



JDS CAPITAL MULTISTRATEGIA, FI

Carta de lanzamiento / Presentación del fondo

Estimados inversores,

A través de esta carta queremos presentar nuestro nuevo Fondo de Inversión **JDS Capital Multiestrategia**, explicando en qué consiste su estilo y filosofía de gestión, y en qué se diferencia de otros fondos. Ofrecemos dos versiones: primero un resumen de la carta, y después la versión completa.

RESUMEN

JDS Capital Multiestrategia, F.I., nace como un fondo de **retorno absoluto**, lo que significa que pretende ofrecer rentabilidades positivas en cualquier entorno de mercado. También es **multi-estrategia**, lo que se traduce en una combinación de distintos enfoques y operativas, que globalmente están descorrelacionadas, lo cual nos permite plantear un objetivo de rentabilidad del 5% anual con un máximo de volatilidad del 15%.

Las distintas estrategias, que se irán poniendo en marcha progresivamente, se agrupan en **seis compartimentos**:

1. Las **Estrategias con opciones**, casi siempre venta de PUTs OTM sobre grandes índices (o grandes valores), son la estrategia estrella del fondo. El objetivo es exponernos al mercado de Renta Variable (el que más nos interesa) con un margen de seguridad (ya que las opciones suelen estar al menos un 10% OTM), y generar una rentabilidad por el paso del tiempo. Se trata de una estrategia robusta, donde el análisis M.T.F.S. del que hablamos más abajo, juega un papel clave al ayudarnos a evitar situaciones peligrosas en las que vender opciones PUT.
2. En paralelo a la venta de PUTs, realizamos una operativa de **stock picking**, es decir, selección de valores concretos (por oposición a una operativa sobre índices, más genérica), buscando a la vez **buenos fundamentales y configuraciones técnicas atractivas**. Es decir, una operativa del tipo Value + Timing.
3. La tercera estrategia también realiza una selección de valores pero con un enfoque de **puro trading de corto plazo**, usando sobre todo criterios técnicos, de momentum de corto plazo, tanto sobre grandes valores (big caps) como sobre valores medios y pequeños, dependiendo del entorno de mercado.
4. **Estrategias de valor relativo (“pares”)**, donde se trata de comprar un valor, sector ó índice fuerte, y vender un valor, sector ó índice débil. Con esto el riesgo sistémico se anula, y el resultado solo depende de haber acertado en la relación fuerte/débil. Hay muchas variantes: valor contra valor (Google vs Amazon), valor

contra índice (Google vs Nasdaq), índice contra índice (Ibex vs Nasdaq), sector contra sector (Banca vs Recursos básicos), etc.

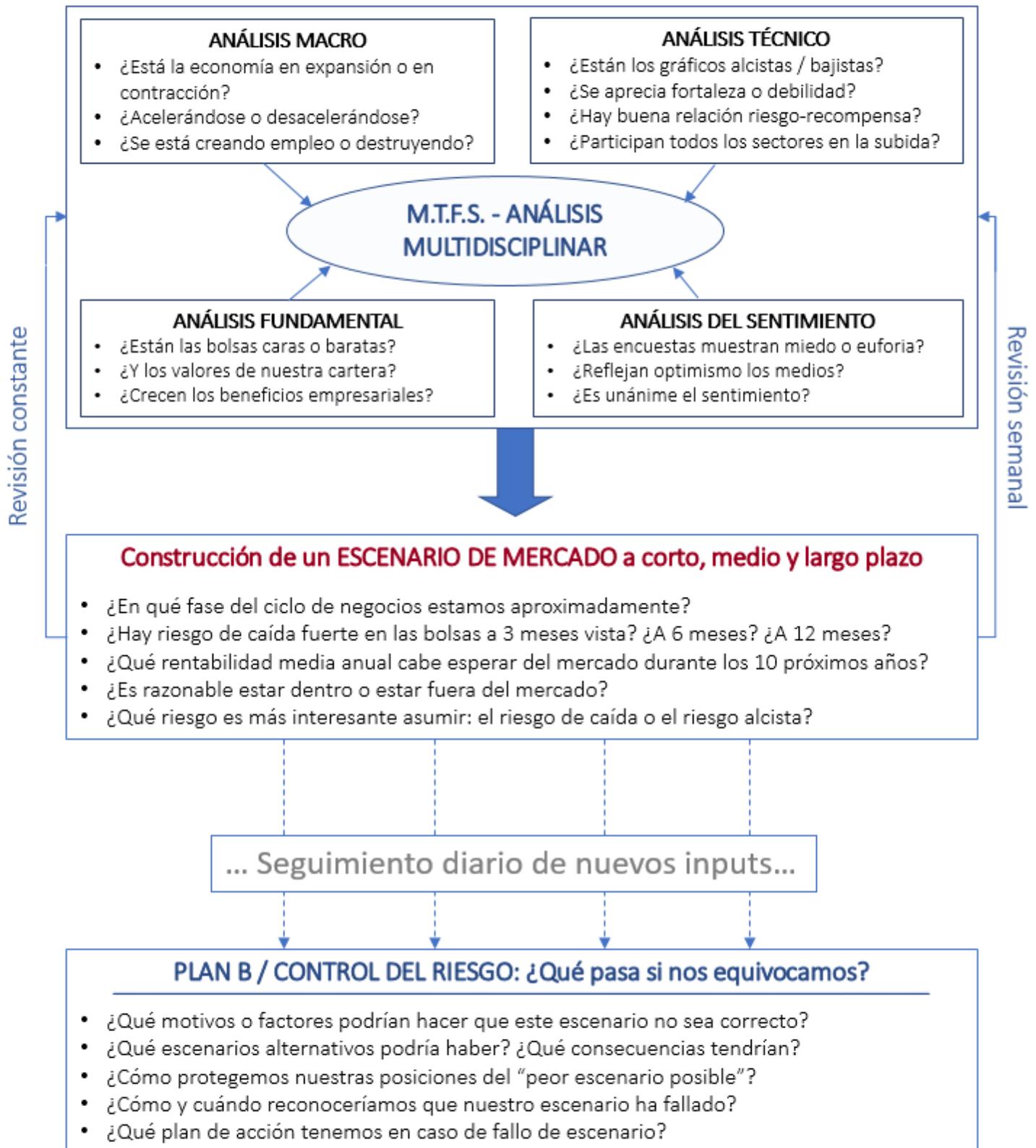
5. **Estrategias Macro o de Asset Allocation**, donde queremos jugar grandes temáticas (nada rebuscadas ni sofisticadas), como una posible revalorización del par de divisas eurUSD, una subida de las bolsas emergentes, o una tendencia bajista en las materias primas.
6. **Mercado monetario y Renta Fija**. Es el compartimento de la liquidez que no necesitamos. No pretendemos hacer gestión activa ni asumir riesgos con la liquidez, sino simplemente no dejarla ociosa.

El grado de exposición en cada compartimento depende del **escenario de mercado** que hayamos construido utilizando una **metodología propia de análisis** que llamamos M.T.F.S., iniciales de **Macro, Técnico, Fundamentales y Sentimiento**. Son cuatro enfoques diferentes para observar una misma realidad, y buscamos que sean coherentes entre sí. Es importante destacar que **la Macro** no se refiere a lo que la mayoría de la gente entiende por “*estadísticas económicas*”, y que generalmente son datos retrasados. Hablamos de una forma muy diferente de usar los datos macro para calibrar si la economía se está expandiendo o no en un trimestre dado, tal y como Hugo Ferrer ha popularizado durante todos estos años recientes (entre otros desde su blog de inBestia.com). Por Técnico hacemos referencia al **Análisis Técnico**, que es una extraordinaria herramienta si se sabe usar con sentido común. Por **Fundamentales** hablamos de las empresas en particular, pero también de los mercados en su conjunto, y por **Sentimiento** hacemos referencia a los diversos actores de los mercados y las economías, buscando siempre aplicar la controvertida **Teoría de la Opinión Contraria**, que es esencial para invertir con éxito a largo plazo.

Por último también es importante destacar algunos puntos esenciales de nuestra **filosofía de inversión**, donde un **enfoque defensivo** la mayor parte del tiempo (pero no siempre), y un horizonte de **largo plazo** son claves. JDS Capital Multiestrategia es un fondo que utiliza las **Opciones** de una forma muy particular como forma de generar rentabilidad con control del riesgo, y es un fondo **long/short**, aunque las situaciones en las que operamos a la baja son muy especiales. Es un fondo **oportunista y reactivo**, que tiene en cuenta la **Estacionalidad**, y que siempre busca **simplificar** las cosas (menos es más).

A continuación mostramos un esquema de nuestro proceso de análisis e inversión.

El punto de partida:
confrontar diferentes enfoques de la realidad



Esquema 1. Construcción de un escenario global a partir de la confrontación de diferentes enfoques de análisis de la realidad.

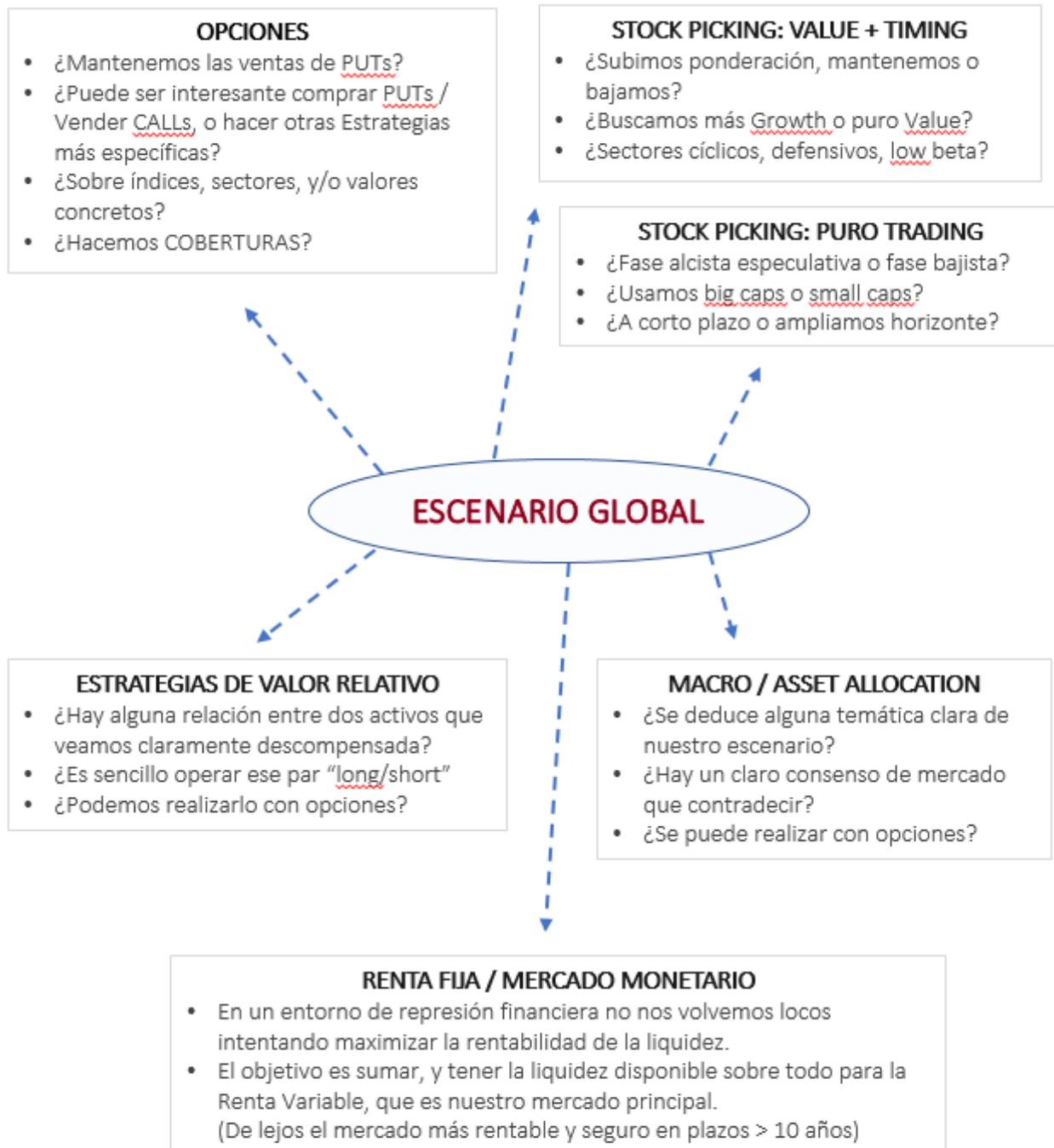


Figura / Esquema 2. Implementación de las distintas estrategias en base al escenario global.

ÍNDICE VERSIÓN COMPLETA

RESUMEN	2
INTRODUCCIÓN	7
Fondo de retorno absoluto	7
Objetivos	7
COMPARTIMENTOS MULTI-ESTRATEGIA	8
Compartimento 1 – Estrategias con Opciones (casi siempre Ventas de PUTs),	8
Compartimento 2 – Stock Picking: Técnico + Fundamentales	9
Compartimento 3 – Stock Picking: Trading puro	9
Compartimento 4 – Estrategias de Valor Relativo (pares long / short).....	10
Compartimento 5 – Estrategias Macro o de Asset Allocation global	11
Compartimento 6 – Mercado Monetario y Renta Fija.	11
METODOLOGÍA DE ANÁLISIS MULTIDISCIPLINAR (M.T.F.S.)	12
El enfoque M.T.F.S.....	12
1. La Macro (economía).	13
2. El Análisis Técnico.	13
3. Los Fundamentales.	13
4. El Sentimiento.	14
EXPECTATIVAS Y SITUACIÓN ACTUAL DE MERCADO.....	15
Anexo: Potenciar la Rentabilidad / Reducir el riesgo.....	16
Long / Short: operativa alcista y bajista	16
Metodología de Venta de Opciones.....	17
La Estacionalidad.....	18
Fondo oportunista / reactivo.....	18
La no linealidad / Enfoque de largo plazo	19
Nuestra postura respecto al apalancamiento.....	20
El enfoque defensivo: qué significa y qué implica.....	20
Menos es más: simplicidad.....	21
Artículos citados	21

INTRODUCCIÓN

Fondo de retorno absoluto

Los fondos de Retorno Absoluto son muy marginales en el mercado de fondos de inversión, y muy poco conocidos en España, y sin embargo tienen tres objetivos que muchos inversores desean:

1. La **descorrelación** con el mercado: poder subir aunque las bolsas bajen, es decir, que el comportamiento del fondo no esté tan ligado al comportamiento de los mercados,
2. Una **volatilidad** media o baja, claramente inferior a la volatilidad de la bolsa,
3. Ofrecer **rentabilidades positivas** en un horizonte de 1-3 años.

Como estuvimos reflexionando en este [artículo sobre el drawdown \(racha de pérdidas\) como definición alternativa de riesgoⁱ](#), los fondos de Retorno Absoluto son una excelente respuesta a la necesidad de muchos inversores de limitar los “drawdowns”, es decir, limitar el impacto de la peor racha de pérdidas (respecto a un nivel máximo alcanzado).

Objetivos

El objetivo del fondo es el eonia + 500 pb, es decir, a día de hoy el objetivo es *grosso modo* una rentabilidad del 5% anual, suba o baje la bolsa. Además, este objetivo se debe conseguir con una volatilidad máxima del 15%. Todo esto viene en el [folleto aprobado por la CNMVⁱⁱ](#), por lo que no vamos a repetir aquí la información que ya figura allí.

En esta carta de lanzamiento queremos desarrollar cómo nos proponemos alcanzar nuestros objetivos, y en concreto vamos a hablar de nuestra filosofía de **gestión** MULTI-ESTRATEGIA, y nuestro enfoque de **análisis** MULTI-DISCIPLINAR (ver artículo sobre este tema clave de la separación entre análisis y gestiónⁱⁱⁱ).

La multi-estrategia se estructura en **varios compartimentos**, cuya ponderación será variable en función de las condiciones de mercado y de las expectativas que ofrezca nuestro escenario de mercado, construido según el enfoque de análisis multidisciplinar. Esto significa que algunos compartimentos podrán incluso tener una ponderación del 0%, es decir, no estar activos. De hecho, iremos “activando” progresivamente los compartimentos en el fondo, poniendo en marcha las distintas estrategias muy poco a poco, de forma muy gradual, sin limitación temporal en cuanto a su desarrollo. Empezaremos por las estrategias de venta de opciones, la Renta Fija y mercado

monetario, y una operativa reducida en el compartimento de “Stock Picking” (selección de valores).

COMPARTIMENTOS MULTI-ESTRATEGIA

Son compartimentos compatibles entre sí, y en gran medida descorrelacionados. Lo que determina el uso de cada compartimento son las oportunidades que surgen dentro de cada uno de ellos. Si el mercado está en una situación óptima para vender PUTs (Estrategias de opciones), este compartimento irá a tope. Si el mercado está caliente especulativamente con valores medios y pequeños, entonces buscaremos muchas operaciones en ese nicho de mercado. Si vemos pocas oportunidades o mucho riesgo, podemos tener un alto porcentaje en Renta fija y/o mercado monetario. Si tenemos una fuerte convicción sobre la debilidad del dólar o la fortaleza del sector bancario (por poner un ejemplo), entonces el compartimento de Asset Allocation tendrá más peso. Veamos ahora en detalle estas estrategias que vamos a desarrollar.

Compartimento 1 – Estrategias con Opciones (casi siempre Ventas de PUTs).

Casi siempre serán Ventas de Opciones porque buscamos ingresar dinero por el paso del tiempo. Y dentro de esas ventas de opciones, la mayor parte del tiempo serán ventas de PUTs (opciones de venta) sobre grandes índices como el SP500, el EUROSTOXX o el DAX, o empresas de gran tamaño como Apple o Google, o algunos gigantes europeos como ArcelorMittal o nuestra Inditex. Se trata siempre de tener un elevado grado de confianza respecto a la viabilidad, calidad y valoración de la empresa.

Es la estrategia estrella, la que nos aporta estabilidad y robustez, porque nos permite **exponernos con control y con margen de seguridad al mercado de Renta Variable (el más rentable y el más seguro a largo plazo^{iv})**. Nuestra estrategia es robusta porque está pensada no sólo para sobrevivir a esos escenarios, sino sobre todo aprovecharnos de ellos cuando se produzcan.

La técnica del rebalanceo es clave, y se puede entender desde diversos puntos de vista. El rebalanceo implica vender bolsa si ha subido mucho, y comprar bonos si han caído mucho, de forma que anualmente (o incluso trimestralmente), reequilibremos la composición de la cartera. El rebalanceo implica que la estrategia de venta de opciones adquirirá más protagonismo en las caídas de mercado, porque ahí nos interesa una mayor exposición a este “compartimento” o sub-estrategia del fondo, asumiendo un plus de volatilidad si es necesario.

Dentro de este compartimento de opciones, también diversificamos estrategias y horizontes temporales. La idea de fondo siempre es **vender valor temporal**, porque casi siempre en la vida y en los mercados hay *“mucho ruido y pocas nueces”*. En alguna ocasión podemos comprar opciones si anticipamos un posible movimiento fuerte y rápido. Podemos también vender opciones de corto plazo para jugar una estrategia cortoplacista en las bolsas, a la vez que mantenemos opciones de medio plazo (1 año) con una estrategia de fondo. Sin duda la inmensa riqueza de las opciones nos permite explotar de muchas maneras los escenarios construidos en base a nuestra metodología de análisis, y eso es otra forma de ver el enfoque multiestrategia de este fondo de Retorno Absoluto: variedad de enfoques también dentro de cada compartimento.

Por supuesto, la clave de esta estrategia es saber evitar estas ventas de PUTs en los momentos clave. Para determinar estos momentos clave usamos el enfoque de análisis M.T.F.S., donde principalmente el técnico (los gráficos), con el apoyo de la macro y el sentimiento, sobre un trasfondo de fundamentales (que en realidad también refleja muchas veces el sentimiento), nos permitirá suspender esta operativa en determinados momentos clave, donde es posible que se produzca una aceleración bajista.

Compartimento 2 – Stock Picking: Técnico + Fundamentales

Sobre un universo de valores de calidad que cotizan a un precio razonable, utilizamos el análisis técnico como herramienta de timing y como herramienta de confirmación o invalidación de escenarios. Es lo que se llama también VALUE + TIMING, donde el objetivo es comprar calidad en el momento óptimo.

Aquí podemos comprar un valor que después de un desplome prolongado forma una pauta de suelo, o un valor en tendencia que lanza señales de continuación alcista, ofreciendo en ambos casos una valoración razonable. Es decir, existe variedad de escenarios.

Este compartimento de “Stock picking” ponderará **entre un 0% y hasta un 20%** del fondo.

Compartimento 3 – Stock Picking: Trading puro

Aquí el enfoque es puramente técnico, aunque sin ignorar los fundamentales porque siempre son una buena ayuda, sobre todo para evitar grandes errores. Aquí son los gráficos los que nos lanzan señales de compra-venta, y seleccionamos las mejores señales buscando la *“excelencia técnica”*.

Como ocurre con otros compartimentos, podemos hablar también de sub-estrategias:

1. Trading con Big Caps (empresas grandes).

Aquí buscamos “momentum” en valores grandes. El objetivo es seguir la inercia dominante de mercado, sobre valores grandes de las bolsas europeas y americanas. Buscamos rotaciones sectoriales favorables y valores que sean muy líquidos en los que se pueda entrar y salir instantáneamente. El proceso de selección es de tipo “top-down”, es decir, partimos de una visión global de los mercados y si éstos son alcistas, buscamos temáticas (growth, value, low beta, recoveries, etc) o sectores (banca, utilities, biotech...) que estén de moda y estén mostrando una **relevante fortaleza relativa**. Por último, dentro de esos sectores o temáticas buscamos los valores más fuertes.

2. Trading con Small & Mid Caps (valores medios y pequeños).

En fases maduras y finales de ciclos alcistas, cuando la confianza y el optimismo son evidentes, este tipo de valores pueden dar muy buenos frutos: en esos momentos vale la pena seguir este tipo de valores, porque su gran volatilidad se manifiesta ahora al alza. En cambio cuando los mercados se giran a la baja, estos valores tienden a hacerlo peor, y es momento de suspender esta operativa.

Aquí no buscamos tanto señales técnicas de corto plazo (que también), sino aspectos técnicos globalmente atractivos, por ejemplo valores que están formando un gran suelo de medio plazo después de años de caída, y empiezan a dar muestras de reactivación, con volumen creciente y primeros pasos al alza.

Este compartimento de “Stock picking” ponderará **entre un 0% y hasta un 20%** del fondo.

Nota: *lo interesante de los mercados es que a veces habrá valores que encajen en más de una categoría, pudiendo ser blue chips que dan buena señal por técnico... y también valores que cotizan con gran descuento con respecto a su valoración fundamental, encajando así en dos compartimentos diferentes que refuerzan su atractivo.*

Compartimento 4 – Estrategias de Valor Relativo (pares long / short).

Es otra estrategia clásica que consiste simplemente en invertir en **empresas grandes** que están correlacionadas con los principales índices mundiales. En este caso lo que hacemos es cubrir la inversión en esas empresas vendiendo futuros del índice al que pertenecen. De esta forma buscamos cubrirnos del riesgo sistémico, y para ganar con la estrategia lo único que importa es que nuestros valores lo hagan mejor que el índice, o “menos mal” que el índice en caso de que ambos bajen. Por ejemplo, si compramos GOOGLE, lo que hacemos es vender la misma cantidad de dinero en futuros del Nasdaq

(aunque también podría ser del SP500...). En este caso, incluso si el mercado cae por ejemplo un 10%, con tal de que Google caiga menos, por ejemplo un 7%, nosotros ganamos la diferencia (en este caso un 3%).

Otra forma de enfocar los “pares” es entre **sectores**, por ejemplo, comprando Banca y vendiendo Biotech, o entre **valores**, por ejemplo, comprando Google y vendiendo Amazon. En estos casos de sectores y empresas, hay que tener cuidado con los instrumentos disponibles para realizar una posible idea que tengamos, por lo que no siempre serán realizables.

Este compartimento de estrategias de valor relativo podrá alcanzar **hasta un 30%** de ponderación en el fondo.

Compartimento 5 – Estrategias Macro o de Asset Allocation global

A través de ETFs, futuros, opciones o incluso fondos, queremos exponernos a zonas geográficas (por ej. emergentes), países concretos (por ej. Brasil), sectores (por ej. Biotech) o tipos de activos (por ej. Divisas o Materias primas) en los que pensamos que hay oportunidades atractivas.

Aquí no se trata de ser sofisticado en los escenarios mundiales. Al contrario, buscamos máxima sencillez, al igual que en el resto de estrategias. Sólo activamos este compartimento cuando, de la construcción de nuestros escenarios globales, se deriva una “convicción fuerte” respecto a una determinada temática, por ejemplo, una posible tendencia bajista en el dólar. Dicho de otra manera, este compartimento puede estar vacío, igual que cualquier otro, si no tenemos una convicción fuerte en una determinada estrategia.

La ponderación de este compartimento oscilará **entre un 0% y un 30%** del fondo. Como en el resto de compartimentos, son porcentajes orientativos que fijamos como objetivos, pero serán las condiciones del mercado y el grado de convicción que tengamos lo que determine las ponderaciones de cada momento.

Compartimento 6 – Mercado Monetario y Renta Fija.

Todo lo que no esté invertido en alguno de los compartimentos anteriores, es liquidez que colocaremos en el mercado monetario y/o Renta Fija, donde el objetivo es no tener la liquidez ociosa (y no “*obtener una rentabilidad máxima*” de esa liquidez). La propia operativa con opciones, tal y como la planteamos nosotros, supone que tendremos grandes cantidades de liquidez disponibles, no porque ese dinero no esté “activo”, sino porque las cámaras de compensación (y los brókers en consecuencia) exigen muy bajas

garantías para la operativa de venta de PUTs muy OTM (opciones de venta muy “fuera de dinero”). El hecho de que nos pidan garantías muy bajas es la mejor prueba del bajo riesgo de la operativa, pero no nos guiamos en absoluto por esos bajos niveles de garantía exigidos, y nos ponemos siempre en el “*peor escenario posible*”, independientemente de su probabilidad.

Para obtener una gran diversificación en la calidad de los bonos, los emisores, los sectores, los países y las instituciones que emiten esos bonos, usaremos buenos fondos de Renta fija y monetarios, con un largo track-record contrastado que nos permita valorar cómo han afrontado épocas pasadas de crisis.

Este compartimento ponderará, en condiciones normales, un mínimo un 20% del fondo, y podrá llegar **hasta un 70%** en función del entorno general de mercado. No obstante, podríamos reducir más su ponderación, o incluso anularla si llegamos a necesitar toda la liquidez para el resto de estrategias o compartimentos (por considerarlos más atractivos).

METODOLOGÍA DE ANÁLISIS MULTIDISCIPLINAR (M.T.F.S.)

De esto ya he hablado en muchas ocasiones, así que seré breve y me remito a algunos de los artículos en los que hablo de ello más en profundidad^Y.

El enfoque M.T.F.S.

Hasta aquí hemos hablado de la estrategia del fondo, es decir, de la parte de GESTIÓN. Pero hay una parte muy importante que los inversores también deben conocer porque forma parte del ADN de este fondo. Nuestro **enfoque de análisis multidisciplinar** observa y analiza la realidad de los mercados financieros y la economía desde 4 ángulos diferentes: la Macro, el Técnico, los Fundamentales y el Sentimiento (M.T.F.S.)

La inmensa mayoría de inversores y analistas, por no decir todos, se definen como uno o como mucho dos de estos grupos, cosa que nunca he entendido. ¿Acaso no es lógico que usemos todas las herramientas a nuestra disposición? Sobre todo cuando todas ellas tienen su lógica y su utilidad.

Sin duda este es otro de los puntos singulares que definen y caracterizan no sólo este fondo, sino en general el enfoque que utilizamos en JDS Capital. El objetivo es que coincidan las conclusiones en al menos tres de esos cuatro enfoques, de forma que podamos construir un escenario principal con alta fiabilidad.

Puede decirse que trabajamos con una doble red de seguridad: la primera red es una metodología robusta de análisis, que busca minimizar los errores, y la segunda red es una diversificación de estrategias descorrelacionadas, entre las que destacan las opciones, que constituyen en sí mismas una red de seguridad adicional debido a la forma en que las utilizamos.

1. La Macro (economía).

Partimos de un análisis Macro global sobre la situación económica. Pero no la macroeconomía que todos conocen, sino la macro enfocada a la inversión en bolsa, que es muy diferente porque pone el foco en la “derivada segunda”, verdadero motor de las bolsas. Dicho de forma simple, **las bolsas suben cuando la economía "va a mejor"**, por lo que vigilarémos esos puntos de inflexión clave donde las economías siguen destruyendo empleo pero a un ritmo cada vez menor, lo cual es positivo para las bolsas (que suben), en medio de una incomprensión general. Por esta razón, los momentos más atractivos para invertir en bolsa son justamente cuando hay miedo e incluso pánico en las calles. Es lo que se conoce como filosofía contrarian, a la que nos adherimos (y que practicamos).

2. El Análisis Técnico.

Sobre esta base Macro, cuyo horizonte temporal es el medio plazo (entre 3 meses y 2 años), construimos escenarios técnicos utilizando la gran información que proporcionan los gráficos. El análisis técnico es una poderosa herramienta de timing a corto plazo, pero también de confirmación de tendencias y como disparador de alertas (positivas o negativas). El Análisis técnico es una disciplina más cercana al arte que a la ciencia, aunque últimamente se están produciendo grandes avances científicos en este campo. En cualquier caso, nuestro enfoque es pragmático, y sobre todo de sentido común, así que los trabajos académicos en la materia son secundarios y nos centramos en ese pequeño porcentaje de herramientas técnicas que sí funcionan, ignorando la inmensa mayoría (el 95% o quizá más) de herramientas técnicas que solo pretenden aparentar sofisticación (el “santo grial” no existe).

3. Los Fundamentales.

A largo plazo, lo que una empresa vale en bolsa está estrechamente ligado a su capacidad de generar beneficios. La correlación entre los beneficios que generan las empresas en su conjunto y la evolución de la bolsa (medida por ejemplo con el índice SP500) es muy alta: la bolsa americana ha crecido *grosso modo* un 6,6% anual de media

(neto de inflación) durante los últimos 100 años¹, un período que incluye el famoso crack de 1929 (y la gran recesión de 1929-1932, que fue realmente el período mortífero), y la gran crisis de 2008. Esa media anual cercana al 7% esconde por tanto una enorme volatilidad, con años en los que la bolsa puede llegar a caer o subir porcentajes superiores al 40%.

Ese porcentaje de revalorización media anual de la bolsa en torno al 7% es el mismo porcentaje al que han crecido de media cada año los beneficios de las empresas: no podía ser de otra manera, puesto que en bolsa cotizan empresas que venden productos y servicios en la economía real.

Somos muy conscientes de esta correlación pero también sabemos que **solo funciona a largo plazo**, y por lo tanto pueden pasar muchos años (a veces casi una década) hasta que se produzca el ajuste.

A nivel individual la relación es mucho más directa: una empresa cuyos beneficios suben año tras año, reflejará una tendencia alcista en su gráfico de cotizaciones, y una empresa cuyos beneficios caen, reflejará una caída en su gráfico de precios.

Esta realidad de puro sentido común es algo que no debemos perder nunca de vista, tanto a nivel global agregado con indicadores como el CAPE o el Ratio de Buffet, como a nivel particular analizando la capacidad que tiene cada empresa para generar cash-flows crecientes y obtener una sólida rentabilidad.

A nivel agregado, diversos estudios sugieren que los mercados alcistas lo son sobre todo por la **subida o expansión de múltiplos**: el PER crece, es decir, las empresas en bolsa cotizan más caras en relación a los beneficios que son capaces de generar. Algunas tendencias alcistas fuertes, como la de los años 80 se han debido en realidad a una subida del PER, así que si bien a largo plazo la bolsa debe reflejar la realidad de los beneficios que generan las empresas, a corto y medio plazo esto no tiene por qué ser así, lo cual nos lleva al siguiente y último punto: **el Sentimiento**, que explica que “de repente” las bolsas se ponen a subir a pesar de que las empresas siguen ganando el mismo dinero.

4. El Sentimiento.

El análisis del Sentimiento se refiere a la Psicología de Masas, cuyo impacto en los mercados es brutal, sobre todo en las fases de pánico (suelos de mercado) y de euforia (techos de mercado). Este pilar es el más subjetivo de los cuatro, porque si bien existen indicadores objetivos (como la encuesta semanal de “Investors Intelligence” o las

¹ Excelente la obra de referencia del Pr. Jeremy J. Siegel, “Guía para invertir a largo plazo”.

encuestas de confianza a consumidores, empresarios e inversores), su interpretación no permite establecer una relación causa-efecto que funcione “matemáticamente”. Por lo tanto estamos en el terreno subjetivo, donde se hace necesario “palpar” el sentimiento del mercado de una forma subjetiva, más allá de los muchos indicadores que existen y que debemos observar.

Por “sentimiento” debemos entender también “**Teoría de la Opinión Contraria**”, que es algo que todos los inversores de éxito practican. No se puede ganar dinero en los mercados siguiendo sistemáticamente los consensos. De hecho, cuanto más fuerte sea un consenso, más probable es que falle. Así que nuestra tarea es identificar consensos masivos, y después analizar por qué podrían estar equivocados. Si nuestra explicación nos parece convincente y comprendemos por qué el mercado podría estar equivocado, entonces podemos adoptar una posición contraria al consenso.

Combinar los tres pilares anteriores con el Sentimiento es el punto clave, ya que todo debe interpretarse siempre en un **contexto** dado, que será diferente de otros contextos en el pasado.

EXPECTATIVAS Y SITUACIÓN ACTUAL DE MERCADO

Las circunstancias han querido que nuestro fondo JDS Capital Multiestrategia empiece su andadura coincidiendo con el **octavo aniversario** del inicio del ciclo alcista de la bolsa americana (marzo de 2009), que va camino de convertirse en el más largo de la historia en duración, aunque no en rentabilidad.

Desde el suelo de 2009 el **SP500** ha subido un 250%, situándose un 50% por encima del anterior techo histórico del año 2007. Nuestro **IBEX NR** (Net Return, que incluye dividendos netos), sube un 110% desde los mínimos del año 2012, y cotiza al nivel del doble máximo histórico que alcanzó en 2007 y 2015, algo muy similar a lo que le ocurre al **Eurostoxx 50 Net Return**, que desde los mínimos de 2009 sube un 150%. El **DAX alemán** (que también incluye dividendos), se sitúa un 50% por encima de su anterior máximo histórico de 2007, y ha subido un 230% desde el mínimo de 2009.

Son números que incitan al respeto, sobre todo bajo una óptica de medio-largo plazo, donde una corrección del 10-15% sería algo muy normal. Es muy pronto para hablar de techo de mercado y de riesgo de mercado bajista, pero nuestra prioridad como fondo de Retorno Absoluto es evitar la trampa de una corrección fuerte y/o un mercado bajista, por lo que debemos extremar la prudencia. **Hay razones para esperar que la**

rentabilidad media anual de las bolsas durante los próximos 10 años se sitúe claramente por debajo de la media histórica (que es del 6-7%).

Los mercados podrían seguir subiendo otro 20% en 2017 y no pasaría nada, así que tendremos que buscar el equilibrio entre “no perder” y “dejar de ganar” durante largos meses (e incluso años). La operativa con opciones nos permite operar con un amplio margen de seguridad, y por otra parte la operativa con acciones (stock picking) tendrá un marcado sesgo de corto plazo y una baja ponderación, buscando evitar un drawdown excesivo en el fondo en caso de giro bajista generalizado en los mercados.

Anexo: Potenciar la Rentabilidad / Reducir el riesgo

En este último apartado queremos explicitar algunos puntos clave de la **filosofía de inversión que desarrollamos en JDS Capital**, y que por lo tanto no se aplica solo a este fondo. Algunos puntos están más enfocados a potenciar la rentabilidad, y otros a controlar o reducir el riesgo, aunque a veces se dan las dos cosas a la vez (como en el caso de las opciones).

Long / Short: operativa alcista y bajista

Entiendo a los que deciden que su fondo sea “*Long Only*”, es decir, que sólo tenga permitido operaciones alcistas, porque eso les permite mantener la concentración en un solo lado del mercado (el alcista) que además es de lejos el más importante, sobre todo cuando tu horizonte de inversión es el largo plazo (el más recomendable).

Entiendo su postura y me parece que es coherente. Pero creo que dejan pasar una fuente de rentabilidad que es simple y efectiva, siempre que se sepa aplicar con gran disciplina.

La operativa bajista (“abrir cortos”) es mucho más peligrosa que la operativa alcista, aunque la creencia en el mercado (sobre todo en los operadores noveles o en los operadores que no han sabido acumular una experiencia constructiva), es justo la contraria. La gente tiene miedo a los cracks, sin darse cuenta de que son mucho más peligrosos los “*cracks alcistas*”, entre otras cosas porque ni siquiera son conscientes de su existencia. Los *cracks alcistas* son peligrosos porque pueden ser muy poderosos, quizá menos rápidos que los bajistas, pero más dolorosos y más permanentes. Son menos rápidos porque el mercado puede caer un 20% en cuestión de días, mientras que para subir un 20% en un *crack alcista* hacen falta varias semanas / meses. El principal problema de los *cracks alcistas* es “*lo que dejas de ganar*”, que es muy

importante cuando hablamos de invertir (es decir, de ganar). Al final resulta que por una prudencia mal entendida, ese crack alcista que algunos inversores se pierden, les impiden practicar la mejor defensa que hay: un buen ataque, siempre con un horizonte de largo plazo (donde tenemos más probabilidades de éxito).

Por supuesto, si durante ese *crack alcista* algún operador estaba bajista, entonces la destrucción es todavía mayor: no sólo no ha sumado, sino que además ha restado. Por eso los *cracks alcistas* son mucho más peligrosos que los cracks bajistas, a pesar de que son grandes desconocidos para el público en general.

Podemos sustituir en todo lo dicho anteriormente la palabra “*crack*” por “*tendencia*”, y sigue siendo igual de válido.

Entonces, ¿por qué plantear un fondo long / short? Pues por dos razones:

- 1- Porque hay momentos muy puntuales, que se dan aproximadamente un par de veces en cada década, en los que las bolsas son abiertamente bajistas: el entorno macro es objetivamente recesivo y las tendencias de todos los índices bursátiles mayores y de todos los sectores, son bajistas a corto, medio y largo plazo. Solo en este entorno con tantas condiciones técnicas y macro bajistas es lícito plantearse la operativa bajista, y aunque se da muy poco, cuando ocurre puede ser muy rentable.
- 2- Por otra parte, al margen del entorno global, existen a veces unos valores o activos con una configuración técnica muy particular y una narrativa tan contundentemente bajista, que puede ser interesante abrir cortos con idea de aprovechar aunque sea una pequeña parte de la caída.

En ambos casos, de forma muy controlada y muy puntual, es interesante disponer al menos de la posibilidad de abrir cortos. La prioridad será siempre “*restar lo menos posible en un entorno bajista*”, pero alguna vez ocurrirá que además de “no restar”, intentaremos sumar. Y esto sin duda es una forma de mejorar la rentabilidad media anual de largo plazo del fondo.

En definitiva, un Fondo de Retorno Absoluto cuya filosofía es estar descorrelacionado con el mercado e intentar sumar incluso en un mercado bajista, debe ser un fondo Long/Short.

Metodología de Venta de Opciones.

La forma de vender opciones es diferente a lo que otros muchos plantean en la venta de opciones. Y este punto es muy importante, porque las opciones son como las armas: el potencial de destrucción es muy alto, y todo depende de en qué manos caen.

Aquí nos centramos en:

- PUTs: la mayoría de las opciones vendidas serán opciones de venta.
- Subyacentes: grandes índices USA y Europeos en su mayor parte, y en menor medida gigantes multinacionales como Apple, o empresas de máxima calidad como Inditex, buscando momentos (timing) óptimos.
- Horizonte amplio: en contra de lo que habitualmente se “vende” en el sector, no practicamos de forma habitual la venta de opciones con vencimientos cortos (inferior a 3 meses), a pesar de que ahí es cuando mayor es la caída del “valor tiempo” (un dato matemático). Nos centramos en plazos cercanos a los 9-12 meses porque es en ese horizonte de un año en el que tenemos más fiabilidad en las estadísticas de drawdowns.
- Margen de seguridad: en general, vendemos PUTs que están en torno a un 20% OTM (Out of The Money), porque ahí está la frontera que estadísticamente nos proporciona la mayor tranquilidad y fiabilidad.

La **venta de opciones** se puede considerar un potenciador de rentabilidad además de una estrategia en sí misma, porque al vender “valor tiempo”, lo que hacemos es ingresar dinero simplemente por el paso del tiempo. Si el mercado sube y después baja, o baja y después sube para terminar en el mismo sitio (cosa que ocurre muy a menudo), nosotros obtenemos algo de rentabilidad.

La Estacionalidad.

En realidad la estacionalidad podría constituir un Compartimento por sí misma, y es algo que no descartamos en un futuro. Pero a día de hoy no la tenemos tan desarrollada como por ejemplo Albert Parès y su fondo Annual Cycles, que analiza la estacionalidad particular de cientos de acciones y otros activos.

En nuestro caso tenemos muy en cuenta la estacionalidad principal de las bolsas a corto, medio y largo plazo, monitorizando pautas estadísticas tan potentes como los ciclos presidenciales de EEUU, los años de la década, los meses del año, o el famoso “efecto Halloween”. Sin duda la estacionalidad es un potenciador de rentabilidad / reductor de riesgo, al margen de que pueda llegar a convertirse en un compartimento específico.

Fondo oportunista / reactivo

Hace un par de años estuve reflexionando largamente sobre la diferencia entre especular e invertir^{vi}. Me esforcé especialmente en ilustrar por qué estoy convencido de que la filosofía de inversión “Value” no es una filosofía de inversión, sino también de

especulación, que es lo que hacemos absolutamente todos los operadores de mercados financieros.

Intento ser lo más objetivo y realista posible, y por eso quiero llamar las cosas por su nombre: somos especuladores, no inversores. Me da igual cuál sea el horizonte (corto, medio o largo plazo), ni cuáles sean las herramientas de análisis o los instrumentos elegidos para operar. Lo que hacemos es extraer una parte de la rentabilidad que ofrecen las empresas (negocios), sin intervenir en ellas ni incrementar la actividad empresarial. Simplemente buscamos beneficiarnos de la rentabilidad que generan los negocios, siendo parte de la propia evolución de la sociedad (pero sin intervenir en los procesos de decisión).

Estoy seguro de que mucha gente discrepa con este planteamiento y estoy dispuesto a debatirlo en público con quien sea, siempre en modo distendido y positivo, sin ánimo de convencer a nadie, sino simplemente de “caminar juntos hacia la verdad”. Estoy dispuesto a dejarme convencer en esto y en cualquier otra cosa.

Como consecuencia de este enfoque que pretendo que sea realista, el fondo es “**oportunista**” en la medida en que no nos cerramos ninguna puerta (dentro de la legalidad, por supuesto), yendo allí donde pensamos que está la mejor oportunidad, y es **reactivo** en la medida en que tenemos la **flexibilidad** de cambiar las posiciones en cuestión de minutos, no solo para cerrarlas, sino incluso para tomar la posición contraria. Tenemos la absoluta certeza de que cometeremos errores y nos equivocaremos, así que siempre estaremos alertas ante la posibilidad de estar cometiendo un error, para reconocerlo y reaccionar rápido, de la misma manera que iremos allí donde veamos una oportunidad interesante.

La no linealidad / Enfoque de largo plazo

Es muy importante comprender que para ganar en bolsa hay que tener un enfoque de largo plazo, lo cual no significa que no se tomen decisiones en el corto plazo. Lo que significa un enfoque de largo plazo es comprender en qué fase del ciclo estamos en cada momento (de forma siempre aproximada), y ser capaces de determinar la rentabilidad media anual esperada durante la próxima década, para obrar en consecuencia.

Este enfoque de largo plazo también nos permite ser conscientes de que a lo largo de una década, la rentabilidad generada se reparte de una forma muy desigual entre los diferentes años. Conscientes de esta realidad, habrá años en los que seremos muy defensivos, y otros años en los que seremos más agresivos. Y normalmente será al revés de lo que hace la mayoría y del sentimiento de las masas. Las rentabilidades más

violentas en los mercados se obtienen a la salida de las crisis, y ahí es donde están las grandes oportunidades.

Por todo lo anterior, hay que saber que el enfoque patrimonial que protege y hace crecer a los patrimonios se basa justamente en este enfoque de largo plazo, que requiere paciencia. La gran mayoría del tiempo, el enfoque debe ser defensivo. Pero también hay que estar listos para sacar las garras cuando los mercados ofrecen esas oportunidades que a la postre marcarán la rentabilidad media anual obtenida.

Nuestra postura respecto al apalancamiento.

Habréis observado que la suma de pesos de cada estrategia puede llegar a sumar más del 100%. Y así es, porque esta es una de las claves de este fondo: al tener varias estrategias descorrelacionadas, que globalmente compensan riesgos unas con otras, y donde además cada una es objeto de un estricto control del riesgo, nos podemos permitir “apalancar”. Pero ojo, solo estamos apalancados bajo nuestro criterio hiper prudente, porque en realidad la operativa con opciones PUT vendidas OTM se traduce en muy bajos niveles de garantía exigible, y en Deltas (sensibilidad al mercado) muy bajas, por lo que según la normativa vigente en realidad nunca estaremos apalancados. Este punto es realmente sorprendente y es clave entenderlo.

La gran fuerza de poder tener un 160% del fondo “invertido” es que podemos usar su baja volatilidad y descorrelación para generar rentabilidad simultaneando diversas estrategias que conjuntamente reducen la volatilidad de la cartera e incrementan su rentabilidad. Esto es sólo una posibilidad y no significa que estemos siempre al 160% ni al 140 ni al 120... De hecho durante al menos este primer año de vida del fondo será difícil que lleguemos incluso al 100%, salvo que venga una caída fuerte que nos invite a tomar posiciones fuertes. Así que en un principio podemos estar invertidos en un 20%, y el resto en Mercado Monetario y Renta Fija, para ir subiendo progresivamente con el paso de los meses dependiendo de las oportunidades de mercado. La flexibilidad de poder estar expuestos entre el 20% y el 160% al mercado es una de las características diferenciadoras de este fondo multiestrategia.

El enfoque defensivo: qué significa y qué implica

Ningún gestor de éxito a largo plazo ha sobrevivido siendo temerario de forma más o menos constante. No lo digo yo, lo dicen los grandes gurús: la clave del éxito duradero es centrarse en los riesgos, no en los beneficios^{vii}. El enfoque defensivo es clave por múltiples razones, tanto de índole matemático como de índole psicológico.

Ser defensivo significa no intentar ser el más listo (por ejemplo, ser el primero en detectar un techo de mercado), ni perderle nunca el respeto al mercado. Ser defensivo significa aceptar nuestra ignorancia y nuestras limitaciones, y centrarse en lo que conocemos y comprendemos. También implica rechazar operaciones si el riesgo es excesivo... lo cual no excluye que seamos agresivos cuando toca^{viii}.

Menos es más: simplicidad.

No usamos complejos algoritmos ni herramientas matemáticas de última generación de las que dependa nuestro éxito. Somos conscientes de la complejidad de los mercados financieros, y por eso tratamos de abordarlos con sencillez, aplicando un enfoque minimalista. Con la filosofía de “*menos es más*”, nuestro objetivo es simplificar y utilizar solo aquello que comprendemos.

Más información: www.jdscapital.es

Pamplona, 3 de mayo de 2017.

Artículos citados

1. <https://inbestia.com/analisis/el-drawdown-racha-de-perdidas-es-mi-definicion-favorita-de-riesgo>
2. <https://www.cnmv.es/porta/consultas/IIC/Fondo.aspx?nif=V87694238>
3. <https://inbestia.com/analisis/gestor-y-analista-dos-profesiones-muy-diferentes-cuya-confusion-sale-carisima>
4. <https://inbestia.com/analisis/la-bolsa-es-de-lejos-el-activo-mas-rentable-a-largo-plazo-y-tambien-el-mas-seguro>
5. <https://inbestia.com/analisis/rentabilidad-esperada-de-largo-plazo-vs-seguimiento-de-tendencia>
6. <https://inbestia.com/analisis/especular-o-invertir-la-etica-del-value-investing-y-otras-reflexiones-provocadoras>
7. <https://inbestia.com/analisis/la-clave-del-exito-duradero-centrate-en-los-riesgos-y-no-en-los-beneficios>
8. <https://inbestia.com/analisis/brexit-solo-los-enfoques-defensivos-sobreviven-a-largo-plazo>

