

OPCIONES II

COMENTARIO ASESOR SEPTIEMBRE 2026

Estimado inversor,

El mes de septiembre ha sido de nuevo positivo para Opciones II, con una rentabilidad del **3,62%**. Y esto en un mes en el que el S&P500 ha terminado prácticamente plano, con una leve caída del -0,78%.

Es un buen ejemplo de lo que buscamos con la operativa: que la rentabilidad venga del paso del tiempo y de la gestión de la posición, y no de acertar hacia dónde va el mercado. Septiembre no ha sido un mes fácil (subida de tipos, bonos en máximos de dos décadas, petróleo por encima de los 100 dólares), pero la **posición ha estado en todo momento dentro de las zonas que teníamos definidas**.

Comportamiento del S&P500

El S&P500 ha cerrado el mes en 7.651, apenas por debajo de donde lo empezó, pero por el camino ha hecho bastantes cosas. La primera quincena fue de goteo a la baja, desde la zona de 7.750 hasta los 7.550 del día de la Reserva Federal, con el crudo y los rendimientos de los bonos presionando. A partir de ahí el mercado rebotó con fuerza, hasta tocar casi 7.780 el día 21, y en las dos sesiones siguientes devolvió prácticamente toda esa subida. La última semana del mes ha sido de nuevo de goteo, sin tramos violentos. En conjunto, un **rango de unos 280 puntos** (algo más de un 3,5%) recorrido en las dos direcciones. Movimiento sí, dirección no.

Abajo vemos el gráfico horario del índice.



Comportamiento de la volatilidad (VIX)

El VIX ha terminado el mes en torno a 16,5, muy cerca de donde lo empezó. En medio ha oscilado entre un mínimo de 14 a principios de mes y máximos de 18 en los días de más tensión (el 10 de septiembre, con el crudo disparado, y el día de la reunión de la Reserva Federal, cuando llegó a tocar 18,9 de forma muy puntual).

Lo relevante para nosotros es que no ha habido **ningún repunte sostenido**. Cada subida de

volatilidad se ha deshecho en pocas sesiones, por lo que la prima extrínseca que vendemos ha seguido deshaciéndose a buen ritmo a nuestro favor.

Abajo vemos el gráfico horario del índice VIX.



Contexto macroeconómico

El acontecimiento del mes ha sido la **subida de tipos de la Reserva Federal** el día 16, de un cuarto de punto, hasta el rango del 3,75% al 4%. Es la primera subida desde julio de 2023 y se ha aprobado por unanimidad, y las proyecciones del comité apuntan a dos subidas más antes de que acabe el año. El mercado la tenía descontada en más de un 90%, por lo que la decisión en sí no sorprendió; el tono del comunicado, algo más duro de lo esperado, sí provocó una sesión de cierta tensión seguida de un rebote fuerte al día siguiente.

Por detrás, los **rendimientos del bono americano a 10 años** han superado el 5%, su nivel más alto en más de veinte años, el **petróleo** se ha mantenido por encima de los 100 dólares por la situación en Oriente Medio, y los datos de **empleo** han seguido saliendo fuertes. La **inflación** de agosto salió en línea con lo esperado (3,4% la general y 2,4% la subyacente). En fin, un entorno exigente para la renta variable, que explica el mes plano del índice.

La estrategia durante el mes

La operativa ha funcionado bastante bien durante todo el mes, y conviene explicar por qué. Entramos en septiembre con zonas de beneficio más amplias de lo habitual, algo que venimos haciendo desde el verano para adaptarnos a un mercado que sube rápido y baja despacio. Esa **amplitud ha sido la clave**: el goteo a la baja de la primera quincena se ha gestionado sin apenas intervenir, dejando que el paso del tiempo hiciera su trabajo, y el rebote posterior tampoco ha llegado a amenazar los niveles que nos obligarían a actuar.

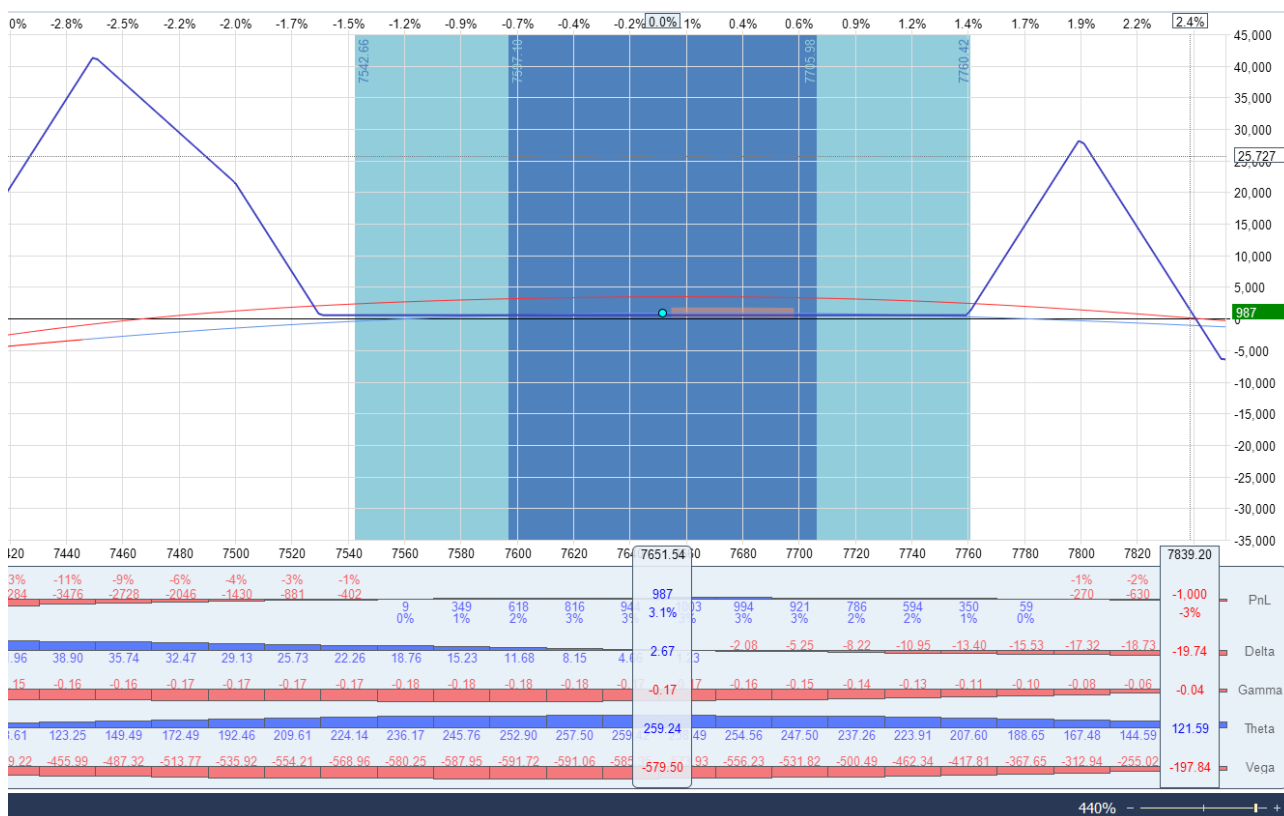
Los **ajustes** que hemos hecho han sido pocos y siempre por anticipado, en función de las deltas de la posición y no del precio, que es como lo hacemos siempre. Ajustar antes, cuando el ajuste todavía es barato, es lo que nos ha permitido llegar a cada episodio de tensión con la posición ya preparada.

Ante la reunión de la Reserva Federal tomamos una decisión que creemos acertada: no reforzar las coberturas. La subida estaba tan descontada que cubrirse en exceso suponía

asumir un coste difícil de justificar. Mantuvimos las protecciones habituales, y una vez pasada la reunión, con la decisión ya conocida, abrimos una posición nueva con el tamaño contenido de siempre. Esperar a que pasara el acontecimiento no costaba nada y eliminaba buena parte de la incertidumbre.

La última semana del mes ha sido la más incómoda, con una subida fuerte el lunes 21 y dos sesiones de caída a continuación que la deshicieron por completo. Es lo que en inglés se llama un **whipsaw**, y para una estrategia como la nuestra es lo menos agradable que hay, porque obliga a trabajar en los dos lados en muy pocas sesiones. No obstante, la posición lo ha absorbido sin sobresaltos gracias a las zonas amplias y al tamaño contenido, y el mes ha terminado de forma correcta.

Abajo vemos parte de la **posición actual**:



Perspectivas

De cara a octubre tenemos por delante el inicio de la temporada de **resultados empresariales** y una nueva **reunión de la Reserva Federal** a final de mes, con el mercado ya debatiendo si habrá otra subida. Son citas con capacidad de mover el mercado, por lo que seguiremos con el mismo planteamiento: tamaño contenido, zonas amplias, ajustes por anticipado y prudencia en las entradas nuevas.

El **paso del tiempo** va a nuestro favor y la posición está bien situada para seguir exprimiéndolo. Mi plena convicción es que, mes a mes, con esta disciplina iremos construyendo una rentabilidad cada vez más consistente.

Como siempre, seguiremos muy de cerca el mercado y gestionaremos la posición en función de su evolución.



Agradeciendo su atención y su confianza, reciban un cordial saludo,

FILOSOFÍA DE INVERSIÓN

Estrategia de opciones del S&P 500, consistente en la utilización de put spreads debajo del subyacente, fuera de dinero. Pudiendo utilizar también futuros del mismo índice y opciones del VIX como cobertura, ante grandes subidas y bajadas del subyacente. Operando sobre el índice de mayor volumen y liquidez. Movimientos alcistas, laterales y bajadas moderadas son buenos para la estrategia, siendo el peor escenario fuertes bajadas. Mayores beneficios 2 desviaciones estándar hacia abajo. Delta y Theta positivas, Gamma y Vega negativas. En rangos de inversión de 50.000 \$ con un importe mínimo de 100.000 €.

OPCIONES II

SERVICIO	Carteras gestionadas de opciones y futuros
INSTRUMENTOS FINANCIEROS	Opciones y futuros del S&P 500 y opciones del VIX
COMISIÓN GESTIÓN FIJA	1,90% anual (IVA no incluido), liquidación trimestral
COMISIÓN GESTIÓN VARIABLE	9% de los beneficios anuales (IVA no incluido), liquidación anual
GESTOR	Ursus-3 Capital AV
BROKER	Interactive Brokers
ASESOR	Sapphire Capital EAF
VALORACIÓN Y LIQUIDEZ	Diaria
DIVISA	USD. Posibilidad de cobertura permanente bajo solicitud en la contratación de la cartera
COMPRA	Contactar con u3etrader@ursus-3capital.com +34 913 531 687

RENTABILIDAD REAL	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Anual
2023												5,21%	5,21%
2024	3,01%	4,06%	0,90%	-2,69%	3,72%	3,17%	-0,39%	-8,03%	4,06%	2,16%	1,24%	-5,56%	5,65%
2025	-5,83%	-0,75%	-7,34%	-2,03%	4,31%	3,61%	-0,01%	3,79%	3,23%	-0,81%	0,23%	3,42%	1,83%
2026	1,83%	1,21%	-4,53%	-3,43%	3,32%	-4,03%	3,26%	1,76%	3,62%				3,02%

Rentabilidades netas de comisiones

DATOS REALES		Opciones I	Opciones II	Opciones III
Desde inicio	Desde	mar-23	dic-23	jun-24
	Rentabilidad anualizada	5,62%	6,06%	9,18%
	Volatilidad	29,45%	18,60%	21,08%
Estrategia actual	Desde	sep-25	dic-23	may-25
	Rentabilidad anualizada	18,89%	6,06%	27,29%
	Volatilidad	16,53%	18,60%	16,61%

CORRELACIÓN	Opciones I	Opciones II	Opciones III	S&P 500
Opciones I	100%			
Opciones II	21%	100%		
Opciones III	79%	18%	100%	
S&P 500	6%	33%	10%	100%

Desde 01/09/2025

DISCLAIMER: Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Sapphire Capital EAF (en adelante “Sapphire”), con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del informe y están sujetos a cambio sin previo aviso. Sapphire no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Sapphire considera que la información y/o las interpretaciones, estimaciones y/u opiniones relacionadas con los instrumentos financieros y/o emisores de los cuales trata este documento, están basados en fuentes que se consideran fiables y de reconocido prestigio, disponibles para el público en general. Sapphire no garantiza la precisión, integridad, corrección o el carácter completo de dichas fuentes, al no haber sido objeto de verificación independiente por parte de Sapphire y, en cualquier caso, los receptores de este documento no deberán confiar exclusivamente en el mismo, antes de llevar a cabo una decisión de inversión. Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra, venta o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Los comentarios que figuran en este documento tienen una finalidad meramente divulgativa y no pretenden ser, no son y no pueden considerarse en ningún caso asesoramiento en materia de inversión ni ningún otro tipo de asesoramiento. Sapphire no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros. El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Sapphire, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. Los empleados de Sapphire pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo Sapphire puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de Sapphire Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.