

# Comentario a 21 de abril de 2026

<https://www.youtube.com/watch?v=oxKl1lidyzc>

Los mercados tuvieron un marzo muy negativo, donde Europa cayó un 10% y el MSCI World un 5%. Y están teniendo un abril muy positivo.

Parte de ese abril tan positivo viene del posicionamiento de los CTAs, los fondos que siguen tendencias, que han sido compradores netos muy fuertes en el mes de abril, así como los flujos de los inversores retail, que han empujado las bolsas. El S&P 500 lleva tres semanas consecutivas subiendo con fuerza y se encuentra, a 21 de abril en que estamos hoy, entre los periodos de tres semanas más top de los últimos 50 años. Estamos en un rebote muy fuerte. Es muy difícil que la bolsa caiga, porque a poco que cae entra mucho dinero para que recupere rápido, es lo que está sucediendo, tenemos una caída en un mes de un 5-10% y el mes siguiente ya prácticamente ha recuperado o recuperado del todo.

En marzo veíamos mucho pánico en los clientes y ahora en abril vemos mucha euforia, como siempre. Es cierto que, **en Icaria Patrimonio e Icaria Renta, todos los meses han sido buenos**, incluido marzo, que fue muy bueno en cuanto a entradas. Eso está siendo excepcional. Pero Cartera Permanente, que se asemeja más a un termómetro de cómo están los inversores, el mes de marzo fue un mes regular, después de dos años impresionantes, en los que prácticamente han entrado 100 millones de euros, que es una absoluta barbaridad. Y abril está volviendo a ser un muy buen mes. Los inversores reembolsan cuando todo cae, y compran cuando todo sube. Eso parece que nunca va a cambiar.

**Soy bastante pesimista de cara a los próximos 10 años**, pero no sólo yo, también Warren Buffett, Druckenmiller, Ray Dalio o Howard Marks. La realidad es que **las bolsas, sobre todo la americana, cotizan a múltiplos exigentes**. Es decir, están más caras de lo normal con respecto a su media histórica. Y cuando compras algo que está más caro de lo normal, lo habitual es que tengas retornos por debajo de la media. Eso es lo que nos dice la realidad, el sentido común, la estadística. De cara a los próximos 10 años, si compras algo caro, probablemente tus retornos no sean igual de buenos. Se está viendo mucho un año como este en las compañías de calidad, en las compañías quality. Están

sufriendo bastante. Fondos de primer nivel como *Seilern World Growth*, que es una de las mejores gestoras del mundo, van -10% YTD en euros. Las compañías de calidad no están atravesando su mejor momento. Venían de múltiplos muy altos y como todo tiene un precio, están teniendo una corrección que las están dejando a múltiplos bastante razonables, incluso atractivos.

Yo creo que esto **es algo que se trasladará también a los grandes índices**. Todo tiene un precio y no puede cotizar a un precio por encima de lo normal a perpetuidad, así que siempre terminan llegando las correcciones, que dejan todo en su sitio. A veces tarda más, a veces tarda menos, pero siempre terminan llegando, que es en lo que consiste el value investing, básicamente. Y es por eso, por lo que soy pesimista de cara a los grandes índices tipo S&P 500 o MSCI World. Soy más optimista de cara a las Small Caps o a determinados mercados como los emergentes, que no lo han hecho bien los últimos 20 años. Hay determinados segmentos del mercado donde hay más valor que en otros.

**¿Cómo se está preparando Icaria Patrimonio para este escenario o para cualquier otro que se pueda ver?**

Siempre he pecado de conservador. De hecho, mi libro se llama *El Inversor Conservador*. **Desde octubre, Icaria Patrimonio pasó de modo neutral a modo neutral-defensivo.** Esto quiere decir que si los mercados se disparan, subirá menos que la bolsa, pero lo hará bien, estaremos contentos. Si los mercados están laterales, Icaria Patrimonio, lo hará muy bien en relativo, mejor que las bolsas, está mejor preparado para mercados laterales. Y en un mercado bajista, con fuerza, tipo 2008, caerá mucho menos que la bolsa. Y esto es gestión de riesgos, lo que nosotros intentamos hacer siempre.

Ahora estoy más centrado en la parte dinámica del FIL, porque la cartera ya tiene un perfil con el que me siento muy cómodo, pase lo que pase. Tengo la suficiente convicción en la cartera actual para poder trabajar más la parte dinámica. Estoy mirando bastante en mercados privados, fondos de KKR, y también me gusta ir a gestoras boutique, que suelen ser muy interesantes.

**¿Qué tipo de fondos estás valorando/ para la parte de crecimiento de Icaria Patrimonio? ¿Alguno de renta variable emergente?**

Sí, tenemos renta variable emergente. Del 22% que tenemos de renta variable, un 3,5% es emergentes. Es una exposición importante, y no descarto incrementarla hasta el 5%. La renta variable emergente está en un buen punto ahora mismo, y sobre todo es una buena cobertura indirecta a caídas del dólar. Las caídas del dólar benefician mucho a la renta variable y renta fija emergente, y es el motivo por el que nosotros tenemos renta fija de mercados frontera, que va un poquito más allá de la renta fija emergente. Llevamos en lo que va de año un +4%, y estamos hablando de renta fija. Es el fondo de renta fija que mejor lo ha hecho, con mucha diferencia, porque el dólar lleva tiempo sin hacerlo bien, y eso beneficia mucho a la renta fija de mercados frontera y a la renta fija de mercados emergentes.

En lo que respecta a la estructura del FIL, **desde octubre hasta febrero hemos trabajado mucho en la liquidez de Icaria Patrimonio**, y a día de hoy es un fondo tremendamente líquido. **Podríamos poner incluso reembolsos mensuales**. La normativa de la CNMV en un fondo de *Evergreen* te dice que tienes que tener un 20% en activos líquidos, y nosotros **tenemos una cartera con un 70% de activos liquidables en un mes**. No tendremos reembolsos mensuales porque el proyecto de Icaria Patrimonio es un proyecto patrimonialista y no quiero que entre gente con expectativa de irse pronto.

**Con respecto a la caída de marzo en Icaria Patrimonio, estimo que ahora mismo, a fecha 21 de abril, ya estamos de nuevo en máximos históricos**, habiendo superado la caída de marzo. Pero es pronto para asegurarlo. En marzo, habremos tenido una caída sustancialmente menor que la del MSCI World, que cayó un 4%. Sí que nos ha perjudicado el fondo de Brevan Howard. Este fondo es el mejor que tenemos en cartera, pero para un hedge fund que es macro discrecional, es decir, invertir en base a la macro con criterio humano, lo que sucedió en marzo fue absolutamente imposible de predecir. Tú no puedes predecir que de repente Trump se levante un día con el pie torcido y te monte una guerra de la noche a la mañana. Y eso, a Brevan Howard, les cogió como un posicionamiento que les perjudicó. Así que eso nos va a lastrar bastante en marzo. De no

haber sido por Brevan Howard, estaríamos en una rentabilidad sobresaliente en relativo con el MSCI World.

Al final, esto no se trata de un mes aislado, sino de la consistencia a largo plazo. Y entra dentro de lo esperable. Creo que estaremos contentos con el resultado de marzo, espero no equivocarme, pero creo que sí.

**¿Planteas ampliar el patrimonio gestionado en Icaria Patrimonio más allá de los 100 millones, y no cerrar el fondo cuando llegue a esa cifra? También para aprovechar y acceder a más fondos top.**

Mi forma de pensar nunca irá a captar más patrimonio. Si fuese así, tendría reembolsos mensuales. El enfoque de Icaria Patrimonio no se trata de captar por captar, sino de hacer el mejor proyecto posible para todos los partícipes que estamos dentro, yo el primero. Teniendo eso en mente, si viviésemos en un mundo ideal, donde los partícipes se comportasen siempre como se están comportando estos meses, tranquilos, sin hacer ningún reembolso por ahora y entendiendo muy bien el proyecto, el fondo podría tener más de 100 millones sin problema. Pero si tenemos gente entrando y saliendo, como sucede en Cartera Permanente, prefiero cerrarlo a partir de un patrimonio límite. Prefiero cerrarlo, conocer bien a los partícipes y tener una base estable. Porque si superas los 100 millones y tienes 1.000 partícipes, es todo mucho más nervioso en los flujos de capital, y eso dificulta la gestión, la perjudica. Si empiezas a tener reembolsos en marzo y de repente tienes que vender una parte, eso perjudica al partícipe. Para mí, en todos los fondos que gestiono, el principio que rige es no perjudicar nunca al partícipe.

**Si hay inflación y recesión derivada del conflicto, ¿no serían los fondos de renta variable emergente los que más sufrirían?**

No es el escenario estándar que valoro. No tengo ni idea de lo que va a suceder con la guerra. El escenario que valoro es que los activos de riesgo cotizan a precios muy exigentes y eso, con el libro en la mano, hace cuanto menos intentar ser cauto. Entonces, ahora mismo el posicionamiento de Icaria Patrimonio ya es cauto, incluso más conservador que el de Cartera Permanente, ahora mismo.

Lo importante es que el perfil de riesgo del fondo sea el apropiado para el entorno actual, que para mí lo es. Y si la situación de subidas en las bolsas y mercados financieros se prolonga, también lo hagas bien. Eso es lo que buscamos. Para hacerlo bien, aunque las bolsas sigan subiendo durante muchos años, tienes que tener exposición a activos de riesgo. Y dentro de los segmentos de riesgo, el que tiene actualmente un mayor binomio rentabilidad-riesgo es renta variable emergente. Y el que tiene peor binomio rentabilidad-riesgo, para mí, es el S&P 500. Tenemos más renta variable emergente, small cap europeas y americanas, pero muy poco de grandes compañías.

También, siendo honesto, si hay un sell-off y todo empieza a caer a plomo, las pequeñas compañías suelen caer más que las grandes, pero hay ciertas recesiones, como la del año 2000, donde los índices cayeron más de un 50% y el segmento más value de pequeñas compañías, subió. Todo el mundo se reía de Warren Buffett, de que se le había olvidado gestionar, y cuando vino el año 2000, los índices cayeron un 50% y Berkshire Hathaway subió. Veía una entrevista de Druckenmiller, que para mí actualmente es el mejor inversor del planeta, y decía que para él, sin ninguna duda, la parte más complicada de la inversión era la parte emocional. Que lo había pasado muy mal en determinados momentos. Y si lo dice Druckenmiller, imagínate un inversor que tenga una cartera que no esté adecuada al riesgo que está dispuesto a soportar.

### **Sobre Icaria Renta y el mes de marzo, ¿tienes alguna previsión?**

Icaria Renta va a salir bien parada. Igual que decía que Icaria Patrimonio probablemente sea un notable, Icaria Renta probablemente sea un sobresaliente, porque no tuvo el impacto de Brevan Howard, que es el fondo que más pesa en Icaria Patrimonio. Icaria Renta, al ser un fondo de deuda con un perfil muy defensivo, las desviaciones respecto a lo que esperas son muy pequeñas. Por comparar, un fondo de renta fija a corto plazo en euros te cayó de media un 1,5% en marzo. Icaria Renta estará en torno a un tercio de esa caída, que es una barbaridad, porque estamos hablando de un fondo de renta fija a corto plazo.

## **¿Algún cambio significativo en los porcentajes en cuanto a cada categoría que tiene cada fondo?**

En Icaria Patrimonio hemos ido haciendo ajustes paulatinos desde octubre a febrero, que han hecho que la cartera tenga un sesgo bastante más defensivo. Todos los cambios los hemos ido comentando mes a mes. Son cambios por prudencia.

Por ejemplo, **redujimos prácticamente a cero Valvest Steady Income Fund**, que es uno de los mejores fondos que tenemos en cartera. Sigue rentando de forma excepcional, creo que **lleva 188 meses positivos**, pero el entorno macro me invita a ser prudente en un activo como el de Valvest, que es real estate comercial en Estados Unidos. Es deuda de real estate comercial, pero me invita a ser prudente y no me muevo por los resultados, me muevo por lo que creo que puede suceder. En Icaria Patrimonio hemos hecho esos ajustes a una cartera más defensiva.

Y en Icaria Renta, muy parecido. Inicialmente, nuestro objetivo iba a ser Euribor + 2,5% después de comisiones, que es tremendamente ambicioso, porque ahora mismo un fondo de renta fija a corto plazo te está dando Euribor +1%. Y estamos hablando de que esa tipología de activo cayó el triple que Icaria Renta en marzo. Ahora mismo estamos en un objetivo de Euribor +2,25%, porque el perfil es algo más defensivo de lo esperado inicialmente, por el entorno en el que estamos. Siempre prefiero pecar de conservador más que de agresivo. Dicho esto, son ajustes que ya están 100% hechos, por eso estoy tan tranquilo, la verdad.

## **¿Algún fondo que tengas en el punto de mira?**

Ahora mismo, bastantes más de 100 fondos. Tengo un dashboard con una pestaña sólo para los fondos pendientes. Estoy analizando infraestructuras, también algún que otro fondo de deuda vinculado a Working Capital y estoy analizando algún fondo de renta variable. Descarto algunos fondos porque el perfil de liquidez no me encaja, porque las respuestas que me dan no me convencen o por las comisiones que tampoco me encajan. Descarto muchos. Para que un fondo encaje en Icaria Patrimonio, las comisiones tienen que ser buenas, dentro de su categoría. No se puede comparar un fondo de Private Equity en el que el gestor se mete en la directiva para reactivar la

compañía, con un fondo de bolsa tradicional, porque no tiene nada que ver. En un fondo de bolsa, estás en tu casa, compras Nvidia y sigues en tu casa. Un fondo de Private Equity tiene un rol activista, entras dentro de la directiva y desde dentro, en el día a día, implantas cambios. Las comisiones las mido siempre de igual a igual, en cada categoría. Además, tiene que encajar el *governance*, que no vea que te puedan hacer ninguna jugada sucia, que eso puede suceder en todas las categorías. Tiene que encajar que el *track record* sea de los mejores a nivel mundial. Tienen que encajar muchísimas cosas. También que entienda al 100% el activo, que algunos de los fondos son complejos y lleva más tiempo. Pero sí, descarto todas las semanas fondos de primer nivel.

Ahora mismo tampoco me quiero precipitar, porque la parte más defensiva ya está hecha. Los cambios en la parte dinámica no son urgentes. Son algo para ir estudiando, reuniéndose, avanzando y, cuando tenga todas las piezas en la cabeza, tomar decisiones. Espero analizar todos los fondos para ver cómo se comportarían todos integrados en lo que ya tenemos, y sobre eso, tomar decisiones. Las decisiones son más lentas, por eso la parte defensiva me llevó tantos meses. **Si vienen caídas importantes en renta variable, tengo muy claro en qué fondos de renta variable aumentar**, eso es muy fácil. Pero ahora que estamos en un punto más neutro, los cambios en cartera me los tomo con más filosofía, estudio y calma.

**¿Qué opinas de tener liquidez parada para lo que pueda surgir estos meses en bolsa?**

Ahora mismo, tenemos muy poca liquidez en Icaria Renta e Icaria Patrimonio, porque tenemos muchos fondos líquidos, que son muy defensivos y que ante una hecatombe, esa sería nuestra liquidez. Con el nivel de inflación actual, tener liquidez parada no lo veo, porque es un problema. Puedes tener un 10% como máximo, pero no más. Ahora mismo, Icaria Patrimonio e Icaria Renta están en mínimos de liquidez, desde su inicio.

**¿Qué rentabilidad esperas de Icaria Patrimonio en cada uno de los escenarios?**

Muy buena pregunta. Icaria Patrimonio tiene tres modos; neutral-defensivo, neutral y neutral-ofensivo. En neutral-ofensivo, espero rentabilidades por encima del 10%. En neutral, rentabilidades del 8-9%. En neutral-defensivo, rentabilidad del 7%. Son los baremos que trabajo en mi cabeza, en base a la composición de la cartera.

Si no hay ninguna pregunta más, lo dejamos aquí. Muchas gracias a todos.

<https://t.me/IcariaPatrimonio>