sufriría directamente, pero es algo asumible, y a medio plazo nos recuperaríamos del impacto. Sobre todo porque disponemos de abundante liquidez que nos permitiría invertir a precios mucho más bajos en caso de desplome bursátil, que sería negativo a corto plazo, pero positivo a medio-largo plazo (porque nos ofrecería una inmensa oportunidad de compra a precios tirados). Como dijo el barón de Rothschild: "Compra cuando veas sangre en las calles".

Entre la cartera de acciones y las posiciones con opciones, rondamos el 20% de exposición alcista sobre la bolsa española. Pero más de la mitad se consigue con un margen de seguridad del 20%, que sería útil en caso de debacle. La idea de fondo es que estando mayormente en liquidez, sí que nos interesaría invertir un 30% del fondo (capital comprometido) a un precio del Ibex de 8.000 puntos, si lo alcanza. En ese momento dejaríamos de estar en liquidez para estar bien invertidos en el mercado, porque la relación riesgo-recompensa sería muy favorable.

Terminamos con dos documentos o artículos que nos pueden ayudar a ver más claro lo que puede ocurrir. Como hemos visto al principio, cuando uno invierte, tiene que ir más allá de todo esto, y hacerlo con una mirada al largo plazo siempre optimista. De lo contrario, es muy probable que en medio de la batalla sea incapaz de ver que después de la tormenta siempre sale el sol. El corto plazo es embriagador, y por tanto peligroso. La experiencia (bien canalizada) y el conocimiento son las dos herramientas que nos ayudan a mantener la sangre fría cuando todos pierden la cabeza.

[Carta de la plataforma ¡Basta ya! al Presidente de la Comisión europea.](#)

[Artículo sobre el referéndum de independencia de Québec \(Canadá\), y el paralelismo con Cataluña,](#) que nos recuerda otras dos estadísticas del mismo estilo: en el **Brexit**, es la Inglaterra rural la que votó la salida. Las grandes ciudades y regiones ricas votaron en contra. Y la elección de **Trump** también fue gracias al voto rural, lejos de las grandes ciudades. Dicho de otra manera, **el populismo tiene arraigo en zonas pobres y rurales**, lo

cual da mucho que pensar. En cualquier caso, este último artículo pone sobre la mesa un argumento que, de ser cierto, sería definitivo. Si realmente el litoral catalán, incluida Barcelona, votaría a favor de permanecer en España, está claro que el proceso de independencia de Cataluña no tiene ningún futuro, y hemos tocado probablemente techo.

En cualquier caso, son artículos interesantes, pero solo para nuestra curiosidad intelectual, y no como base o argumento de inversión, porque es imposible saber si hemos visto y analizado todos los elementos implicados. Dicho de otra manera, por muy claro que lo veamos, siempre debemos permanecer abiertos y aceptar la incertidumbre. Nuestra estrategia de inversión debe ser válida para cualquier escenario abstracto, y no pensada para algún (o algunos) escenario(s) concreto(s). Debe ser robusta y con horizonte largo plazo, aplicando conceptos y principios generales que han funcionado en todas las crisis de los últimos 150 años.

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

Saludos cordiales,

Equipo de gestión JDS Capital.

Pamplona, 6 de octubre de 2017.

