

El fondo más famoso de Icaria Patrimonio

<https://icariacap.substack.com/p/el-fondo-mas-famoso-de-icaria-patrimonio>

Ganó un 20% en 2008, un 27% en 2020 y otro 20% en 2022. Luego pasó un año entero sin ganar casi nada. Las dos cosas cuentan la misma historia.

Tres crisis, tres momentos para sembrar

Hay una pregunta que hago casi siempre que alguien me presenta un fondo alternativo: **¿qué hizo en 2008?** La mayoría de los productos que hoy se venden como descorrelacionados, ni siquiera existían entonces, así que la conversación suele acabar pronto.

Con el fondo de hoy, esa pregunta no cierra la conversación. La abre. En 2008, mientras Lehman quebraba y la bolsa mundial se dejaba en torno a un 40%, **este fondo ganó un 20,4%**. En 2020, con medio planeta encerrado en casa y el S&P 500 desplomándose más de un 30% en cinco semanas, cerró el año con un +27,4%, incluyendo un +18,3% solo en marzo, que fue a la vez el mejor mes de su historia y uno de los peores de la historia del mercado. Y en 2022, el año en que bolsa y bonos cayeron a la vez y la cartera 60/40 vivió su peor ejercicio en medio siglo, hizo un +20,1%.

Tres crisis distintas, por motivos distintos, con catorce años entre la primera y la última. Y en las tres, **doble dígito positivo**. ¿Cuántos fondos en el mundo pueden enseñar esa tarjeta de visita? Te lo digo yo, se cuentan con los dedos de una mano.

Se llama **Brevan Howard Master Fund**, es el buque insignia de la gestora macro más conocida de Europa, y **desde 2025 forma parte de la cartera de Icaria Patrimonio FIL con un peso relevante, en el entorno del 5%**. Es probablemente el fondo con más nombre de todos los que tenemos. También es el más caro y el que más paciencia exige. Este artículo va de por qué, sabiendo todo eso, lo quisimos dentro igualmente.

Por qué este fondo, después de los anteriores

Quien haya seguido esta serie ya conoce algunas piezas del bloque alternativo de la cartera. El **Man Alpha Select** aporta alfa estable de selección de acciones británicas, con volatilidad baja y pocas sorpresas. El **Fulcrum Equity Dispersion** aporta convexidad sobre la volatilidad de la bolsa, esos meses de doble dígito cuando el mercado se rompe. Y los **cat bonds de FERMAT** aportan una fuente de rentabilidad a la que los mercados financieros le dan exactamente igual.

Faltan más piezas, y esta es la más clásica de todas: el macro discrecional. Un fondo cuya materia prima no son las acciones ni los huracanes, sino las economías enteras. Tipos de interés, divisas, inflación, bancos centrales. La gracia de esta categoría es que sus crisis buenas no son solo las crisis de bolsa. En 2022 no hubo pánico bursátil al estilo 2008, hubo un cambio de régimen monetario, y ahí el Fulcrum hizo un +14,1% pero este fondo hizo un +20,1%, sencillamente porque ese es su terreno; los tipos de interés y las divisas. Cada pieza cubre un escenario, y el escenario del macro es el más amplio de todos.

Eso, cuando sale bien. Porque el macro discrecional tiene también su talón de Aquiles particular, y conviene decirlo desde el principio. **Cuando el mundo está tranquilo y los bancos centrales no se mueven, puede pasarse años enteros sin ganar dinero.** Este fondo lo ha demostrado en las dos direcciones, y esa es la historia que vamos a repasar.

De 40.000 millones a 6.000, y vuelta

Brevan Howard se fundó en 2002, cuando Alan Howard, entonces jefe global de prop trading de tipos en Credit Suisse First Boston, se marchó con cuatro compañeros de mesa para montar su propia gestora. El Master Fund arrancó en abril de 2003 con un respaldo inicial de la banca privada de Credit Suisse, y durante los siguientes diez años construyó uno de los mejores historiales del mundo: +25,2% en 2007, +20,4% en 2008, +18,7% en 2009.

El dinero llegó en masa. En 2012 el fondo cerró la puerta a nuevos inversores con unos 25.000 millones de dólares dentro, y en octubre de 2013 la firma tocó techo en 40.000

millones, el mayor hedge fund de Europa en aquel momento. Y justo ahí empezó la parte de la historia que casi nadie cuenta cuando habla de Brevan Howard.

Vinieron los años de la expansión cuantitativa. Tipos a cero en todo el mundo desarrollado, bancos centrales comprando bonos, volatilidad aplastada. Para un fondo que vive de los movimientos de tipos y divisas, aquello fue un desierto. Nada dramático en magnitud, pero sí en duración; cinco años, de 2013 a 2017, en los que el partícipe acumulado no ganó absolutamente nada. Los inversores institucionales, que perdonan mal el aburrimiento, se fueron por donde habían venido. De 40.000 millones se pasó a 18.000 en 2016 y a unos 6.000 en 2018. La firma despidió a un 10% de su plantilla en 2015. Chris Rokos, el trader estrella y cofundador, se había ido en 2012 y montó su propia gestora.

Y entonces el mundo volvió a moverse. En 2019 Alan Howard cedió el puesto de consejero delegado a Aron Landy, el que había sido director de riesgos desde 2003, para centrarse en lo suyo, que era operar. En 2020 llegó la pandemia y el fondo firmó el mejor año de su historia, +27,4%. En 2022 llegó la mayor subida de tipos en cuarenta años y firmó un +20,1%. El dinero institucional, que tiene mala memoria pero buenos reflejos, volvió en masa otra vez.

La firma de hoy, eso sí, ha crecido mucho desde 2008. Tiene más de mil empleados, ocho oficinas y su mayor centro de riesgo ya no está en Londres sino en Abu Dhabi, donde trabajan unas 150 personas (entre ellas Trifon Natsis, uno de los cofundadores) y desde donde se gestiona aproximadamente un tercio de los activos. En agosto de 2025, Lunate, una firma de inversión de Abu Dhabi vinculada al fondo soberano ADQ, compró una participación minoritaria de la gestora y comprometió 2.000 millones de dólares para una nueva plataforma de inversión conjunta, algo rarísimo en esta industria dado que los hedge funds casi nunca venden trozos de sí mismos. Y Alan Howard, por su parte, dejó de operar capital significativo de la firma hace ya años, se mudó a Suiza en 2025, y hoy dedica buena parte de su energía al negocio de activos digitales de la casa, Brevan Howard Digital (que también tiene su hueco en el Master Fund), que gestiona miles de millones en crypto y que, por cierto, se dejó un 30% en 2025, su peor año desde el lanzamiento.

¿Por qué cuento todo esto con tanto detalle? Porque la historia de esta casa es la mejor descripción del producto que vas a leer. Un fondo macro discrecional es

precisamente esto y hay que entenderlo. Años gloriosos cuando el régimen económico se rompe, años grises cuando no pasa nada, y la pregunta permanente de si la organización sobrevive a los años grises. Brevan Howard ya demostró una vez que sobrevive. Es de las pocas cosas que solo se pueden demostrar pasando por ello.

El Equipo

Aquí hay una diferencia importante con los fondos anteriores de la serie. En el Man Alpha Select compras a dos gestores concretos, Judge y Long. En el Fulcrum compras a Crewe y a Tola. En Brevan Howard no compras a nadie en particular, compras un sistema. Y esto sin duda diluye los riesgos. Un sistema de los más top del mundo convierte al fondo en más regular, no va a ser nunca el primero, no va a ser nunca el último pero sí será más consistente y con menor dispersión de resultados. ¿Os suena no? Filosofía de la que llevo hablando casi una década, diversificación en estado puro, en este caso del equipo de gestión.

El Master Fund reparte el capital entre 10 y 15 traders senior, cada uno con su mandato, su especialidad y sus límites de riesgo, más asignaciones a algunas estrategias internas de la casa. Por detrás hay más de 25 responsables de riesgo, un equipo de 23 economistas y estrategias dirigido por Jason Cummins (jefe de análisis y economista jefe para Estados Unidos), y una infraestructura de más de mil personas. Cada trader tiene un gestor de riesgo asignado que no le reporta a él, sino a la firma. Si un libro se desvía de sus parámetros, el freno no lo pisa el trader; se lo pisan.

Esta estructura tiene una consecuencia que me parece el argumento más sólido a favor del fondo, y no es de rentabilidad. Brevan Howard ha demostrado que no depende de ningún nombre propio, ni siquiera del que figura en la puerta. Rokos montó su propia gestora en 2012, y Alan Howard cedió la gestión ejecutiva en 2019 y hace años que no opera capital relevante de la firma. ¿Y qué pasó después? Que el fondo firmó su mejor año (2020) y uno de los mejores (2022) con el fundador ya en segunda fila. Pocas veces se puede comprobar con esa claridad que lo que compras es el proceso y la cultura de riesgo, no la inspiración de una persona. En una industria donde la mayoría de fondos son la sombra alargada de un solo cerebro, aquí el riesgo de hombre clave prácticamente ha desaparecido. Y la exigencia interna sigue siendo la de siempre: el que no rinde, sale.

Y el relevo no ha habido que ficharlo fuera, porque llevaba años criándose dentro. **Fash Golchin**, en Brevan desde 2011, gestionó desde 2018 su propio fondo en el grupo (un 9,9% anualizado y un +17,7% en 2025, un año en que el Master flojeó) y en 2026 ha sido ascendido a gestor principal del Master Fund, con la mayor asignación de capital del vehículo. **Rishi Shah**, en la casa desde 2010, firmó en 2020 uno de los resultados más salvajes que se recuerdan en el sector, cerca de un +99% en su fondo de tipos americanos el año del Covid, y hoy sigue gestionando en la firma. **Trifon Natsis**, cofundador, continúa al pie del cañón en Abu Dhabi veinticuatro años después. **Gestores de primer nivel, formados durante quince o veinte años en la misma cultura de riesgo, y ahora concentrados en el buque insignia.** Mi lectura es que sigue siendo la misma casa, con los mismos métodos y la misma disciplina, pero con el resultado repartido entre más manos y menos dependiente del acierto de una sola.

En Brevan Howard no compras a un gestor estrella. Compras la máquina que ha funcionado a lo largo de décadas

Qué hace este fondo

Global macro suena grandilocuente, pero la idea de fondo es sencilla de contar. **Estos traders no analizan empresas; analizan economías.** Miran la inflación, el empleo, lo que van a hacer los bancos centrales, las elecciones, la geopolítica. Y luego se hacen una sola pregunta: ¿qué está descontando el mercado, y en qué se puede estar equivocando? Cuando encuentran una respuesta convincente, construyen una posición para explotarla, sobre todo en tipos de interés y divisas, que son los mercados más grandes y líquidos del mundo, con algo de bolsa, crédito, materias primas y activos digitales en los márgenes.

La palabra clave, y esta sí que vale la pena retener, es asimetría. La casa insiste en ella en todas sus conferencias, y el historial dice que va en serio. **Buscan operaciones donde lo que se puede ganar sea un múltiplo de lo que se puede perder.** A veces eso se consigue con opciones (pagas una prima pequeña por un billete que multiplica si el escenario improbable ocurre), y a veces con disciplina pura de stop-loss: si la posición va en contra, se corta rápido y se pierde poco; si va a favor, se deja correr. Por eso el perfil de resultados del fondo es tan característico. Muchos meses pequeños, planos o

ligeramente negativos, que son el coste de mantener las apuestas abiertas, y de vez en cuando un mes o un año enorme, cuando uno de esos escenarios improbables se hace realidad.

Un ejemplo real ayuda a entenderlo. **Enero de 2008**, la Reserva Federal, con el mercado desmoronándose, recorta tipos de urgencia un 0,75% en una sola mañana, el mayor recorte de golpe en más de dos décadas. El Master Fund **cerró ese mes con un +9,9%**, el mejor enero de su historia. **Marzo de 2020**, la misma película con otro protagonista. La Fed baja los tipos del 1,75% a cero en dos semanas y **el fondo hace un +18,3% en el mes**. El patrón es siempre el mismo, y es el que la propia casa describe como su oficio. Identificar escenarios que el mercado descuenta mal, pagar poco por tener exposición a ellos, y cobrar mucho cuando el escenario improbable se presenta. Cuando un banco central se ve obligado a moverse deprisa y con pánico, este fondo lleva dos décadas apareciendo en el lado correcto de la mesa.

¿Y ahora mismo, cómo está posicionada la cartera? No lo sabemos posición a posición (esto no es un UCITS con ficha mensual), pero con los informes de riesgo y las conversaciones con la gestora **tenemos una idea más que suficiente para entender por qué encaja tan bien en Icaria Patrimonio**. En el informe de riesgo de mayo de 2026, la propia gestora estima qué le pasaría a la cartera actual si se repitieran tal cual distintos episodios históricos.

¿Resultado?

En un escenario tipo Lehman, la cartera ganaría un 23,6%.

En un escenario Covid, un 26,0%.

En la crisis del euro de 2011, un 6,7%.

Y en el Brexit de 2016, un 7,4%.

Léelo otra vez, no son las pérdidas estimadas en una crisis, son las ganancias. De los nueve episodios que estresa el informe, solo uno (el taper tantrum de 2013) daría pérdida, y es un -1,6%. **La cartera está estructuralmente comprada de seguro contra accidentes**. Eso sí, la dosis de seguro no es fija: el mismo ejercicio, a principios de 2025,

estimaba un +66,9% en el escenario Lehman. La cartera de hoy lleva bastante menos carga que la de entonces, y enseguida veremos por qué. Poca pérdida esperable en el día a día, ganancia potencial (mayor o menor según el momento) en el desastre.

El mismo informe permite radiografiar la cartera de hoy. **El riesgo estadístico diario** (el VaR, esa pérdida que solo debería superarse uno de cada veinte días) **es del 0,33% del patrimonio**: 33 céntimos por cada 100 dólares. Se reparte entre tipos de interés (un 27% del riesgo), volatilidad (23%), bolsa (21%), divisas (17%), materias primas (10%) y una pizca de crédito. El fondo está hoy ligeramente corto de dólar (un -16% del patrimonio en delta), tiene un 16% neto en bolsa, apenas un 1% en activos digitales, y mantiene la que quizá sea la apuesta más famosa de la casa: estar corto del dólar de Hong Kong contra su anclaje, una posición cuya pérdida máxima el propio informe acota en un -1,3% del fondo y cuyo premio, si el anclaje saltara algún día, sería un múltiplo de eso. Asimetría, otra vez.

Y hay un número en ese informe que le pone cifra exacta a la diversificación del equipo de la que hablaba antes. **Si sumas el riesgo individual de los traders uno a uno, sale un 1,04% del patrimonio. El riesgo del fondo completo, sin embargo, es ese 0,33%**: tres veces menos. Como las apuestas de los traders no van todas en la misma dirección, el riesgo del conjunto queda en un tercio de la suma de las partes. Esa diferencia es, literalmente, la diversificación convertida en número. La otra cara también conviene saberla. El capital no está repartido en porciones iguales. Los tres mayores traders concentran el 42% del capital ajustado, y los diez mayores, el 74%. Multi-trader, sí; infinito, no. Los pesos pesados marcan el resultado, y por eso importa tanto quienes son.

Brevan Howard Master Fund Limited Risk Report

As at close of business on 29 May 2026

Performance Summary

YEAR	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC	YTD
2003				0.31	3.95	2.75	-1.77	-2.92	2.62	-1.75	-0.51	2.09	4.62
2004	2.76	0.56	2.70	2.41	0.68	1.66	1.01	-0.25	-0.53	1.29	1.11	0.38	14.62
2005	0.56	-0.01	2.31	-0.10	1.37	1.42	-0.31	0.85	2.33	-2.52	0.20	1.77	8.03
2006	3.68	1.79	2.98	2.86	-2.75	0.93	1.50	-1.96	0.30	1.00	0.59	-0.15	11.10
2007	1.99	0.74	1.13	0.89	0.15	2.32	2.60	3.16	5.97	0.15	2.97	0.77	25.21
2008	9.89	6.70	-2.79	-2.46	0.78	2.78	1.16	0.78	-3.16	2.78	3.76	-0.70	20.43
2009	5.11	3.07	1.18	0.09	3.24	-0.90	1.42	0.73	1.57	1.10	0.38	0.39	18.65
2010	-0.25	-1.51	0.05	1.47	0.33	1.39	-2.00	1.22	1.48	-0.32	-0.31	-0.48	1.01
2011	0.66	0.51	0.75	0.52	0.56	-0.57	2.21	6.19	0.40	-0.75	1.68	-0.46	12.15
2012	0.90	0.24	-0.39	-0.43	-1.76	-2.22	2.37	1.03	1.98	-0.36	0.92	1.68	3.93
2013	1.02	2.32	0.25	3.50	-0.09	-3.09	-0.82	-1.54	0.03	-0.54	1.35	0.42	2.68
2014	-1.35	-1.14	-0.43	-1.07	-0.25	-0.24	0.75	-0.12	4.40	-2.00	0.92	-0.12	-0.79
2015	3.33	-0.61	0.38	-1.30	0.95	-1.06	0.33	-0.96	-0.72	-0.68	2.44	-3.88	-1.96
2016	0.50	0.58	-1.98	-0.86	-0.29	0.94	-1.17	-0.20	-0.89	0.78	5.57	0.22	3.03
2017	-1.49	2.01	-2.91	-0.72	-0.70	-1.47	1.44	0.10	-0.88	-0.93	0.10	-0.00	-5.40
2018	2.42	-0.50	-1.65	0.96	7.92	-0.67	0.82	0.80	0.04	1.23	0.29	0.38	12.40
2019	0.60	-0.80	2.42	-0.56	3.49	3.90	-0.73	1.05	-1.97	0.57	-1.23	1.61	8.49
2020	-1.34	5.34	18.32	0.16	-0.90	-0.64	1.75	0.87	-1.21	-0.10	0.67	3.04	27.41
2021	1.13	0.22	0.76	0.12	0.18	-1.58	-0.47	0.86	0.30	0.15	-0.09	0.49	2.09
2022	0.77	1.74	5.36	3.79	1.07	0.73	0.10	2.71	2.07	-0.55	-1.14	1.99	20.11
2023	1.26	-0.41	-4.18	-0.94	-1.60	-0.22	0.87	0.29	1.04	0.86	-0.42	1.70	-1.89
2024	0.24	-3.18	0.87	-1.08	0.74	0.89	0.43	-0.61	5.13	-3.11	6.84	-1.67	5.14
2025	-2.89	-1.60	-1.33	4.58	-0.74	1.51	-1.84	1.15	1.66	0.60	-0.47	0.29	0.70
2026	4.45	1.35	-6.46	2.97	2.32								4.32



Performance Metrics¹

BHFL CLASS A USD SHARES	
MTD (%)	2.32%
QTD (%)	5.36%
YTD (%)	4.32%
12M (%)	7.34%
LTD² (%)	509.23%
ARR³ (%)	8.11%
Risk⁴ (%)	6.35%
Sharpe⁵ (X)	0.95

PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS
Data as at 29 May 2026. Data for May 2026, QTD and YTD is calculated by Brevan Howard Investment Management Limited ("BHIM"), on the basis of estimated performance data from State Street Fund Services (Ireland) Limited ("SSFS").

Performance Graph

Brevan Howard Fund Limited ("BHFL") Class A USD Shares¹ - NAV Per Share and Monthly Change



PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS
Data as at 29 May 2026. Data for May 2026 is calculated by BHIM, on the basis of estimated performance data from SSFS.

BREVAN HOWARD

Risk

Securities Leverage

RATIO OF ABSOLUTE VALUE OF SECURITIES¹ TO NAV

*excluding derivatives and securities held by the Fund in underlying funds managed by Brevan Howard

DV01 Summary (Change in Fund NAV for a 0.01% rise in rates)²

CCY	EUR	USD	JPY	GBP	Other	Total
0.00%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%
0.00%	-0.00%	-0.00%	-0.00%	-0.00%	-0.00%	-0.00%
0.00%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%
0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%
0.01%	-0.03%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.03%

Total Exposure (% NAV)

EQUITY VEGA³	0.4%
IR VEGA⁴	0.1%
FX VEGA⁵	1.0%

Credit Stress Scenario (Impact as a % of NAV)⁶

CCY	CREDIT SPREAD +10%
EUR	0.02%
USD	-0.00%
Other	-0.01%
Total	0.02%

Net FX Delta Exposure (% NAV)⁸

REGION (EX-HKD)	DELTA
Asia	19%
Europe	-11%
Other	9%
USD	-16%

Historical Stress Scenarios (% NAV)⁹

SCENARIO	PERIOD	IMPACT
Lehman	15/09/08 - 20/11/08	23.6%
European Sovereign Crisis	22/07/11 - 08/08/11	6.7%
Taper Tantrum	23/05/13 - 24/06/13	-1.6%
Jackson Hole Aug 2014	25/08/14 - 30/09/14	1.2%
European QE 2015	02/01/15 - 13/03/15	2.4%
China 2015	31/07/15 - 30/09/15	4.9%
Brexit 2016	23/06/16 - 27/06/16	7.4%
Covid-19 Pandemic	19/02/20 - 23/03/20	26.0%
Trump Election	07/11/16 - 15/12/16	3.9%

Stress Scenario (%NAV)⁹	Direction	Worst Loss
HKD worst loss from -20% to +20%	Locally Short	-1.3%

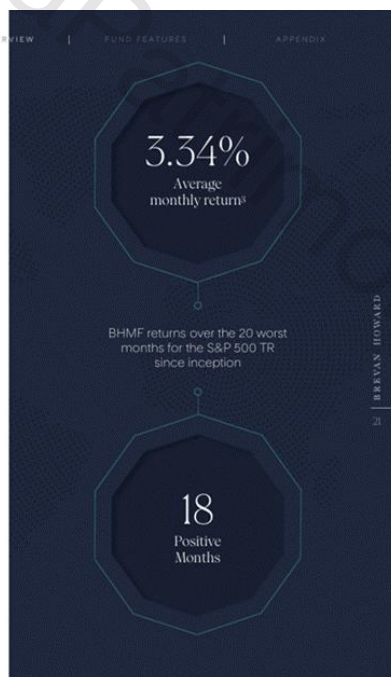
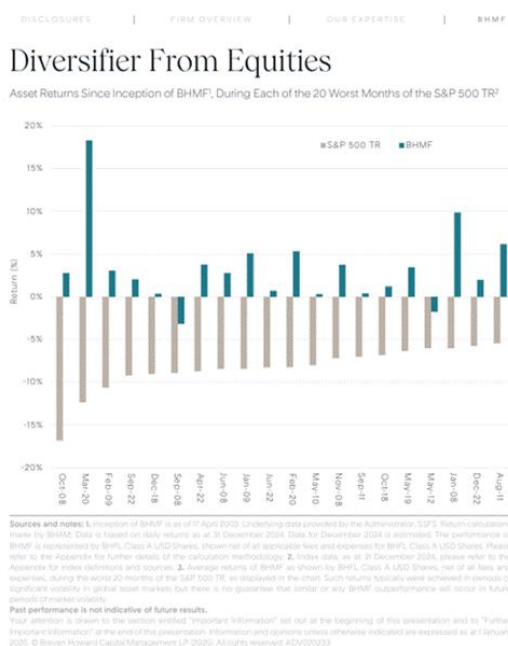
Sources and notes: Performance Data: Unless otherwise indicated, monthly return data is provided by the fund's administrator, SSFS. Return, assets, performance metric and performance chart data calculations estimated by BHIM. Risk Exposure Data: BHIM 1. Performance data for BHFL USD Class A Shares in this document is presented net of all investment management fees (being (i) from inception until 31 December 2018, 2% annual management fee and 20% performance fee, (ii) from 1 January 2019 until 31 January 2022, 15% annual management fee and 20% performance fee, and (iii) from 1 February 2022 onwards, 2% annual management fee and 20% performance fee) and all other fees and expenses payable by BHFL and BHIM. An operational services fee was payable at the master fund level, being (i) 0.3% from 1 February 2005 to 31 January 2008 and (ii) 0.5% from 1 February 2008 to 31 January 2022. This fee was removed from 01 February 2022. Inception date of USD Class A Shares of BHFL is 17 April 2003. BHFL USD Class A is the longest running share class of BHFL. BHFL is the longest running feeder fund of BHMF. 2. Since inception (17 April 2003). 3. ARR: Annualised Rate of Return, since inception. 4. Risk: Annualised standard deviation of returns based on daily data estimated by BHIM, since inception. 5. Sharpe: Annualised excess return over Federal Funds target rate / annualised standard deviation of excess returns (based on daily data estimated by BHIM), since inception. 6. Figures are rounded to the nearest whole number. Therefore in some instances the total may not equal 100% or 0% (as applicable). 7. Exposure expressed as weighted sum of exposure on 3m, 2y and 10y risk buckets. Tenors of 1m or less are excluded from this analysis. 8. Change in BHMF NAV for an absolute 10% rise in implied normal yield volatility. 9. Change in BHMF NAV for an absolute 1% rise in implied volatility. 10. The historical stress scenarios are calculated by defining the market changes that are broadly equivalent to those experienced during the historical scenario period, then applying those changes to the current portfolio and determining the resulting profit or loss on a gross basis. It is assumed that no changes are made to the positions in the portfolio during the stress scenario period. The results of historical stress scenarios will depend on whether the portfolio is exposed to the markets that moved substantially during that period. 11. The credit stress scenario is calculated by defining the market changes, then applying those changes to the current portfolio and determining the resulting profit or loss on a gross basis. It is assumed that no changes are made to the positions in the portfolio. The market changes defined in the Credit Stress Scenario stress test are relative shocks to the credit spread of +10% of spread across various currencies. 12. The HKD stress scenario is calculated by applying discrete shocks of -20%, -10%, -5%, -3%, -1%, +1%, +3%, +5%, +10% and +20% to the HKDUSD exchange rate. The market changes are then applied to the current portfolio to determine the resulting profit or loss on a gross basis. It is assumed that no changes are made to the positions in the portfolio during the stress scenario period. Locally Short = short HKD / long USD. Locally Long = long HKD / short USD. Note: Brevan Howard measures leverage according to three calculation methodologies: (i) the "Gross Method" (as required under the EU Alternative Investment Fund Managers Directive ("AIFMD")), (ii) the "Commitment Method" (as required under the AIFMD) and (iii) its own leverage calculation methodology (the "Manager's Method"). For further information, please see the BHMF AIFMD Leverage Report. Data for the Fund's investment in BH Digital Liquid Directional Fund Limited ("DLDF") and any funds DLDF invests in, plus the Fund's investment in BH Digital Investments 30 LP, are reported as at the latest date available. Private and confidential. Not for publication. Your attention is drawn to the important legal information and disclaimer set out at the end of this document. © Brevan Howard Capital Management LP 2026. All rights reserved.

Fuente: informe de riesgo mensual de Brevan Howard, 29 de mayo de 2026.

El historial oficial, neto de comisiones, dice lo siguiente: **desde abril de 2003 hasta el 29 de mayo de 2026, un 8,11% anualizado, con una volatilidad del 6,35% y un Sharpe de 0,95** (a cierre de 2024 eran un 8,42%, un 6,14% y un 1,06; el 2025 plano y el arranque agitado de 2026 han limado las tres cifras). El acumulado desde el lanzamiento es del +509%. Dicho de otro modo: 100 dólares invertidos en 2003 son hoy unos 609, después de todas las comisiones, que como veremos no son pequeñas.

La comparación con los índices pone el número en su sitio. **El S&P 500 ha dado más desde 2003** (un 11,4% anualizado, con los datos comparativos que publica la gestora a cierre de 2024), **pero con el triple de volatilidad (18,9%) y una caída máxima del 51%, frente al 10% de caída máxima que ha llegado a sufrir este fondo en sus peores momentos**. Los bonos globales, que serían su comparable natural por volatilidad, dieron un 3,1% anualizado. **El fondo no compite con la bolsa; compite con la renta fija como pieza estabilizadora de una cartera**, y a eso le ha sacado cinco puntos anuales durante dos décadas. La correlación con la bolsa mundial desde el inicio es de -0,13, y con los bonos globales, de 0,03. Cero, en la práctica.

Pero el dato que a mí me parece la verdadera tarjeta de presentación del fondo es otro, y la gestora lo destaca con razón:

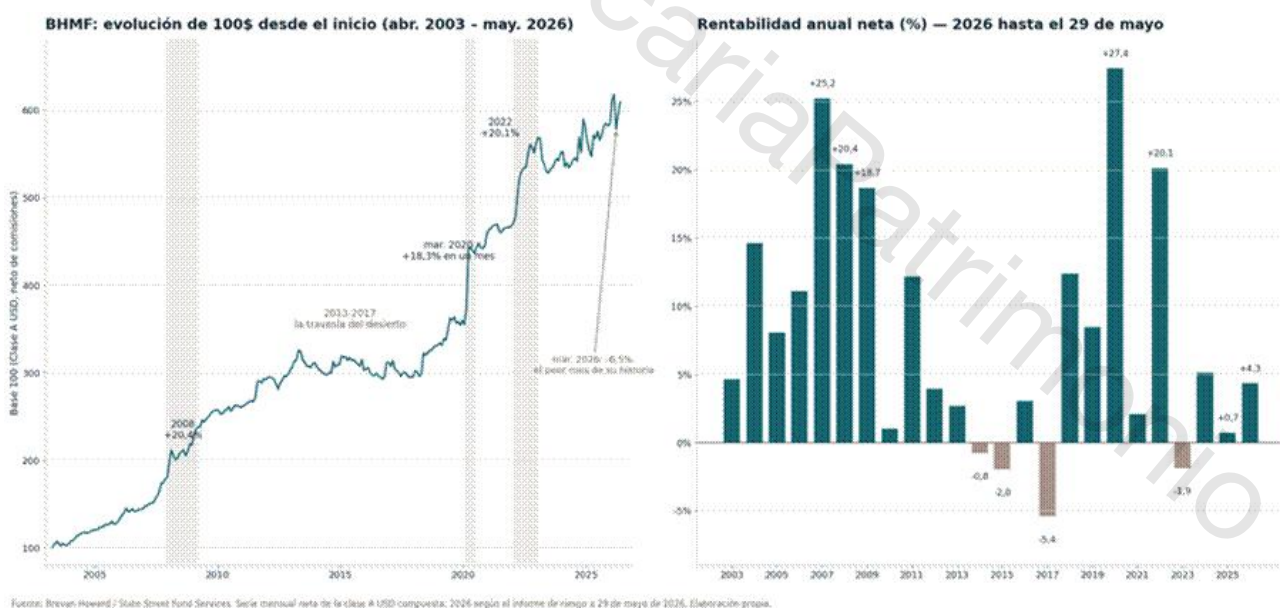


Rentabilidad del BHM en cada uno de los 20 peores meses del S&P 500 desde 2003. Media del +3,34% mensual y 18 de 20 meses en positivo. Fuente: presentación de Brevan Howard.

En los 20 peores meses de la bolsa americana desde 2003, este fondo acabó en positivo 18 veces, con una media del +3,3% mensual.

Piénsalo un momento. Los 20 peores meses del S&P 500 en 22 años incluyen octubre de 2008, marzo de 2020, buena parte de 2022. Son exactamente los meses en los que tu cartera de bolsa está sangrando y en los que la mayoría de supuestos diversificadores descubren que no diversificaban. Este fondo, en esos 20 meses concretos, ganó dinero en 18, con picos del +18,3%. No conozco muchas series de datos más convincentes para el papel de una pieza en una cartera.

Y ahora la parte que la presentación no subraya tanto, y que yo sí quiero subrayar. Entre 2010 y 2019, el fondo anualizó un 3,4%. Y dentro de ese periodo, los cinco años de 2013 a 2017 fueron directamente un cero acumulado (ligeramente negativo, de hecho). El gráfico siguiente, que he montado con la serie mensual oficial, actualizada con el informe de riesgo de mayo de 2026, muestra las dos caras de la moneda. La línea que sube con escalones violentos en cada crisis, y la larga meseta central donde no pasó nada durante años.



Fuente: Brevan Howard / State Street, informe de riesgo a 29 de mayo de 2026. Elaboración propia.

Esa meseta no fue un accidente ni un error del equipo; fue el entorno. Sin movimientos de tipos no hay materia prima, y con la volatilidad aplastada por los bancos centrales, los billetes de lotería que compra este fondo caducaban sin premio mes tras mes. Quien compre este fondo tiene que comprar las dos caras. No existe la versión que gana un

20% en 2008 y además compone alegremente en los años tranquilos. Si existiera, no te la venderían.

El año en números

¿Y 2026? El año está siendo, en pequeño, un resumen de todo este artículo. Enero cerró en +4,45%, su mejor enero desde 2009, con la incertidumbre de tipos y la geopolítica dándole por fin material, y febrero sumó otro +1,35%. En marzo llegó el golpe: un -6,46%, el peor mes de la historia del fondo, por delante del -4,18% de marzo de 2023. Tras reunirnos con la gestora y contrastarlo con lo que se publicó aquellas semanas, la explicación es bastante clara. El fondo, como buena parte del macro mundial, llegó a marzo posicionado para un escenario de enfriamiento e inflación a la baja, es decir, para bajadas de tipos. Y pasó exactamente lo contrario. La escalada de la guerra en Oriente Medio disparó el petróleo, el miedo a la inflación volvió de golpe y el mercado pasó en cuestión de días de descontar bajadas a coquetear con subidas, sobre todo en Reino Unido y Europa. Los libros de tipos, el negocio histórico de la casa, perdieron más de cuatro puntos en el trimestre. Y no fue un problema exclusivo de Brevan. Según Bloomberg, fue el peor mes para los grandes fondos macro en años, con pérdidas serias en varias de las mayores gestoras del mundo.

Y aquí está la lectura que a mí me parece más valiosa. **Al fondo le tocó el escenario exactamente opuesto al que tenía en cartera, sufrió su peor mes en 23 años, y aun así llega a finales de mayo ganando un 4,32% en el año.** Eso no es suerte; es disciplina de pérdidas funcionando en tiempo real.

De mis lecturas y reuniones me quedo con dos detalles más. El primero, de dónde está saliendo la rentabilidad en 2026: de la bolsa. La pata de renta variable aporta 6,75 puntos de rentabilidad en el año (dos tercios de las ganancias de mayo vinieron de posiciones direccionales en Estados Unidos, y el resto de Asia), mientras los tipos van en negativo. Que un fondo con fama de tipos y divisas esté sacando el año por la bolsa dice dos cosas; que el modelo multi-trader tiene más patas de las que sugiere la etiqueta, y que el gran acierto macro de tipos sigue sin aparecer. El segundo detalle relevante es que **el fondo opera ahora mismo con el VaR en la parte baja de toda su serie desde 2008. Después del marzo que ha pasado, en Brevan están en modo prudente.**

Cómo encaja en una cartera

En Icaria Patrimonio, el Brevan Howard Master Fund pesa sobre un 5%, la posición más grande del bloque alternativo, y entró en 2025. No fue casualidad el cuándo, llegamos después del año flojo, no después del brillante. Con un fondo así, el momento de entrada psicológicamente cómodo (justo después de un 2020 o un 2022) suele ser el peor, porque lo que sigue a la rentabilidad elevada es, con frecuencia, los años de rentabilidades planas. Preferimos comprarlo aburrido.

Para Icaria es la pieza que puede ganar mucho en una crisis macro, que es un conjunto más amplio que las crisis de bolsa. **El Fulcrum nos cubre la ruptura violenta del mercado de acciones. Los cat bonds no se enteran de nada de lo que pase en los mercados. El Man Alpha rasca su alfa en cualquier entorno razonable. Brevan Howard cubre el escenario que ninguno de los anteriores captura del todo:** el accidente de tipos, de divisas, de deuda soberana, de inflación. El 2022, para entendernos. O el próximo susto fiscal que algún día darán Estados Unidos, Japón o quien toque. Mientras ese día no llega, esperamos de él poco más que aburrimiento, y si llega, esperamos que haga lo que lleva 23 años haciendo.

¿Para quién no es este fondo, o su versión cotizada? Para quien mire la rentabilidad de su cartera cada mes y compare con el S&P, porque va a sufrir sin motivo.

Para quien sí tiene sentido es para el patrimonio ya construido que quiere descorrelación de verdad con capacidad de respuesta en crisis, y que puede permitirse inmovilizar ese dinero.

Y el aviso final de siempre, que en este caso tiene una variante específica. El error clásico con los fondos macro no es comprarlos caros; es venderlos aburridos. El partícipe que compró esto en enero de 2023, recién visto el +20% de 2022, ha vivido un -1,9%, un +5,1% y un +0,7%. Tres años de nada. La tentación de venderlo hoy es máxima, y sería exactamente el movimiento que el historial castiga. Los años grandes de este fondo han llegado siempre sin avisar, de un trimestre para otro, y quien no estaba dentro la víspera no los cobró. **Si no estás dispuesto a aguantar tres años sosos para cobrar el cuarto, esta pieza no es para ti.** El error clásico con este fondo no es comprarlo caro; es venderlo aburrido.

El veredicto

Si tuviera que resumir en una palabra qué pienso del Brevan Howard Master Fund, sería **asimetría**. La misma palabra que usa la casa, porque en este caso el marketing y la realidad coinciden.

Lo bueno es contundente. **Veintitrés años de historial auditado con un 8% largo anualizado neto. Las tres grandes crisis del siglo capturadas a doble dígito. Dieciocho de los veinte peores meses de la bolsa americana cerrados en positivo. Correlación cero con bolsa y bonos de verdad, no de folleto. Una caída máxima del 10% en dos décadas** en las que la bolsa llegó a dejarse la mitad. Y una organización que ha demostrado lo más difícil sobrevivir a los cambios y al paso de las décadas.

El fondo actual es más conservador que lo habitual, pero tiene entre sus filas a varios de los gestores que mejor lo han hecho en la última década.

Y lo feo, en el sentido de incómodo de gestionar: este fondo te obliga a rendir cuentas por adelantado. Cuando lleve tres años sin hacer nada, y estadísticamente eso va a pasar, alguien mirará la línea de la cartera y preguntará por qué seguimos pagando un fondo caro que no se mueve. Ese día, el trabajo de educación que hacen artículos como este ya tiene que estar hecho.

Por ahora, no hay razón para tocar la posición. El seguro está pagado, el carry de la paciencia corre, y la próxima crisis, como todas las anteriores, llegará sin mandar aviso.

Este análisis es exclusivamente informativo y no constituye recomendación de inversión. Los datos están extraídos de la documentación oficial de Brevan Howard (reuniones por conferencia con la gestora, reuniones con representantes, notas de conferencias, presentación del Master Fund de, informes de riesgo, newsletter mensual) y de fuentes públicas: Bloomberg, Financial Times, Reuters, Hedgeweek, Citywire, Business Insider, Disruption Banking, QuotedData, notas de la AIC y Patronus Partners sobre BH Macro. Las cifras de rentabilidad corresponden a la clase A USD de Brevan Howard Fund Limited, neta de comisiones; otras clases y vehículos tienen resultados distintos. Rentabilidades pasadas no garantizan resultados futuros. Los hedge funds emplean apalancamiento y derivados y pueden perder capital de forma significativa. Antes de invertir, consulta la documentación de oferta y, si procede, a un asesor financiero independiente.

Carlos Santiso