

El activo al que le da igual la bolsa

<https://icariacap.substack.com/p/el-activo-al-que-le-da-igual-la-bolsa>

Por qué los bonos catástrofe son el diversificador más puro que existe

Un huracán no lee las actas de la Reserva Federal

El 28 de septiembre de 2022 pasaron dos cosas a la vez. En los mercados, la bolsa y los bonos seguían en caída libre, encadenando uno de los peores años en cinco décadas, con la inflación disparada y la Reserva Federal subiendo tipos a un ritmo que no se veía desde los años ochenta. Mientras tanto, el huracán Ian tocaba tierra en la costa oeste de Florida como categoría 4, con vientos de 240 km/h. Dos desplomes simultáneos. Y absolutamente nada en común entre ellos.

Esa frase, que parece una obviedad, es en realidad la idea más importante de todo este artículo.

Lo que hace caer a la bolsa (tipos, beneficios, recesión, miedo) no tiene nada que ver con lo que hace caer a un bono catástrofe (que un huracán concreto golpee una zona concreta con una fuerza concreta). Son dos mundos diferentes. Y por eso, en una cartera, diversificador puro como los cat bonds consigue algo muy difícil, moverse a su aire, ajeno por completo a lo que hagan los mercados financieros.

Este es el segundo artículo de la serie en la que voy repasando, una a una, las categorías que de verdad diversifican una cartera moderna. En el primero hablé del long/short de bolsa, la puerta de entrada más sencilla al mundo de los alternativos. Hoy toca subir un poco la dificultad con los bonos catástrofe, o cat bonds, probablemente la fuente de rentabilidad menos correlacionada con la bolsa y los bonos que un inversor particular puede tener en cartera hoy.

Al final del artículo te contaré por qué, dentro de toda la categoría, en Icaria Patrimonio FIL hemos elegido un fondo concreto: el Fermat UCITS Cat Bond Fund. Pero primero, lo importante, qué es esto, de dónde sale el dinero, y dónde está la trampa. Porque trampa, como en todo, también la hay.

Qué es un bono catástrofe, sin jerga

Empecemos por el problema que resuelven, porque entendiendo el problema se entiende todo lo demás.

Cuando tú aseguras tu casa, la aseguradora se queda con un riesgo. Si hay un terremoto que arrasa media ciudad, tiene que pagar miles de casas a la vez, y puede no tener dinero para tanto. Por eso las aseguradoras, a su vez, se aseguran: le pasan parte de ese riesgo a una reaseguradora (las grandes son Munich Re, Swiss Re y compañía). Pero las reaseguradoras también tienen un límite. Hay catástrofes tan grandes (un gran huracán en Miami, un terremoto en California) que ni el sector reasegurador mundial tiene balance suficiente para absorberlas. Falta capital. Mucho. Y ese capital solo existe en un sitio lo bastante grande como para absorberlo, los mercados financieros.

Ahí entra el bono catástrofe. La idea es sencilla. Una aseguradora o reaseguradora (la llaman patrocinador) emite un bono. Tú, como inversor, pones el dinero, que queda depositado en una cuenta segura invertida en deuda a muy corto plazo (letras del Tesoro, fondos monetarios). A cambio, cobras un cupón cada trimestre. Y ese cupón tiene dos partes, el tipo de interés a corto plazo del momento, más una prima de riesgo por encima. El trato dura normalmente entre uno y tres años. Y la condición es la siguiente:

Si durante la vida del bono no ocurre la catástrofe definida en el contrato, recuperas todo tu dinero al vencimiento, y por el camino te has embolsado todos esos cupones. Si la catástrofe sí ocurre (un huracán que cause más de X miles de millones en daños, un terremoto por encima de tal magnitud), pierdes parte o la totalidad de tu capital, que se usa para pagar las indemnizaciones del patrocinador.

Por lo tanto cuando compras un cat bond, le estás vendiendo un seguro contra huracanes a una reaseguradora. Te embolsas la prima año tras año. Y si el huracán llega, pagas el siniestro. Eres tú quien está al otro lado de la póliza. No es muy distinto, conceptualmente, de lo que lleva haciendo el negocio asegurador desde hace tres siglos. La novedad es que ahora ese riesgo se trocea, se mete en un bono y se puede comprar desde un fondo, con liquidez y regulación.

Y aquí está el detalle que lo cambia todo. ¿De qué depende que ganes o pierdas dinero con este bono? De si hay un huracán o no. No de si la bolsa sube, no de si la Fed baja

tipos, no de si hay recesión en Alemania. De un fenómeno físico. Por eso los cat bonds son lo que en la jerga se llama un activo descorrelacionado, su rentabilidad la decide la naturaleza, no la macroeconomía. Es la única clase de activo que conozco cuyo principal factor de riesgo se puede medir literalmente con un anemómetro.

Conviene saber, además, cómo se define ese disparador o trigger, porque no todos son iguales. Los hay de indemnización (se activan según las pérdidas reales del patrocinador), de índice (según las pérdidas estimadas del sector) y paramétricos (según un dato objetivo, como la velocidad del viento o la magnitud del seísmo en un punto). No hace falta que te conviertas en experto en esto; basta con saber que un buen gestor cobra más por los triggers en los que el riesgo está peor entendido, y que ahí es donde se gana (o se pierde) el oficio.

De dónde sale el dinero

Si esto paga cupones sin depender de la bolsa, ¿dónde está el truco? ¿Por qué te pagan tanto?

La respuesta es de las buenas, porque no se basa en una anomalía pasajera sino en un desequilibrio estructural que lleva décadas ahí y que, si acaso, va a más.

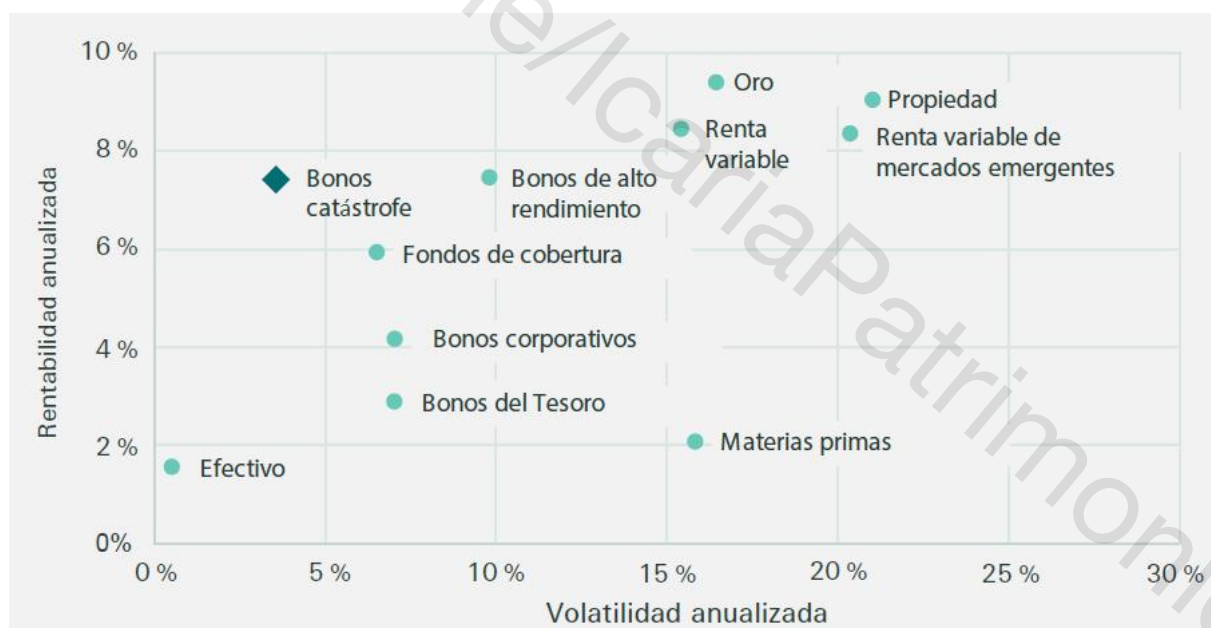
Las agencias de rating obligan a cada reaseguradora a no concentrar más de una cierta cantidad de riesgo por catástrofe (hoy, en torno a 50.000 millones de dólares por evento). Es un límite regulatorio, no una cuestión de apetito. El problema es que el riesgo real que hay que cubrir en el mundo es muchísimo mayor: hay un agujero de más de 500.000 millones de dólares de riesgo de catástrofe que el sector reasegurador, por ese límite, sencillamente no puede asumir. Y ese agujero crece, se duplica aproximadamente cada diez años, porque cada vez hay más ladrillo y más valor concentrado en las costas, y porque la inflación encarece reconstruirlo todo.

Las aseguradoras están dispuestas a pagar una prima atractiva y persistente a quien les ayude a tapan ese hueco. Y los mercados de ILS (los valores vinculados a seguros, de los que los cat bonds son la estrella) apenas cubren hoy un 15-20% de esa oportunidad.

No es una anomalía que el mercado vaya a arbitrar. Es un desequilibrio estructural entre el riesgo que existe y el capital que puede absorberlo.

Históricamente, el inversor en cat bonds ha cobrado un diferencial de alrededor de un 6% anual por encima del tipo monetario, frente a una pérdida esperada (la probabilidad anual media de que tus bonos sufran un siniestro, calculada por modelos independientes) de en torno al 2%. Es decir, te pagan aproximadamente tres veces el riesgo que asumes según los modelos. A ese cociente entre lo que cobras y lo que arriesgas los analistas del sector lo llaman el múltiplo, y es el número que de verdad mira un buen gestor antes de comprar nada. Cuanto más alto el múltiplo, mejor pagado está el riesgo.

Esa es la razón de fondo por la que esta clase de activo ha rentado, a largo plazo, en línea con los bonos de alto rendimiento (high yield), pero con una fracción de su volatilidad y, sobre todo, sin su correlación con la bolsa. Lo resume bien un gráfico que publica Swiss Re comparando el binomio rentabilidad-riesgo de las grandes clases de activo desde 2002. Los cat bonds aparecen arriba a la izquierda, rentabilidad de activo de riesgo con volatilidad de activo tranquilo. El rincón que todo el mundo busca y casi nadie encuentra.



Fuente: Swiss Re Capital Markets y Bloomberg, datos 2002-2024.

Dónde está la trampa: los riesgos, sin maquillar

Hasta aquí suena demasiado bien, y cuando algo suena demasiado bien conviene parar y mirar la letra pequeña. Los cat bonds tienen riesgos muy reales, y son de una naturaleza distinta a los de cualquier otro activo de tu cartera. Vamos uno a uno.

Puedes perder el capital, y no vuelve. Esto es lo más importante y lo que más cuesta interiorizar a quien viene de la bolsa. Cuando una acción cae un 40%, sufres, pero la empresa sigue ahí y puede recuperarse; es volatilidad, y la volatilidad se aguanta. Cuando el huracán activa el disparador de tu bono, ese dinero se ha ido para pagar siniestros y no vuelve nunca. No es una caída de la que el bono se recupere; es una pérdida permanente de principal.

El riesgo de concentración (el evento gordo). El gran peligro de la categoría no es un huracán normal; es el evento extremo que active muchos bonos a la vez. Buena parte del mercado está expuesta al huracán de Florida, porque es donde hay más valor asegurado y donde mejor se paga el riesgo. Un gran huracán entrando directo por Miami podría golpear a la vez a muchos bonos de esa zona. Sería el equivalente en el mundo de la bolsa, a que las correlaciones se vayan a uno, es decir a que todos los sectores caigan al mismo tiempo. Por eso importa tanto cómo está construida la cartera y cuánto y como se concentra.

El riesgo de modelo y el del clima. La pérdida esperada que se usa para fijar precios sale de modelos de catástrofes (los de RMS, Verisk o KCC), y los modelos tienen sesgos y se equivocan. Y está la pregunta del millón: ¿no hará el cambio climático que todo esto sea cada vez peor? Es una preocupación legítima y hay que tomarla en serio. El argumento del sector (y de Fermat en particular) es triple: primero, que lo que de verdad ha disparado las pérdidas aseguradas en las últimas décadas no es tanto el clima como el aumento del valor construido en las costas y la inflación de reconstrucción, que crecen muy por encima de la señal climática; segundo, que los bonos son de vencimiento corto (uno o dos años) y se reprecian constantemente, así que cualquier deterioro se traslada rápido a primas más altas, no a pérdidas sorpresa para quien ya está dentro; y tercero, que los modelos se actualizan cada año con la mejor ciencia disponible. Es un argumento sólido, pero es justo decir que el debate sigue abierto y que es el principal interrogante de largo plazo de la categoría.

El riesgo de precio por las primas. Aunque no haya catástrofe, el valor del bono fluctúa si las primas del mercado suben o bajan. Cuando los diferenciales se ensanchan (por ejemplo, tras un año de pérdidas), los bonos en cartera bajan de precio temporalmente. Es lo que explica que 2022, el año de Ian, fuera el único ejercicio negativo de la estrategia que veremos más abajo: un modesto -2,5%, mezcla del coletazo de Ian y del

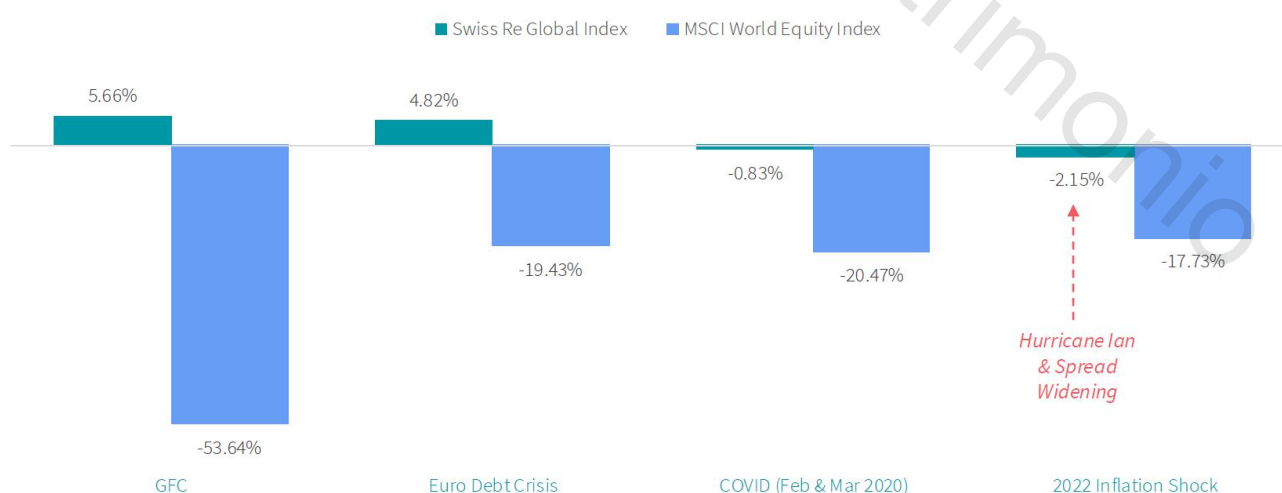
ensanchamiento de diferenciales. Nada que ver con el -16% del 60/40 ese mismo año, pero negativo al fin y al cabo.

Lo que dicen los datos de la categoría

Con los riesgos sobre la mesa, miremos el comportamiento histórico de la categoría, no de un fondo concreto. La referencia del sector es el Swiss Re Global Cat Bond Index, que recoge el comportamiento agregado del mercado de bonos catástrofe desde enero de 2002. Y cuenta una historia muy consistente.

Lo primero, estabilidad. El índice ha cerrado en positivo el 89,5% de los meses desde su creación en 2002. Casi nueve de cada diez meses en verde. Eso es perfil de activo de renta, de ingreso recurrente, no de montaña rusa.

Lo segundo, y es lo que de verdad importa para una cartera, el comportamiento en las crisis de los mercados. Mira lo que hizo el índice de cat bonds frente a la bolsa mundial en los grandes sustos de las últimas dos décadas. En la crisis financiera de 2008, mientras la renta variable mundial se hundía más de un 53%, los cat bonds cerraron en positivo. En la crisis del euro de 2011, lo mismo: bolsa abajo, cat bonds arriba. En el shock del Covid (febrero-marzo de 2020) y en el desastre del 60/40 de 2022, los cat bonds apenas se movieron (-0,8% y -2,2% respectivamente) frente a caídas de doble dígito de la bolsa. No es que cubran la cartera; es que viven en otro planeta.



Fuente: Fermat Capital Management, Bloomberg y MSCI. Índice no invertible, en USD.

Lo tercero es la velocidad de recuperación. Como las catástrofes, paradójicamente, suben las primas futuras (tras un desastre hay menos capacidad y más demanda de protección, así que los bonos nuevos pagan más), la clase de activo tiende a recuperar las pérdidas con sorprendente rapidez. Tras el huracán Ian, el peor susto reciente, el índice recuperó sus niveles previos en seis meses y rentó un 22,3% en los doce meses siguientes al evento. La herida, cuando llega, cicatriza rápido y encima deja el activo pagando más que antes.

¿Y qué aporta todo esto a una cartera real? Un activo de rentabilidad media del 6%, con nula correlación con la economía, crédito y bolsa, mejora todas las métricas rentabilidad-riesgo de una cartera. Después de muchos artículos sobre diversificación creo que nadie necesita que le explique el motivo. Si queréis profundizar mejor en las claves de la diversificación de carteras, en 2020 escribí el libro “El Inversor Conservador” donde profundizaba en ello.

Por qué Fermat

Entendida la categoría, viene la decisión práctica: con qué fondo te la llevas a casa. Y aquí, como en el long/short, no todo vale. Hay varios fondos de cat bonds en formato UCITS razonables, los he mirado todos, y para el papel que queríamos en la cartera nos quedamos con uno: el Fermat UCITS Cat Bond Fund. Voy a explicar por qué, que es lo que de verdad importa.

La casa: ciencia, no intuición

Fermat Capital Management no es una gestora generalista que tiene un fondo de cat bonds entre veinte productos. Es una casa fundada en 2001 y dedicada en cuerpo y alma al riesgo de catástrofe, hoy con más de 10.000 millones de dólares gestionados (uno de los mayores inversores en cat bonds del mundo) y, lo que más me gusta, 100% independiente y en manos de sus socios. No tiene dueño externo que le marque la agenda comercial.

La fundaron dos hermanos, John y Nelson Seo, y la historia de John explica bastante la cultura de la casa. Es doctor en Biofísica por Harvard y físico por el MIT; antes de montar Fermat fue trader sénior en el grupo de productos de seguros de Lehman Brothers, llegó a ser el único profesional del sector con un puesto de asesor nombrado por el Florida

Hurricane Catastrophe Fund, y tras el huracán Katrina testificó ante el Congreso de Estados Unidos como experto en el mercado de bonos catástrofe. Construyó con su hermano, literalmente en una habitación encima del garaje, el modelo científico que hoy es el corazón de la firma. No es un comercial que descubrió los cat bonds; es uno de los que ayudaron a inventar la categoría.

Eso se nota en el equipo: 51 profesionales, de ellos 17 dedicados a inversión y nada menos que 9 doctores. En un activo cuya materia prima es modelizar la probabilidad de un terremoto o la trayectoria de un huracán, tener una plantilla con esa densidad de PhDs no es postureo, es la ventaja competitiva. El corazón del proceso es su modelo propietario, el CatAPM, que toma los modelos comerciales de catástrofes, los corrige con investigación propia y calcula, bono a bono, si la prima que paga compensa el riesgo real. Es el equivalente, en este mundo, al stock-picking del long/short: comprar lo que está bien pagado y evitar lo que no.

El detalle que lo cambia todo: la historia con GAM

Aquí está el matiz que más pesó en nuestra decisión, y que conviene entender bien porque es poco intuitivo. Durante años, el mejor fondo de cat bonds en formato UCITS fue el GAM Star Cat Bond Fund. Pues bien, ese fondo lo gestionaba Fermat. El track record que muchos citan como referencia de la categoría lo construyó el equipo de John Seo.

En 2024 Fermat lanzó su propio fondo UCITS y, en mayo de 2025, su mandato como gestor del GAM Star terminó. A partir de ahí, por un lado queda el GAM Star Cat Bond, que conserva el nombre y la estructura legal pero que ahora gestiona GAM de la mano de Swiss Re; por otro, el Fermat UCITS Cat Bond, que se lleva al equipo, el proceso, el modelo y la filosofía que crearon ese historial. La pregunta para el inversor es sencilla de plantear: ¿prefieres quedarte con el envase o con el cerebro? Nosotros, como con cualquier fondo, seguimos al equipo. Igual que en el Man Alpha valoraba que Judge y Long llevaran trece años en la misma silla, aquí valoro que la inteligencia que construyó el track record siga intacta, junta y ahora en su propia casa.

El GAM Star tampoco es un mal sitio. Swiss Re es la mayor reaseguradora del mundo en este negocio, conoce el riesgo desde dentro y publica el índice de referencia de la categoría. Es una combinación seria. Pero entre el reasegurador que ahora aprende a

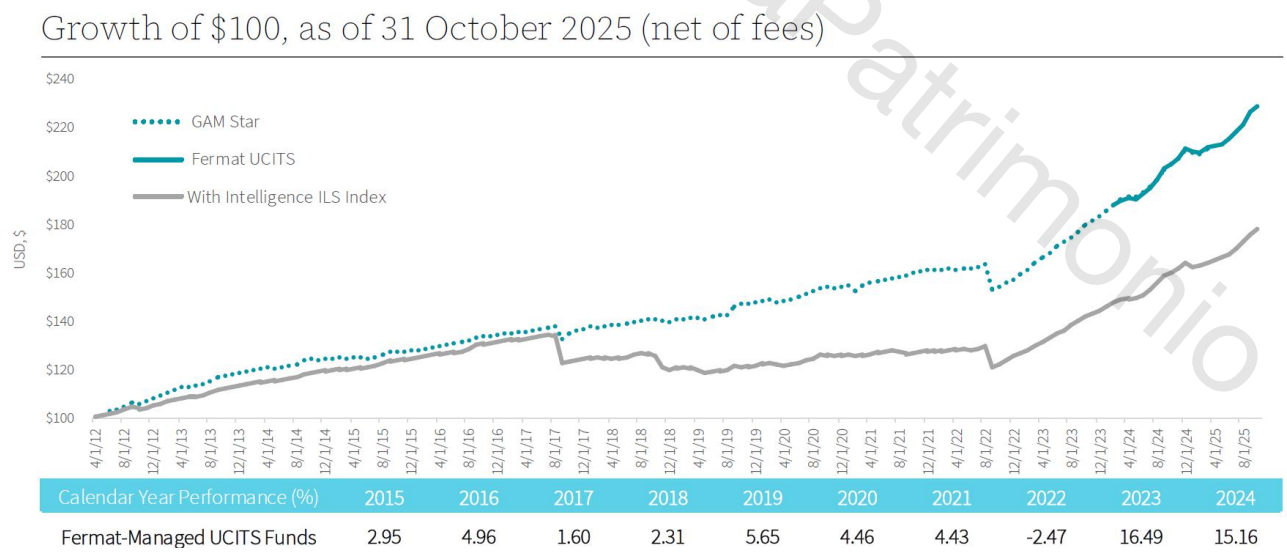
gestionar el fondo y el especialista independiente que lleva más de dos décadas haciéndolo y que escribió esa historia, nos quedamos con el segundo.

No es comprar y olvidar

La tesis de FERMAT es que en los cat bonds hay alfa, no solo beta. Es decir, que no basta con comprar una cesta del mercado y esperar (lo que ellos consideran un enfoque pasivo e ineficiente, en el que caen no pocos competidores), sino que un equipo experto puede elegir activamente los bonos donde la prima sobrepaga el riesgo modelado y evitar los que no compensan. Se concentran en los peligros de pico (sobre todo el huracán estadounidense), donde la prima es más rica y, paradójicamente, el riesgo está mejor modelizado y los datos son mejores, manteniendo una diversificación racional (ni una sola apuesta, ni cien apuestas mediocres). De ahí su marcado sesgo a Estados Unidos, no es casualidad, es donde mejor pagan por el riesgo que mejor entienden.

Los números

Empecemos por el historial largo, que es el que importa, combinando el track record gestionado por FERMAT (el del antiguo GAM Star) con el del nuevo fondo. Estas son las rentabilidades por año natural, netas de comisiones:



Fuente: FERMAT Capital Management, Bloomberg. Neto de comisiones.

Lee esa serie con calma, porque dice mucho. Diez años, un solo ejercicio en negativo (2022, y de apenas -2,5%).

Fíjate en los años de grandes catástrofes. 2017 fue el año de los huracanes Harvey, Irma y María, tres golpes seguidos, y la estrategia cerró en +1,6%.

2018, con los incendios de California y el huracán Michael, en +2,3%. Aguantó en positivo precisamente en los años en los que se suponía que debía sufrir.

Años después, cuando tras los diferenciales se dispararon a máximos, llegaron dos años espectaculares: +16,5% en 2023 y +15,2% en 2024. Sobre el índice de la categoría, la estrategia ha sacado de media alrededor de 1,2 puntos al año. Eso es el alfa del que presumen, y aquí está medido.

El fondo UCITS actual, ya con marca Fermat, arrancó en febrero de 2024 y desde entonces ha rentado un +13,0% en 2024 y un +8,5% en los diez primeros meses de 2025. Las métricas desde su lanzamiento impresionan: alrededor de un 12,6% anualizado, con una volatilidad del 2,75%, un ratio de Sharpe de 4,88 y una caída máxima de apenas -0,59%.

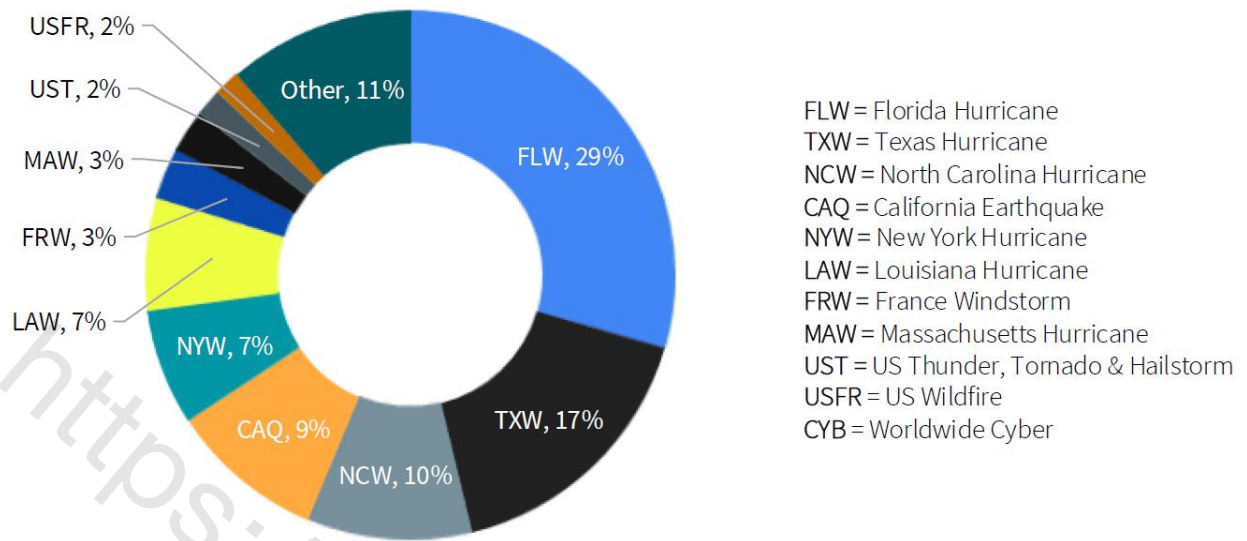
Y aquí toca ser honesto, que es lo que de verdad sirve. Ese Sharpe de 4,88 y esa caída máxima ridícula no son la foto normal de la categoría, son el reflejo de un periodo excepcionalmente bueno y corto (poco más de año y medio), con primas en máximos y sin grandes catástrofes que se llevaran por delante ningún bono. No compres esperando un Sharpe de 4,88 a perpetuidad; eso no existe. La prueba de fuego de verdad llegará el año en que un gran evento active bonos en cartera. Lo razonable es mirar el historial largo (mitad de un dígito de media en años normales, doble dígito cuando las primas se disparan, algún año ligeramente negativo) y entender que la rentabilidad esperada sensata de aquí en adelante está bastante por debajo de lo que marca este arranque dorado.

La cartera, da una idea muy clara de lo que estás comprando: unos 2.335 millones de dólares en patrimonio, repartidos en 310 posiciones distintas y un vencimiento medio de menos de dos años.

Diversificación amplia por número de bonos, pero con la concentración consciente en el peligro de pico de la que hablábamos: el huracán de Florida pesa un 29% de la pérdida esperada, el de Texas un 17%, seguidos a distancia por Carolina del Norte, el terremoto de California, Nueva York o Luisiana.

Es, en una imagen, una apuesta diversificada por el viento estadounidense.

Ten largest contributors by peril to the portfolio's average annual expected loss of 2.03%



Frente a los competidores

Para que la elección no quede en el aire, vale la pena situar a Fermat frente a los otros fondos serios de la categoría que también miramos. No son malos productos; sencillamente, cada uno hace una cosa ligeramente distinta.

Comparativa: fondos de bonos catástrofe (UCITS)

Por qué, dentro de la categoría, hemos elegido a Fermat

Fondo	Casa	Enfoque	Lo que lo distingue
Fermat UCITS Cat Bond	Fermat Capital (2001), independiente	Cat bonds puro, gestión activa (CatAPM)	El especialista; el equipo que creó el track record de referencia de la categoría
GAM Star Cat Bond	GAM + Swiss Re	Cat bonds, gestión activa	El antiguo fondo de Fermat, ahora gestionado por el mayor reasegurador del mundo
Twelve Cat Bond	Twelve Securis	Cat bonds / ILS	Plataforma grande (~6.100 M\$), fusión de dos casas ILS europeas
Plenum CAT Bond	Plenum (Suiza)	Cat bonds + deuda de seguros (tail-to-tier)	Boutique de valor relativo; mezcla para elevar la TIR

Elaboración propia a partir de las presentaciones corporativas de los fondos (Fermat, GAM, Twelve y Plenum), 2024-2025.

El **GAM Star Cat Bond** ya lo hemos comentado: es, literalmente, el antiguo fondo de Fermat, ahora en manos de GAM y Swiss Re. Mantiene un perfil muy parecido (volatilidad del 3-3,5%, pérdida esperada del 2%, en torno a 250 posiciones) y una casa potentísima detrás. La diferencia es de quién está al volante.

El **Twelve Cat Bond Fund**, de Twelve Securis (fruto de la fusión de Twelve Capital y Securis, dos nombres grandes del ILS europeo), es una alternativa muy solvente, con una plataforma de más de 6.000 millones en cat bonds y un perfil de riesgo similar; quizá la opción más institucional y de mayor escala.

Y **Plenum**, boutique suiza, juega otra liga conceptual: con su enfoque de valor relativo (tail-to-tier) mezcla bonos catástrofe con deuda subordinada de aseguradoras para exprimir más rentabilidad (su fondo Insurance Capital apunta a TIR cercanas al 13%, a cambio de más riesgo), o se mantiene defensivo en su versión más conservadora; son fondos más pequeños y con una filosofía algo distinta.

¿Por qué Fermat y no estos? Porque para el papel concreto que le pedimos a esta pieza (la máxima descorrelación posible, beta limpia de cat bonds con algo de alfa por selección, y la mejor ingeniería de riesgo del mercado) Fermat es el especialista más veterano, la mayor densidad de modelización, el enfoque activo de verdad y, sobre todo, el equipo que escribió el historial de referencia de la categoría.

No es que los demás estén mal. Es que, si vas a comprar al especialista, conviene comprar al mejor especialista.

Cómo encaja en una cartera

¿Para quién tiene sentido? Para perfiles con patrimonio ya consolidado que buscan una fuente de rentabilidad de verdad ajena a los mercados.

¿Para quién no? Para el inversor que va a entrar en pánico el día que vea un -8% repentino porque un huracán ha entrado por Miami y para el ahorrador joven, 100% bolsa, con horizonte de treinta años, cuyo problema no es diversificar sino aguantar sin vender.

Un cat bond puede perder capital de forma permanente; no es renta fija de capital garantizado, es una fuente de rentabilidad descorrelacionada. Su sitio no es la pata defensiva-defensiva (esa es la liquidez y la deuda de máxima calidad), sino el bloque de diversificadores reales, junto a las otras piezas de las que he ido hablando en esta serie.

Porque esa es la idea de fondo de todo esto. El Man Alpha aporta consistencia descorrelacionada vía selección de acciones; el Fulcrum aporta convexidad cuando estalla la volatilidad; los cat bonds aportan algo que no da ninguno de los anteriores: una rentabilidad cuyo único enemigo es un huracán, no una recesión. Tres motores distintos para tres escenarios distintos. Cuando se juntan en la proporción adecuada, no compiten, y se complementan. Y el conjunto de la cartera deja de depender de que a la bolsa y a los bonos les vaya bien al mismo tiempo.

El veredicto

Un activo al que le da igual lo que haga la bolsa, le da igual lo que haga la Fed, le da igual la prima de riesgo de Italia o el resultado de Nvidia. Solo le importa una cosa, si llega o no la catástrofe. Y esa indiferencia, en una cartera, vale oro.

Lo bueno es casi todo lo que hemos visto. El diversificador más puro que existe, una prima de riesgo estructural y bien pagada, duración mínima (porque el colateral está en monetario), un historial largo y consistente, y una casa (Fermat) que es probablemente la mejor del mundo en lo suyo, con el equipo que creó el track record de referencia y la mayor potencia de modelización del sector.

Lo malo hay que decirlo con la misma claridad, el riesgo de pérdida de capital es real, no es volatilidad que se aguanta; la concentración en el huracán estadounidense es deliberada pero es concentración; el modelo y el clima introducen una incertidumbre de largo plazo que nadie puede despejar del todo; y las cifras desde el lanzamiento del fondo (ese Sharpe de 4,88) están infladas por un periodo excepcional que no se va a repetir cada año.

Y lo feo, porque también lo hay, la asimetría psicológica. Vas a cobrar primas tranquilas durante años y vas a sentirte un genio; y el día que un gran evento active bonos de la cartera, vas a ver una pérdida mientras los mercados suben y te hará dudar. Las dos sensaciones serán engañosas. Comprar cat bonds es cobrar por asumir el riesgo de una catástrofe; si entiendes eso desde el principio, los años buenos no se te subirán a la cabeza y el año malo no te sacará de la posición en el peor momento.

Por eso está en la cartera de Icaria Patrimonio, y por eso, dentro de la categoría, está vía Fermat. No es el motor de rentabilidad del año bueno, ni pretende serlo. Es la pieza que

sigue cobrando su prima, ajena al ruido, el año en que la bolsa y los bonos vuelvan a caer juntos. Que volverá a pasar. Y cuando pase, agradecerás tener en cartera algo a lo que, sencillamente, le da igual.

En el próximo artículo de la serie tocará otra categoría. Por hoy, si me preguntas, los bonos catástrofe son una de esas piezas que casi nadie se molesta en entender precisamente porque suenan complicadas, y que justo por eso siguen estando tan bien pagadas. Vale la pena el rato que has dedicado a leer esto.

<https://t.me/IcariaPatrimonio>