



Agencia de Valores  
Gestión

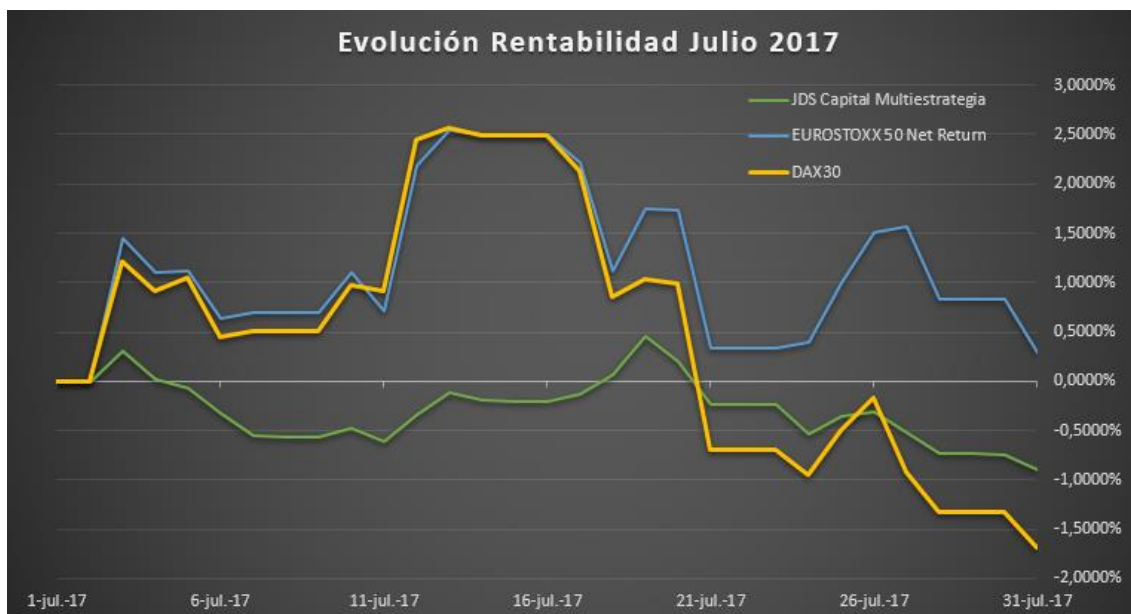
## JDS Capital Multiestrategia, F.I. Informe julio 2017.

Estimado inversor,

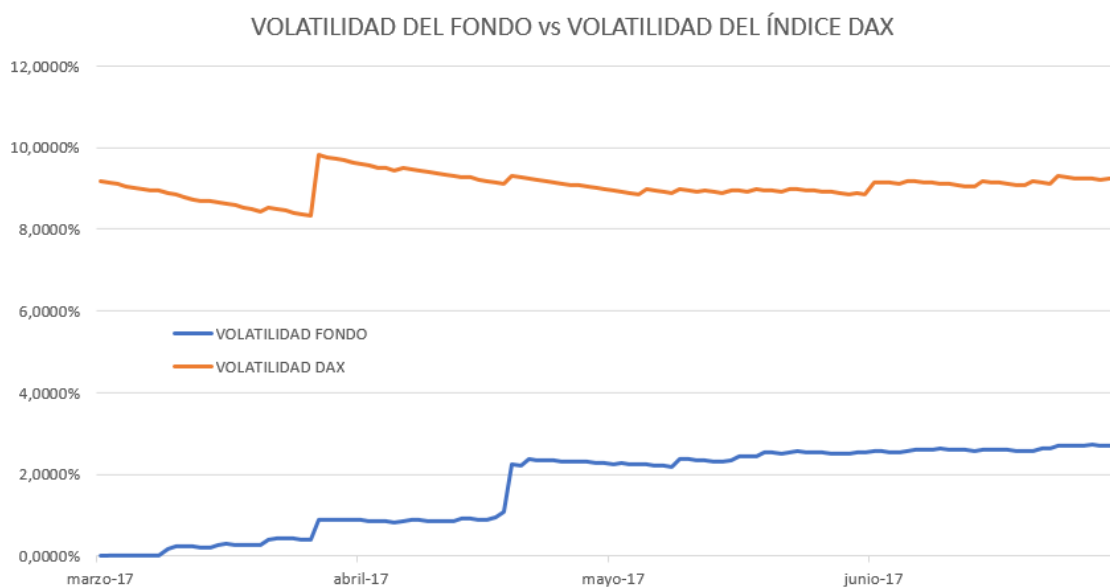
A día 31 de julio, el Valor Liquidativo (VL) del fondo se situó en los 9,836€ tras caer un 0,89% durante el mes, mientras que el DAX ha caído un 1,68%, el Eurostoxx 50 con dividendos ha subido un 0,29%, el Ibex con dividendos ha subido un 0,86%, el SP500 un 1,93% y el Nasdaq un 4,13% aunque en estos dos últimos casos debemos descontar el efecto de la caída del dólar (el euro ha subido un 3,7%). El patrimonio ha subido hasta los 9,5 millones.

Como dijimos en el informe anterior, la estrategia ha consistido principalmente en ir sumando posiciones durante la fase correctiva, que ha continuado en julio a pesar del intento de rebote de la primera mitad. Esta es la razón principal por la que no hemos sumado rentabilidad durante este mes.

En el siguiente gráfico podemos ver la evolución comparada del DAX, Eurostoxx y nuestro fondo (ambos índices incluyen dividendos). Nos comparamos con los índices de bolsa para mostrar el motivo de nuestra caída, teniendo en cuenta que estamos invertidos en bolsa en un 25% y el resto en liquidez virtualmente. Sin embargo nuestro fondo es de retorno absoluto, lo que significa que nuestro “benchmark” no son las bolsas, sino en primer lugar el umbral cero, es decir, estar en positivo, y en segundo lugar, el objetivo de un 5% medio anual. No obstante, el principal mercado del que queremos obtener esa rentabilidad es la renta variable, y por eso tiene sentido que la tengamos como referencia, sin olvidar que nuestro objetivo de volatilidad debe ser inferior, y sobre todo los *drawdowns* (rachas de pérdidas) muy inferiores.



La caída del VL se explica principalmente por el peor comportamiento del DAX, en el que tomamos posiciones durante la primera mitad del mes, y por el comportamiento de la cartera de acciones (ver más abajo), donde la caída de EDF no se ha visto compensada por ninguna subida significativa durante este mes, salvo ArcelorMittal, cuya ponderación era muy inferior a la de EDF. Con todo ello, la volatilidad del fondo apenas ha subido durante el mes y se mantiene en cotas muy bajas, en torno al 2,70%.



A todos nos gusta empezar ganando, pero es importante hacer las cosas correctamente independientemente de la evolución del mercado a corto plazo. Si las bolsas corrigen, y nuestra metodología no nos dice que sea momento de ponerse bajista, entonces debemos aceptar esa volatilidad y drawdown como parte del proceso. Nuestra exposición genérica a la bolsa europea y alemana en particular explica la mayor parte del resultado

del fondo, junto con la cartera de acciones que ha crecido durante este mes hasta llegar a un 20% de ponderación.

## Cartera del fondo y estrategia.

### Operativa y resultados del mes.

#### Opciones.

En este mes de julio nos hemos centrado en las opciones sobre el DAX, que hasta ahora no teníamos en cartera (salvo posiciones simbólicas iniciales). Mantenemos las PUTs Eurostoxx vendidas (40 PUTs 3400 y 10 PUTs 3000, ambas de vencimiento diciembre 2017), y además hemos añadido estas PUT dic-2017 11.000 puntos DAX:

4 julio. Venta de 15 Puts Dax.

7 julio. Venta de 15 Puts Dax.

12 julio. Venta de 20 Puts Dax.

14 julio. Venta de 4 Calls Nasdaq 6.200 puntos, dic-2017.

20 julio. Venta de 48 Puts Dax.

En total hemos construido una posición de **100 PUTs vendidas sobre DAX con strike 11.000 puntos y vencimiento diciembre**. Esto significa que estamos asumiendo el **compromiso de invertir un 57% del fondo a un precio de 11.000 puntos del DAX si en diciembre el mercado está por debajo**, es decir, si a final de año el mercado cierra con una caída superior al 4% en el año (después de haber llegado a ir subiendo un 12%), o lo que es lo mismo, una caída de más del 15% desde máximos del año. Dado el entorno macro en Europa, esta posibilidad nos parece poco probable, y por eso pensamos que esta posición tiene sentido, sobre todo si tenemos en cuenta que también estamos cortos en el Nasdaq, es decir, nuestra exposición neta (salvando las distancias entre DAX y Nasdaq) es menor.

Por otra parte también hay que destacar que esta posición de 100 PUTs DAX vendidas equivale a una exposición alcista del 11% sobre DAX, es decir, tiene el mismo impacto a corto plazo que un 11% del fondo invertido en el DAX. Más adelante hablamos de esto más en detalle.

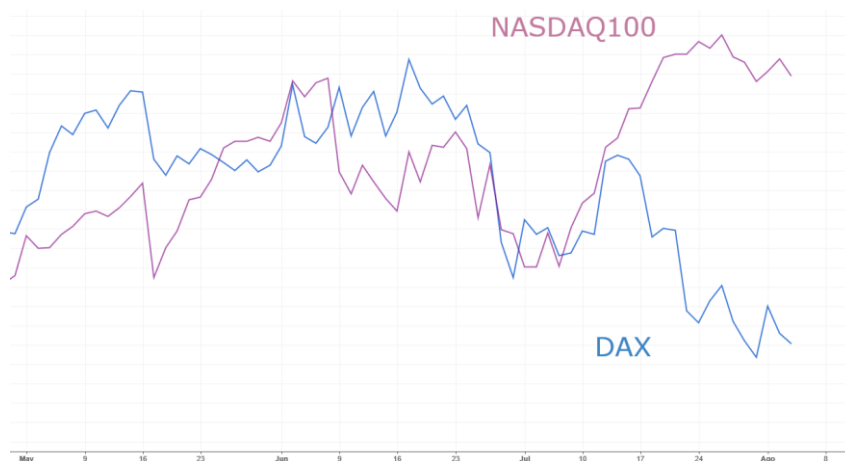


En el gráfico anterior vemos los niveles clave: 11.500 puntos, apertura del año, tras la cual subimos hasta los 12.800 puntos. Desde ahí, corrección de 700 puntos, y ahora mismo en niveles de la MM de 30 semanas, aunque con cierto margen todavía hasta la base del canal alcista. Las PUTs que tenemos vendidas son de strike 11.000 puntos, y contituyen junto con las PUTs Eurostoxx 3.400, la parte central de la cartera de opciones (en el lado largo, alcista).

Estamos en zona de construir esta cartera de PUTs vendidas, aprovechando el pequeño recorte de los mercados, el primero desde que empezamos con la operativa del fondo a principios de abril. Esto no significa que no podamos seguir cayendo a corto plazo, pero bajo la perspectiva del medio plazo, lo correcto es tomar posiciones ahora (con la salvedad del riesgo correctivo en EEUU).

Estas 100 PUTs DAX, si tenemos en cuenta la Delta que tenían a cierre de julio, **equivalen a tener una exposición alcista en el DAX del 11% del fondo**. Dicho de otra manera, el impacto que tienen sobre el Valor Liquidativo del fondo en el corto plazo viene a ser el mismo impacto que si tuviéramos un 11% del fondo invertido en un ETF o en futuros del DAX.

Como puede verse también hemos vendido unas **CALLs sobre el Nasdaq**, que se suman a las 4 PUTs 5.000 dic-17 que ya teníamos compradas. Es decir, posiciones cortas en el Nasdaq. Desde que vendimos esas CALL (14 de julio), cuyo objetivo era (y es) darle un contrapeso a la cartera, el DAX ha seguido cayendo, mientras que el Nasdaq ha recuperado su esplendor. Esa divergencia entre DAX (estamos largos) y el Nasdaq (cortos), ha sido un factor penalizante para el fondo durante el mes de julio. Nuestro timing ha sido malo, juntándose varios factores simultáneos que explican el mal comportamiento del DAX (incluso dentro de Europa).



Las **4 PUT 5000 Nasdaq** que tenemos compradas equivalen a un **2,20%** del fondo invertido en cortos sobre el Nasdaq, mientras que las **4 CALL 6.200 Nasdaq** que tenemos vendidas, equivalen a un **5,56%** del fondo invertido en cortos sobre el Nasdaq. En total tenemos pues un **7,75%** del fondo expuesto a la baja sobre el Nasdaq, y si le sumamos la exposición a través de PUTs compradas sobre Tesla, Netflix y Amazon (**0,26%** en total), llegamos a un **8% de exposición bajista sobre el Nasdaq**.

En la siguiente tabla podemos ver toda la cartera de opciones. La columna “*Ponderación equivalente contado*” nos muestra la exposición que esa posición nos da a la cartera. Por ejemplo, las 4 PUT Nasdaq 5000 vienen a ser lo mismo, en cuanto al impacto de corto plazo sobre el VL, que tener un 2,21% del fondo bajista en el Nasdaq. Esto nos permite saber, siempre de forma aproximada, cómo puede evolucionar el VL en función del mercado, y sobre todo saber cuál es la volatilidad de corto plazo que podemos esperar para el VL.

OPCIONES VENDIDAS				
opción	cantidad	ponderación equiv. contado	margen seguridad	Porcentaje teórico a comprar / vender
PUT DAX 10.000 DIC-17	2	0,08%	-17,48%	1,05%
PUT DAX 11.000 DIC-17	100	11,13%	-9,23%	57,53%
PUT EUROSTOXX 3000 DIC-17	10	0,41%	-13,03%	3,14%
PUT EUROSTOXX 3400 DIC-17	40	6,04%	-1,43%	14,22%
CALL NASDAQ 6.200 DIC-17	4	-5,56%	5,44%	-25,94%
OPCIONES COMPRADAS				
opción	cantidad	ponderación equiv. contado		
CALL EUROSTOXX BANKS 150 DIC-17	50	0,77%		
PUT AMAZON 700 DIC-17	5	-0,11%		
PUT TESLA 200 DIC-17	6	-0,09%		
PUT NETFLIX 120 DIC-17	10	-0,06%		
PUT NASDAQ 5000 DIC-17	4	-2,21%		

### **Fondos Renta Fija.**

Este mes hemos comprado dos fondos nuevos: Marchpremier Renta Fija Corto plazo y Gesconsult CP (un 8% en cada uno), y tenemos un 15% en cada uno de estos tres fondos: Carmignac Sécurité, EDR Start, G Gund Alpha. En total más del 60% del patrimonio del fondo está ahora mismo en liquidez o algo muy parecido a liquidez, a lo que hay que sumarle un 10-15% aproximadamente que tenemos también en cuenta, por lo que realmente son porcentajes de liquidez muy elevados. El resto se reparte entre la cartera de acciones y las garantías para la operativa con opciones.

Ya hemos explicado que esta elevada liquidez obedece a una doble circunstancia: en primer lugar, la prioridad de procurar acabar en positivo especialmente el primer año; y en segundo lugar, un mercado alcista en fase avanzada, y que además lleva meses sin corregir (hablo de EEUU), lo cual supone un riesgo de corto plazo. Dicho de otra manera, estamos siendo muy prudentes en los porcentajes de inversión porque queremos entrar en positivo lo antes posible, y para ello necesitamos evitar que una corrección haga caer el VL en exceso, y necesitamos disponer de liquidez que podamos invertir en caso de corrección.

### **Acciones.**

Este mes hemos subido la ponderación de Aryzta y de Applus, dos valores que ya teníamos en cartera, y hemos reducido la de EDF (en gran parte debido a la caída que ha sufrido, y que es una de las principales razones que explican el mal comportamiento del fondo este mes).

Por otra parte, hemos incorporado varios valores nuevos: Talgo, Banco Sabadell, Rite Aid, BBVA, BMW, Ferrovial, y Tractor Supply.

La ponderación total de la cartera de acciones ha subido del 15% al 20%.

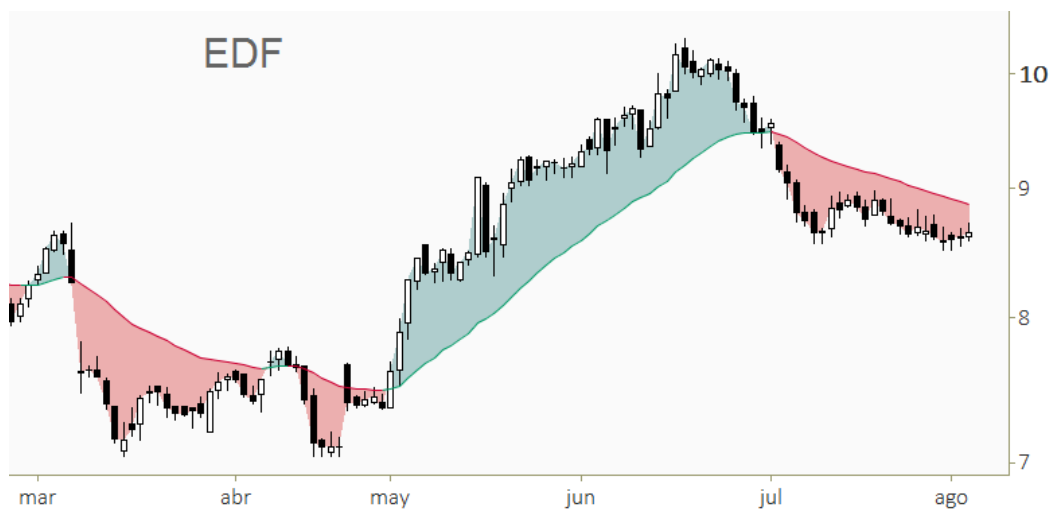
Las principales ponderaciones de la cartera son Vocento (3,7%), EDF (3,60%), Aryzta (2,27%), y Applus (1,94%).

En la siguiente tabla podemos ver la composición y ponderación de la cartera a cierre del mes de julio, y la variación que ha tenido cada valor durante el mes de julio (respecto al precio de cierre de junio) o desde la fecha en que lo compramos (en caso de ser un valor nuevo):

Valor	Ponderación	Var. % Julio	Desde compra
VOCENTO	3,73%	-0,63%	
Electricité de France S.A.	3,59%	-9,60%	
ARYZTA (CHF)	2,27%	-1,43%	
APPLUS SERVICES	1,94%	0,12%	
ARCELOR-MITTAL	1,74%	11,62%	
TUBACEX	1,38%	-1,05%	
Tractor Supply Co. (USD)	0,99%	3,52%	5,09%
BBVA	0,80%	5,31%	0,79%
BANCO SABADELL	0,79%	6,41%	1,94%
TALGO	0,77%	-7,62%	-9,18%
FERROVIAL	0,76%	-6,12%	-4,02%
BAY.MOTOREN WERKE VZO	0,70%	-6,69%	-8,74%
Rite Aid Corporation (USD)	0,49%	-24,07%	-3,03%

La tabla está ordenada de mayor a menor ponderación. Nótese que los valores nuevos están todos abajo: esto es así porque solemos entrar poco a poco, e ir añadiendo posiciones si nuestro escenario se va cumpliendo, no se nos va de precio, y le seguimos viendo potencial.

Como puede verse también, el valor que más nos ha penalizado este mes ha sido EDF, debido a la fuerte caída que ha sufrido y a la fuerte ponderación que todavía tiene en cartera. Desde finales de abril empezamos a acumular, y fuimos comprando durante toda la subida hasta principios de junio. El valor venía mostrando una destacada fortaleza, pero las declaraciones de Draghi en Portugal provocó un terremoto en los mercados, con subidas verticales en los tipos de interés que tumbaron al sector en general, y a EDF en particular (que además sufrió un sobrecoste importante en un proyecto en UK). Fue un movimiento muy vertical, que le ha llevado desde los 10€ hasta cerca de los 8,5€.



Esto ha supuesto un buen jarro de agua fría para el fondo, que sin este varapalo, habría resistido mucho mejor la debilidad del mercado europeo durante el mes de julio.

Sigue siendo un valor muy infravalorado por el mercado, y dentro de un sector (también infravalorado) que no está nada de moda (al contrario). Por eso estamos manteniendo posiciones (salvo una pequeña venta en el rebote, para reducir algo su ponderación). Nos sigue interesando mucho este valor porque pensamos que ofrece un enorme potencial alcista a medio plazo, mientras que su “*downside risk*” (riesgo bajista) es muy limitado considerando que su cotización ya incorpora el escenario negativo. Es interesante tener en mente el contexto de largo plazo del valor, que vemos en el siguiente gráfico. Tenemos un precio objetivo mínimo de 12€ para este valor, lo cual no significa que no pueda seguir cayendo a corto plazo (aunque técnicamente estamos en zona de compra).



La caída de EDF no se ha visto compensada por una subida en Vocento por ejemplo (otro valor con una ponderación alta). El mejor comportamiento ha sido ArcelorMittal, que ha subido un 11% y ponderaba un 1,74%.

En la parte baja de la tabla destacan Talgo, Ferrovial y BMW que desde que los compramos han caído un 9,18%, 4,02% y 8,74% respectivamente, y aunque son bajas ponderaciones, entre los 3 ponderan un 2,2% de la cartera. Cada uno ha caído por motivos diferentes, y aunque son buenos valores y buenas empresas con potencial, a corto plazo el comportamiento está siendo malo.

Hay que destacar que no tenemos valores super alcistas en cartera, de los que muestran largas tendencias alcistas de largo plazo, porque la gran mayoría de los valores en tendencia fuerte desde hace años son valores de baja volatilidad y de empresas de calidad que pueden disfrutar de una ventaja competitiva duradera, de unos ingresos recurrentes, etc. Durante todos estos años han estado de moda estos valores, siguiendo el lema de “*comprar excelentes empresas a precios razonables*”, entre otras cosas.

El problema es que quizá esos precios ya no están siendo razonables, sino todo lo contrario, pero como siempre, una vez puesta en marcha una dinámica, es muy difícil



pararla. Quizá sigan subiendo estos valores, pero pensamos que no merece la pena asumir ese riesgo, y por eso nuestra cartera está pensada para resistir una eventual fase correctiva en todos los segmentos de mercado que más han subido estos años.

Preferimos centrarnos en valores que vienen de reestructuraciones y que por motivos diversos han sido muy castigados por el mercado, siempre que pensemos que ese castigo (o a veces un simple “caer en el olvido”) no esté justificado. Dicho de otra manera, pensamos en el downside risk en primer lugar, fieles a la filosofía defensiva de este fondo a largo plazo. Buscamos valores cuyo riesgo bajista sea muy limitado, lo cual a veces puede suponer una penalización en el corto plazo.

Y por otro lado, dado que es un fondo de retorno absoluto long/short, no tenemos inconveniente en ponernos cortos allí donde pensamos que hay una clara sobrevaloración y el “upside risk” es limitado...aunque aquí con una salvedad: el upside risk es mucho mayor que el downside, porque como dijo Keynes, “tenemos que asegurarnos de que nuestro bolsillo pueda ser tan solvente como el mercado”. Por eso hemos tomado unas posiciones laterales-bajistas sobre el Nasdaq100 en general, y sobre Amazon, Tesla y Netflix en particular, siendo éstas últimas posiciones sobre acciones prácticamente simbólicas.

Es importante comprender la estrategia que estamos siguiendo, y por qué no está funcionando hasta ahora. Los valores que hemos comprado no solo no se han comportado bien en julio, sino que han sufrido significativamente -sin que ello cambie la situación técnica ni la expectativa sobre el valor-, y por otro lado los índices sobre los que más expuestos estamos (DAX y Eurostoxx) han sufrido más de la cuenta (en comparación con Ibex o con los índices americanos).

## Situación de mercado.

No hay techo de mercado, eso es una realidad, puesto que los índices USA siguen marcando máximos históricos. Considerando que los techos importantes de medio-largo plazo tardan meses en formarse, no tiene sentido pensar en un mercado bajista en estos momentos. Además, al margen de las fluctuaciones que van sufriendo los datos macro y las publicaciones de las empresas, el entorno sigue siendo globalmente positivo, y los flujos de fondos acompañan.

No hay techo de mercado en EEUU, y en Europa a pesar de la corrección suave en la que llevamos metidos casi tres meses, tampoco existe una figura de techo en los gráficos. De hecho, lo que tenemos es un clásico “banderín” de consolidación, que es una pauta de continuación alcista. En el gráfico del Eurostoxx net return (con dividendos incluidos) podemos ver que desde principios de mayo los precios han ido goteando a la baja, moviéndose desde el techo hasta la base del canal alcista en curso. Según esto, se acerca

el momento de ver al menos un rebote... lo cual iría en contra de la estacionalidad del VIX (subida de la volatilidad)... o no, si después de un rebote vienen caídas o sustos. En cualquier caso lo prioritario es siempre la realidad del mercado. Nótese también que el gap alcista provocado por las elecciones francesas se ha respetado, tanto en los índices normales como en los índices Total Return (con dividendos). Por lo tanto, todo está en orden por este lado.



Estamos en un mercado alcista, y lo único que debe preocuparnos ahora mismo es la posibilidad de un crack (algunos hablan de paralelismos con 1987), o más razonablemente, una crisis al estilo de las de 1997 y 1998, donde los mercados pueden caer un 20% en cuestión de dos meses. En este escenario, el objetivo es ser capaz de protegerse al menos parcialmente en esa caída, y disponer de liquidez para invertir a un 20% de máximos, siempre que sigamos sin ver un techo de mercado.

A más largo plazo, la posibilidad de una recesión y un mercado bajista en las bolsas es algo que sigue estando pendiente, y ahora mismo desde luego parece muy improbable que lo veamos en este año 2017. Pero es una sombra que seguirá planeando sobre los mercados y conviene no olvidarla ni ignorarla.

## Perspectivas (mercado y estrategia a seguir).

### No es momento de ser agresivo sin coberturas.

En agosto hemos entrado en una fase estacionalmente mala para el VIX, que suele subir. Es decir, agosto y septiembre son meses en los que la volatilidad tiende a subir, y si tenemos en cuenta que llevamos 17 meses sin una corrección del 5% en EEUU (récord en este ciclo desde 2009), es obvio que es una posibilidad que debemos tener en cuenta.

Por otra parte, pensamos que el Nasdaq ha entrado en una fase de claro exceso de optimismo, que se junta con sobrecompra de medio plazo y con unas valoraciones que sin ser de burbuja -nada que ver con el año 2000-, sí que son caras.

Juntando los dos párrafos anteriores, pensamos que tiene sentido cubrirse del riesgo de corrección utilizando el índice Nasdaq, donde el potencial alcista de fondo es limitado. Por supuesto, esto es un escenario que puede resultar equivocado si los avances en Inteligencia Artificial u otros desarrollos tecnológicos dan un salto brusco como consecuencia de alguna noticia o un gran descubrimiento, y también puede resultar ser un escenario correcto pero que al mercado le quede todavía inercia alcista. Así que debemos ser cautos.

Estos mercados caros en EEUU, y no tan caros (pero tampoco baratos en términos globales) en Europa, junto con las subidas acumuladas en 2016 y 2017 nos sugieren que no es momento de estar alcista sin coberturas o invertido al 100%. Hay varias maneras de ser defensivo, como tener liquidez y tener cortos en otros activos (pares). Nosotros hacemos las dos cosas.

### Tampoco es momento de suspender la operativa de venta de PUTs.

La posibilidad de un techo en formación sobre todo en EEUU, es lo que estamos vigilando de cara a los próximos meses / trimestres. Pero sería extremadamente prematuro hablar de principio de techo, y por lo tanto hay que mantener las ventas de PUTs OTM (que en todo caso, según el punto anterior, se contrarrestan con ventas de Calls o compras de PUTs sobre otro mercado).

### Selección de valores.

En un contexto de mercado globalmente caro, pero alcista, lo más racional es comprar valores que no están caros, principalmente porque no han subido durante los últimos años e incluso han caído, cada uno por sus propias razones. Esto requiere paciencia, pero la prioridad aquí es valorar el “*downside risk*”, es decir, qué puede ir mal y qué riesgos tiene cada empresa. Centrarnos en eso es la forma de proteger la cartera en el medio-largo plazo y de plantear compras razonables en un mercado alcista caro y en fase avanzada.

### Escenario “cisne blanco”.

Ya hablamos de ello el mes pasado: el escenario “cisne blanco” es aquel en que el cisne negro es positivo. Es decir, ocurre algo muy positivo que nadie espera.

En el contexto actual, sería una sorpresa para el consenso general que las bolsas europeas subieran un 15% o incluso un 20% de aquí a final de año, sobre todo si eso ocurre sin que EEUU le siga el ritmo. Es un escenario que llevo meses valorando, y de hecho tenemos unas pocas CALLs compradas sobre el índice Eurostoxx Banks.



Es una posibilidad que tiene claros y sombras. Entre las sombras hay que destacar la sobreponderación que tienen los grandes gestores hacia Europa (e infraponderación hacia EEUU), según la encuesta mensual de BAML (Bank of America), y el sentimiento muy positivo que hay en Europa. Esto parece que se ha venido suavizando durante los últimos dos meses, pero aun así, no termina de ser del todo favorable.

Por lo tanto, con cautela y sin menospreciar el riesgo de corrección súbita violenta en EEUU, tiene sentido apostar por el IBEX, un índice muy bancarizado, que durante todas estas semanas ha venido mostrando una fortaleza relativa muy destacada, ya que además de los bancos, Repsol y Telefónica están alcistas. Un giro al alza de Inditex, que lleva dos meses corrigiendo, sería otra ayuda muy significativa. Durante las fases correctivas es donde se detectan los futuros ganadores... y es posible que el Ibex sea uno de ellos.

En resumen, Europa sigue alcista, y nos ha proporcionado la corrección que necesitábamos para entrar, en la medida en que no consideramos que se esté formando un techo de mercado en Europa. Esta corrección es la que ha provocado que nuestro VL caiga. En cuanto el precio se despegue de la base del canal, y según se vayan produciendo señales alcistas, buscaremos más exposición preferentemente sobre el Ibex, y si la subida se va confirmando, plantearemos la posibilidad de subir exposición más allá de los niveles actuales, que se pueden considerar “de crucero”.

La novedad que queremos incorporar es que en vez de darle tanto peso al DAX, lo vamos a repartir con el Ibex además del Eurostoxx que ya tenemos. Y si seguimos subiendo la exposición, lo que queremos es cubrirla en parte, y para eso es probable que nos fijemos en los mercados americanos, que están más caros y maduros, a pesar de que los inversores llevan años esperando este escenario de recuperación europea frente a EEUU. El Nasdaq, con todo el riesgo que implica oponerse a las super-Tech, nos parece el vehículo razonable para cubrir unas mayores posiciones en Europa.

**Nota:** *próximamente entrará en funcionamiento el blog en la web de JDS Capital donde desarrollaremos análisis y estrategias que servirán de complemento a estos informes mensuales.*

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

Saludos cordiales,

**Equipo de gestión JDS Capital.**

**Pamplona, 4 de agosto de 2017.**

