

Icaria Patrimonio, FIL
Carta mensual - febrero 2026

“El futuro es impredecible, parte de la clave del éxito en la inversión es tener un plan”

Comentario de Mercado Febrero 2026

“

El inicio de año ha sido bueno con una rentabilidad positiva del 0,77% en la clase I y del 0,74% en la clase A. El patrimonio bajo gestión a cierre de año era de 21,47 millones de euros

”

“

La economía estadounidense se ha vuelto dependiente del mercado bursátil hasta un punto sin precedentes

”

Icaria Patrimonio es un fondo que invierte en mercados cotizados y mercados privados bajo el modelo Endowment. Es importante señalar que Icaria Patrimonio no tiene una limitación por parte de la gestora, ni por parte del vehículo para invertir en mercados de renta variable, renta fija, high yield, privados, hedge funds, o cualquier otra categoría de activo. El FIL puede invertir en la categoría de activo que considere más apropiada en cada momento. Este hecho es importante, ya que cuando estás anclado a un perfil de activo, tu conflicto de interés es importante e intentarás argumentar que esa categoría de activo es la mejor en detrimento del resto. Tenemos la gran suerte de tener flexibilidad, primero porque Andbank cree en la gestión de autor, y segundo porque un FIL (Fondo de Inversión Libre) es un perfil de vehículo flexible. En definitiva, Icaria Patrimonio FIL tiene la composición que considero ideal, sin ningún conflicto de interés ni sesgo. Un equilibrio entre el mundo cotizado, con su volatilidad y liquidez, y el mundo privado, con su prima de rentabilidad, menor volatilidad y mayor liquidez.

Cerramos febrero de 2026 en Icaria Patrimonio FIL. El inicio de año ha sido bueno con una rentabilidad positiva del 0,77% en la clase I y del 0,74% en la clase A. El patrimonio bajo gestión a cierre de año era de 21,47 millones de euros.

Hay meses que pasan sin hacer ruido y meses que, mirados en retrospectiva, marcan un punto de inflexión. Febrero de 2026 ha sido de los segundos. No porque haya habido un gran crash ni un rally eufórico, sino porque han sucedido eventos que condicionan lo que está por venir. Para quienes gestionamos Icaria Patrimonio, entender estos movimientos no es un ejercicio académico, es lo que nos permite tomar decisiones con criterio y, sobre todo, anticipar escenarios en lugar de reaccionar a ellos.

Quizás la historia más relevante del mes no ha sido la más comentada. Goldman Sachs publicó un análisis que debería quitar el sueño a más de un gestor, la economía estadounidense se ha vuelto dependiente del mercado bursátil hasta un punto sin precedentes. El 10% más rico de la población, el cual posee la gran mayoría de los activos financieros, representa hoy una porción desproporcionada del consumo. Es lo que los economistas llaman una economía en forma de K, una parte de la sociedad prospera al ritmo de la bolsa mientras la otra se queda atrás. Esto convierte una simple corrección bursátil en un evento económico real. Si el S&P 500 cae un 20%, no solo se evapora riqueza financiera, se contrae el consumo, se resienten los ingresos fiscales y la confianza se desploma. Cuando todo el sistema depende de que una sola variable siga subiendo, la fragilidad está garantizada. Es exactamente el tipo de riesgo que en Icaria Patrimonio tratamos de neutralizar construyendo una cartera que no dependa de una única fuente de rentabilidad.

“

Nuestra posición en oro dentro de Icaria Patrimonio cumple precisamente esa función, no estamos ahí para especular con movimientos de corto plazo, sino porque creemos en su papel como seguro frente a lo inesperado

”

“

Europa registró las mayores entradas de capital en fondos de renta variable en más de una década

”

“

No intentamos predecir el futuro, sino construir una cartera que funcione razonablemente bien en cualquier escenario

”

El oro nos dio en febrero una lección práctica sobre la diferencia entre especulación y convicción. En cuestión de horas, el precio se desplomó. La causa inmediata fue una cascada de ventas técnicas y el cierre forzado de posiciones apalancadas. Pero lo revelador no fue la caída, sino lo que vino después, en apenas dos sesiones, el metal recuperó todo lo perdido y marcó nuevos máximos. Los factores estructurales que lo impulsan (compras masivas de bancos centrales, desconfianza creciente hacia el dólar como reserva única, tensiones geopolíticas) no han cambiado. Nuestra posición en oro dentro de Icaria Patrimonio cumple precisamente esa función, no estamos ahí para especular con movimientos de corto plazo, sino porque creemos en su papel como seguro frente a lo inesperado. Episodios como este refuerzan esa convicción.

Febrero también trajo señales claras de que la inteligencia artificial ha dejado de ser una promesa para convertirse en una fuerza transformadora real. Las grandes tecnológicas anunciaron planes de inversión en infraestructura por valor de 660.000 millones de dólares solo en 2025 (una cifra equivalente al PIB de algunos países) mientras empresas como Block y Amazon empezaban a sustituir departamentos enteros por sistemas de IA, eliminando miles de puestos cualificados. Lo interesante para el inversor es que la IA ya no es solo comprar Nvidia y esperar, está transformando el software corporativo, la logística, la publicidad, los servicios legales. Las empresas que adoptan estas herramientas recortan costes y mejoran márgenes, las que no lo hacen, pierden competitividad a velocidad alarmante. Estamos ante una revolución que va a crear ganadores y perdedores con una claridad poco habitual, y en Icaria Patrimonio lo tenemos presente a la hora de evaluar dónde queremos y dónde no queremos estar invertidos.

Pero si hay un fenómeno que ha marcado febrero, es el de la rotación de capital. Después de años en los que invertir fuera de Estados Unidos parecía un error, los flujos han empezado a cambiar de dirección. Europa registró las mayores entradas de capital en fondos de renta variable en más de una década, impulsada por valoraciones atractivas, un euro más competitivo y la expectativa de mayor gasto fiscal en defensa e infraestructura. Al mismo tiempo, los mercados emergentes (con China, India y Brasil a la cabeza) han arrancado el año con fuerza, beneficiados por un dólar más débil y materias primas al alza.

Un tema que ha pasado relativamente desapercibido pero que merece nuestra atención: Blue Owl Capital, una de las mayores gestoras de deuda privada del mundo, reconoció problemas serios en su cartera de Direct Lending. No es un caso aislado; es un síntoma de algo más amplio. Durante los años de tipos bajos se concedieron créditos a empresas con modelos frágiles y apalancamiento elevado. Ahora esas grietas empiezan a hacerse visibles. El riesgo es lo que queda cuando crees que ya has pensado en todo. Direct Lending ha sido la clase de activo de moda, con una rentabilidad anualizada equivalente a la renta variable. A pesar de su atractiva rentabilidad, construimos Icaria Patrimonio e Icaria Renta con una exposición del 0% a Direct Lending.

Hace unos meses hablábamos del maturity wall (vencimientos de deuda) y de las añadas más problemáticas en Private Equity. Meses después veo que empieza a comentarse algo que nosotros ya llevamos meses comentando (y tomando decisiones sobre ello). Me reconforta saber que el trabajo duro tiene su recompensa.

Febrero ha dejado un paisaje de mercado más complejo pero también más rico en oportunidades. La tentación natural es intentar adivinar qué viene después: ¿seguirá subiendo Europa? ¿Corregirá la bolsa americana? ¿El oro tocará los 3.000 dólares? La realidad es que nadie lo sabe, y quienes afirman saberlo suelen equivocarse en el peor momento posible. Nuestra filosofía es diferente, no intentamos predecir el futuro, sino construir una cartera que funcione razonablemente bien en cualquier escenario.

“

Eso significa tener exposición a activos reales, diversificación geográfica genuina, protección frente a caídas y la disciplina de no perseguir la moda del momento

”

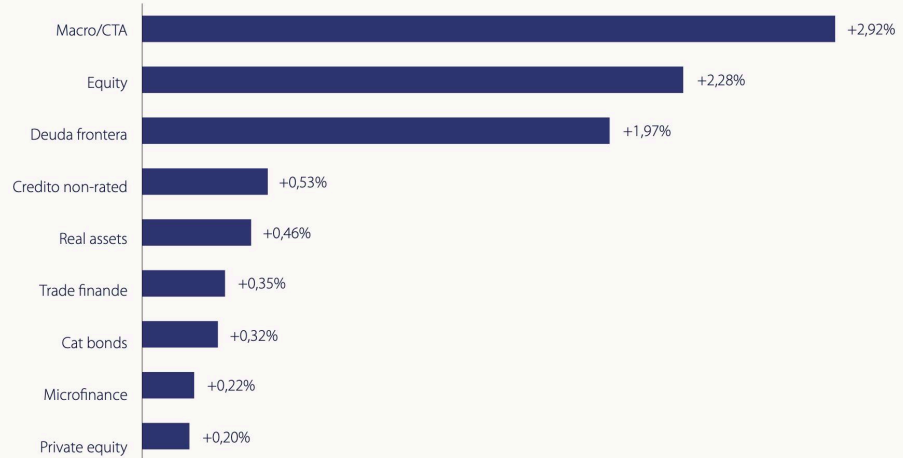
Eso significa tener exposición a activos reales, diversificación geográfica genuina, protección frente a caídas y la disciplina de no perseguir la moda del momento. Febrero ha sido un mes que ha validado precisamente este enfoque, mientras los titulares generaban ruido, una cartera bien construida ha seguido haciendo su trabajo en silencio.

RENTABILIDAD Y PESOS POR CATEGORÍAS

Por categorías no hay nada reseñable, lo han hecho todas las categorías acordes a lo ocurrido en el mes, es decir, los activos con un mayor sesgo a Europa small caps lo han hecho bien en la categoría de bolsa, mientras que las small caps de EEUU (1Main, Laughing Water, Voss) lo han hecho peor. No tiene que ver con la habilidad de los gestores, es una cuestión macro.

Macro y CTA destaca con Brevan Howard, Transtrend y Campbell rentabilidades del entorno del 5%.

Deuda frontera se anota un mes extraordinario tras un fuerte recorte del dólar, que es alcista para los países frontera.



En el mes de febrero ha habido ajustes en la cartera, como venía explicando desde hace ya unos meses, en la parte defensiva. En el mes de marzo los ajustes continuarán con la idea de cerrar el mes con la transición a neutral-defensivo ya terminada.

- / Equity: 22,0%
- / Private equity: 16,7%
- / Cash: 14,4%
- / Macro/CTA: 10,5%
- / Real assets: 8,9%
- / Cat bonds: 7,6%
- / Trade finance: 5,4%
- / Deuda frontera: 4,6%
- / Credito non-rated: 3,4%
- / Microfinance: 2,7%
- / Retorno absoluto: 1,9%
- / Volatility: 1,9%

“

El inversor que evita los grandes descabros no necesita rentabilidades espectaculares para acabar por delante y sobre todo, evitar tomar malas decisiones

Howard Marks

”

“

Los fondos Long-Short bien gestionados no pretenden sustituir a la renta variable, sino complementarla

”

AJUSTES DE CARTERA ICARIA PATRIMONIO

Por qué hemos elegido estos cinco fondos Long-Short para Icaria Endowment

Existe una idea que parece contraintuitiva pero que los mejores inversores del mundo llevan décadas aplicando en silencio, la clave para construir patrimonio a largo plazo no está en ganar más cuando todo sube, sino en perder menos cuando todo cae. Warren Buffett lo resumió con su célebre primera regla «no pierdas dinero» y Howard Marks lo ha explicado mejor que nadie, el inversor que evita los grandes descabros no necesita rentabilidades espectaculares para acabar por delante y sobre todo, evitar tomar malas decisiones.

En esta parte de la carta vamos a explicar el trabajo que hay detrás de la selección de los cinco fondos Long-Short que forman el núcleo long-short de bolsa de Icaria Patrimonio. No hemos elegido a ciegas ni por intuición, hemos construido un marco de análisis riguroso, hemos peinado más de nueve años de datos reales de mercado y hemos puesto a cada candidato bajo el microscopio. Queríamos responder una pregunta muy concreta:

¿Qué fondos, combinados con renta variable global, mejoran de verdad la experiencia del inversor?

Imaginemos dos inversores que obtienen exactamente la misma rentabilidad media durante diez años. Uno de ellos ha sufrido caídas del 30-40% por el camino, el otro nunca ha visto su cartera bajar más del 15%. La diferencia en su experiencia vital es enorme. El primero ha pasado noches sin dormir y probablemente ha vendido en el peor momento; el segundo ha mantenido la calma y ha dejado que el interés compuesto haga su magia.

Eso es exactamente lo que hacen los fondos Long-Short bien gestionados. No pretenden sustituir a la renta variable, sino complementarla. Funcionan como amortiguadores que absorben los golpes más duros del mercado y permiten que la cartera se recupere más rápido después de cada crisis.

Para encontrar a los mejores, diseñamos un sistema de puntuación que evalúa cinco dimensiones.

- 1** La capacidad de proteger en momentos de crisis.
- 2** La captura de caídas frente al mercado.
- 3** La mejora del ratio riesgo-rentabilidad al combinarse con renta variable.
- 4** La reducción de las pérdidas máximas.
- 5** El grado de descorrelación con los índices tradicionales.

Cada fondo recibe una nota sobre 100. No basta con ser bueno en un aspecto, tienen que aportar valor en el conjunto.

“

Man Alpha Select es la pieza más consistente del puzzle, un fondo con una dispersión mínima que genera retorno casi con independencia de lo que haga el mercado

”

“

Lo importante no es lo que hace cada fondo por separado, sino lo que hacen juntos

”

“

Las teorías están muy bien, pero lo que de verdad importa es cómo se comporta una cartera cuando el mercado se desploma

”

LOS CINCO ELEGIDOS

Tras analizar decenas de fondos, cinco se ganaron su sitio en la cartera. **Man Alpha Select** es la pieza más consistente del puzzle, un fondo con una dispersión mínima que genera retorno casi con independencia de lo que haga el mercado. Es como un reloj suizo en un mundo de relojes de cuco.

Ardtur European Focus aporta la mayor rentabilidad del grupo, con una filosofía concentrada en ideas europeas de alta convicción. Es el más volátil de los cinco, pero esa volatilidad tiene premio, cuando acierta, aporta un diferencial enorme.

Jupiter Merian Global Equity Absolute Return es quizás el fondo más útil del grupo en términos de diversificación, tiende a moverse en dirección opuesta al mercado cuando las cosas se ponen feas.

BlackRock Systematic Asia Pacific añade una dimensión geográfica que los otros no cubren. Su enfoque sistemático en mercados asiáticos proporciona fuentes de retorno que se mueven con su propio ritmo, desconectadas de Europa y Estados Unidos.

Pictet Atlas. Con una volatilidad extraordinariamente baja y un Sharpe notable, actúa como estabilizador del conjunto. Su correlación algo mayor con el mercado se compensa con una consistencia que rara vez falla.

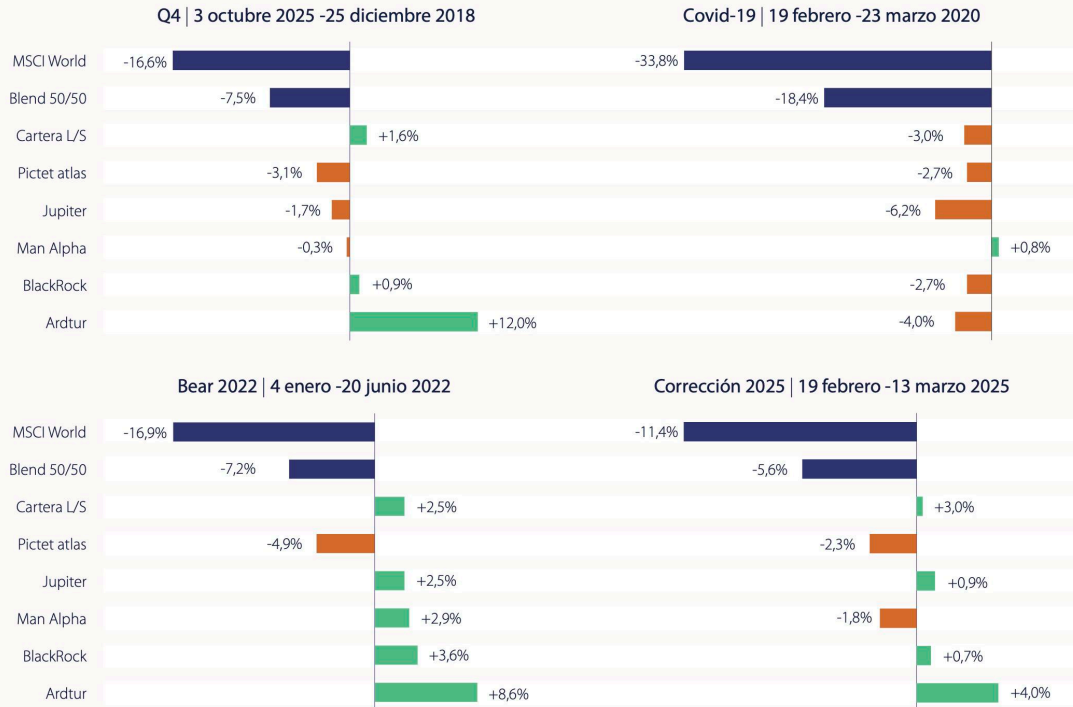
Lo importante no es lo que hace cada fondo por separado, sino lo que hacen juntos. La combinación de estos cinco estilos, geografías y enfoques crea una cartera con una correlación prácticamente nula con la renta variable global. Eso no es casualidad, es el resultado de buscar complementariedad, no similitud. Además el escoger cinco fondos termina diluyendo el riesgo gestor, que es un principio básico de Icaria Patrimonio. No quedarnos con el fondo que da la imagen más bonita en el backtest, si no con el conjunto que nos da el resultado más consistente.

LA PRUEBA DE FUEGO: CUANDO EL MERCADO CAE

Las teorías están muy bien, pero lo que de verdad importa es cómo se comporta una cartera cuando el mercado se desploma. Hemos analizado los cuatro episodios de estrés más relevantes desde 2017. En cada caso, hemos medido la caída desde el punto más alto hasta el punto más bajo del MSCI World (lo que en la industria se llama *drawdown*), porque es la forma más honesta de reflejar lo que realmente sufrió el inversor, la corrección del cuarto trimestre de 2018 (MSCI World -16.6%), el desplome por COVID de febrero-marzo de 2020 (-33.8%), el mercado bajista de enero a junio de 2022 (-16.9%) y la corrección reciente de febrero-marzo de 2025 (-11.4%). Para cada fondo, hemos medido su rentabilidad exactamente en esas mismas fechas.

El siguiente gráfico muestra cómo se comportó cada fondo en cada uno de esos episodios. Lo relevante no es solo que la mayoría de ellos ganó dinero mientras el mercado caía, sino que lo hicieron en momentos distintos y por razones distintas. Esa diversidad de respuesta es precisamente lo que buscamos.

Comportamiento en los momentos de mayor caída del mercado
 Rentabilidad de máximos a mínimos del MSCI World en cada episodio

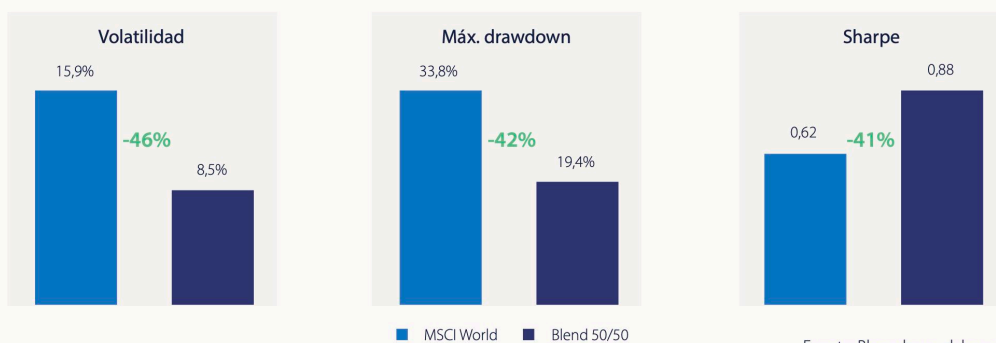


Fuente: Bloomberg, elaboración propia.

De los 39 meses en los que la renta variable global terminó en negativo durante nuestro periodo de análisis (abril 2017 – febrero 2026), la cartera Long-Short cerró en positivo en 35 de ellos. Es difícil encontrar un dato más elocuente que ese.

¿Qué ocurre cuando combinamos estos cinco fondos con una cartera de renta variable global? Hemos construido una cartera modelo con un 50% en el MSCI World y un 50% repartido a partes iguales entre los cinco fondos Long-Short, y los resultados hablan por sí solos.

Impacto de añadir el bloque Long-Short (50/50), reducción de volatilidad y pérdida máxima, mejora del ratio de Sharpe



Fuente: Bloomberg, elaboración propia.

La volatilidad se reduce casi a la mitad (de 15.9% a 8.5%). La pérdida máxima pasa del 33.8% al 19.5%, un 42% menos. Y el ratio de Sharpe (la medida más aceptada de eficiencia riesgo-rentabilidad) sube de 0.63 a 0.88, un 41% mejor. En otras palabras, se obtiene una rentabilidad ajustada al riesgo claramente superior, con una experiencia de inversión mucho más llevadera para ti como partícipe.

Pero quizás lo más importante es lo que llamamos el «test de alfa». La pregunta es sencilla, ¿aportan estos fondos algo que no puedas replicar simplemente metiendo la mitad de la cartera en un monetario? La respuesta es un sí rotundo. Hemos comparado nuestra cartera 50/50 con una cartera sintética que tiene exactamente la misma volatilidad pero sustituye los fondos por efectivo. Nuestra cartera genera un alfa de +2.9% anual de forma consistente, lo que significa que estos gestores aportan un valor genuino que no se puede fabricar con liquidez.

Evolución acumulada

Evolución de 100€ invertidos, MSCI World, Blend 50/50 con Long-Short y cartera Long-Short pura. Periodo abril 2017 - febrero 2026



Fuente: Bloomberg, elaboración propia.

El gráfico lo resume visualmente. Las zonas sombreadas en rojo marcan los periodos de crisis. Fíjate en cómo la línea del Blend 50/50 cae significativamente menos en cada episodio de estrés, y cómo la cartera Long-Short pura se mantiene prácticamente inmune a las turbulencias, creciendo a su propio ritmo. De los 39 meses en los que el MSCI World cerró en negativo, el Blend 50/50 cayó menos que el índice en los 39. Sin excepción.

Morgan Housel cuenta una historia que nos gusta mucho, la de un hombre que se hizo rico invirtiendo de forma aburrida durante cincuenta años. No tenía ningún secreto especial; simplemente evitaba las grandes pérdidas y dejaba que el tiempo hiciera el resto. Esa es, en esencia, la filosofía que está detrás de esta selección.

No estamos buscando fuegos artificiales. Estamos buscando fondos que hagan su trabajo silenciosamente, que estén ahí cuando más se les necesita y que, sumados al resto de la cartera, te permitan dormir tranquilo incluso cuando los titulares inviten al pánico. Creemos que estos cinco fondos cumplen con creces esa misión.

El fondo Icaria PATRIMONIO FIL FI (ISIN ES0147415006) es un fondo inscrito en el registro de la CNMV con el número: 131 y con fecha de inscripción: 04/04/2025 en la categoría de Fondos de Inversión Global. Nivel de riesgo es 6/7 (siendo 7 riesgo muy alto). El Fondo está gestionado por Andbank Wealth Management SGILC, S.A (Grupo Andbank). La entidad depositaria del fondo es Banco Inversis S.A. y la firma auditora del mismo es Capital Auditors and Consultants SL. El contenido de esta carta es meramente informativo y no constituye solicitud o recomendación de suscripción de participaciones de Icaria Capital Cartera Permanente FI. La adquisición de participaciones por el inversor deberá efectuarse de conformidad con su folleto informativo, documento con los datos fundamentales para el inversor, así como con la ficha del fondo y demás documentación legal en vigor (informe semestral y trimestral, reglamento de gestión y CCAA). Toda esta información está disponible, de forma gratuita y accesible, en la página web de la gestora Andbank Wealth Management, SGILC, S.A.U <https://www.andbank.es/andbank-wealth-management/fondos/> y en la página web de la CNMV: <https://www.cnmv.es> La inversión en mercados financieros puede conllevar, entre otros, un riesgo del mercado de renta variable, de tipo de interés, de tipo de cambio, de inversión en países emergentes, así como de concentración geográfica o sectorial y de liquidez. Pudiendo representar la pérdida del capital invertido o el de ausencia de rentabilidad. El nivel de riesgo del fondo es indicativo del riesgo del fondo y está calculado en base a datos históricos que, no obstante, puede no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo. **Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras.** Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo. Puede obtener información adicional sobre dicho fondo y sobre los supuestos y forma de reclamar la garantía y su alcance en <https://www.andbank.es>.

Andbank Wealth Management, S.G.I.I.C., S.A.U. • CIF: A-78567153 • Calle Serrano, 37 - 1ª • Registro Mercantil de Madrid: Tomo 31.045, Folio 5, Sección 8ª, Hoja M-558.774 • Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV: nº 237

Comentario a cierre de febrero

<https://www.youtube.com/watch?v=htzvVmgyz38>

Febrero ha sido un buen mes. Ahora mismo estamos a finales de marzo, y **hemos vivido un mes de marzo bastante apocalíptico**. Creo que Trump se ha pasado de la raya. Siempre ha sido una persona bastante controvertida, pero creo que este 2026 se ha pasado de frenada. En pocos meses hemos tenido lo de Maduro y la intervención del mercado de petróleo venezolano de forma unilateral. No es una defensa de Maduro, pero es una defensa de que los estados no pueden intervenir de forma unilateral. Tiene que ser algo consensuado, que para eso existen las leyes. Luego tuvimos la amenaza de Groenlandia, que no es cosa menor.

Y lo de la guerra de Irán está siendo catastrófico a nivel humano y económico. Ha sido como si el abusón del colegio se metiera con la persona equivocada, y ésta le respondiera como no se esperaba. Trump se ha metido con el país que no debía. La respuesta ha sido bastante más bestia de lo que él tenía previsto. Eso se ha visto reflejado en un mes de marzo que ha sido catastrófico para la gran mayoría de activos. Básicamente porque los mercados, la economía y los agentes económicos no están preparados para funcionar en base a los impulsos de Trump. Por eso espero que haya un impeachment en el corto o medio plazo, porque ya no es sólo el tema económico, humano, sino que el mundo se está volviendo a un lugar mucho más peligroso de lo que era antes de llegar él.

Eso es lo que más me preocupa a mí, como padre de familia. Hemos visto que el CEO de Palantir, que está directamente relacionado con defensa americana y muy involucrado en todas las labores de guerra, se ha comprado un búnker de 48 millones de euros. Si la gente que tiene información de primera mano está tomando esas medidas, ¿qué mundo nos está dejando el señor Trump? Así que, como primera reflexión, creo que es urgente que alguien le ponga un poco de freno. Se le ve bastante desatado.

Respecto a los fondos, **Icaria Patrimonio ha tenido un buen mes de febrero**, cerrando cerca de los 23 millones de euros. Seguimos creciendo mes a mes. Supongo que llegará un momento en el que se ralentice el crecimiento, pero por ahora está siendo extraordinario. No he gestionado ningún fondo con un volumen de crecimiento tan rápido. **Llevamos pocos meses gestionándolo y estamos en 23 millones**. Es

maravilloso. Agradezco enormemente la confianza de la gente, estamos tremendamente contentos.

La rentabilidad mensual ha sido del 0,77% en la clase I, un mes más positivo, ya llevamos ocho meses consecutivos al alza. Yo estoy tranquilo, llevo muchos meses trabajando en la parte defensiva de la cartera, he de decir que **en marzo hemos terminado este proceso de rotación defensivo.** Ahora empezaremos a mirar más en mercados privados. Creo que puede ser un buen momento para empezar a rascar en infraestructuras. Es donde voy a poner ahora mismo el foco.

Y esto como pequeña introducción de dónde estamos ahora mismo. Es lógico que estemos captando tanto patrimonio, porque mucha gente busca un fondo que pueda dar un rendimiento por encima de la inflación, pero que tenga un buen comportamiento cuando todo vaya mal. Al estar todo tan revuelto, con tanta incertidumbre, la gente busca algo de confianza y con garantía en lo que invertir, que lo haga bien en las subidas, pero que también lo haga mejor aún en las caídas.

Con respecto a la situación macro, **si la guerra no se resuelve rápido, estamos en un punto bastante delicado ahora mismo.** Espero que se pongan todos los esfuerzos por resolverlo, por lo humano y por lo económico. Estamos en un punto crítico, en una situación contrarreloj. Es necesario solucionarlo, porque la inflación nos está impactando a todos. Tenemos lo que yo hablaba hace unos meses, que es una economía en forma de K. Esto básicamente significa que se ha evaporado la clase media. No existe, simplemente subsiste.

A día de hoy, los salarios apenas han crecido y el coste de la vida se ha disparado, por lo que quien está manteniendo el consumo es la clase alta. El problema es que la clase alta tiene mucha exposición a mercados financieros y consume cuando estos van bien, pero cuando en los mercados hay una caída del 20-30-40%, alguien que tiene gran parte de su patrimonio ahí, no va a consumir de la misma forma. Y eso impacta bolsa, real estate, en todo. Este es un punto crítico para mí.

Me atrevería a decir que la clase media ya está en recesión. No como clickbait, sino como realidad. Porque a día de hoy, ser capaz de ahorrar con los salarios que hay, es prácticamente imposible. Si a eso le sumas la inflación en los niveles que está, el resultado es una situación, cuanto menos, delicada. Para las clases altas no hay

problema, ya que han sido tremendamente beneficiados por el ascenso que han tenido los mercados financieros en los últimos años.

Ante esta foto, nosotros siempre pecamos de ser conservadores, para lo bueno y para lo malo. En Icaria Patrimonio hemos estado trabajando desde octubre en la parte defensiva, no es algo que sea reciente. Es imposible predecir cuándo va a llegar una recesión. Por muy negro que se vea el panorama, los mercados pueden seguir subiendo 3, 4, 5 años y con la inflación que estamos sufriendo estos meses más recientes, es imprescindible mantenerse invertido, pero la gestión del riesgo es muy importante.

La gestión del riesgo es algo que se infravalora mucho. Hablamos mucho sobre la diversificación, hablamos mucho sobre los activos descorrelacionados, pero para mí es igual de importante la gestión del riesgo. Es algo que nos tomamos muy en serio.

En lo relativo al oro, se han dado diversas circunstancias. Un entorno de tipos reales positivos perjudica al oro y, como las expectativas de bajadas de tipos de interés se han evaporado en cuestión de dos semanas, ya nadie espera bajadas de tipos en ninguna economía. Eso es a día de hoy, a finales de marzo. Igual dentro de tres semanas, la situación cambia radicalmente. Es el mundo en que vivimos por culpa de Trump. Pero a día de hoy, ya nadie espera bajadas de tipos, se esperan subidas. Entonces, en un escenario de subidas de tipos por encima de la inflación, eso te lleva a tipos reales positivos. Es un escenario que perjudica al oro. Ese es uno de los motivos por el que ha sufrido en marzo.

Otro de los motivos del comportamiento del oro es lo que llevamos diciendo varios meses, que ha entrado mucho inversor minorista al calor de las altas rentabilidades. Por desgracia, entran porque sube, sin entender por qué entran. Eso es un problema crítico. Así que cuando el oro cae, los movimientos se exageran. Igual que cuando sube, sube de más, cuando cae, cae de más. Y el motivo menos obvio y quizás más relevante es ver un dólar fortaleciéndose, y es lo que ha ocurrido este último mes. En marzo, el dólar ha subido bastante, hace que el mundo tenga un menor acceso a la liquidez. El mundo se mueve en dólares, las materias primas se compran en dólares, la inflación se traslada mayoritariamente en dólares y hay un menor acceso al dólar porque está más caro. Eso hace que, ante esa dificultad para obtener dólares, los activos más líquidos como el oro, se vean envueltos en ventas institucionales para conseguir liquidez en dólares. El oro cotiza en dólar, haces una venta de oro y te llevas dólares.

También se ha descubierto que el Banco Central turco ha estado envuelto en gran parte de las ventas que ha habido en oro, fruto de la revalorización que había tenido y de su necesidad de dólares. Ese conjunto de circunstancias llevan a una caída importante en el oro. **En momentos de lucha por conseguir liquidez**, en momentos iniciales de tensión, como por ejemplo fue 2007-2008, **el oro sufre**. Luego tiene un comportamiento espectacular, como tuvo en el año 2009, pero en momentos de tensiones en la liquidez, el oro sufre, igual que la mayor parte de los activos. En esos momentos, el refugio debería ser Letras del Tesoro y renta fija muy conservadora. Es algo que comento muchas veces cuando hablo de la Cartera Permanente.

Con respecto a la renta variable, ha sido un mes muy malo. Europa ha caído en torno a un 10%, Estados Unidos en torno a un 6%. Caídas importantes en el mes. Ha habido una rotación muy grande hacia Europa, pero yo diría que soy pesimista de cara a la renta variable europea. ¿Por qué? Porque la situación de deuda europea es bastante crítica, de deuda y de déficit. Ya está el Banco Central Europeo hablando de subidas en tipos de interés. Sí que es cierto que si se consigue cerrar el capítulo de la guerra de Irán, recuperar un poco la confianza y que todas estas expectativas de inflación y subidas de tipos se calmen, puede cambiar el panorama.

Estamos hablando de que Francia se está financiando al 4,1%, ahora mismo, mientras que en el año 2021 se financiaba al 0%. No somos conscientes de las implicaciones de esto. Con una deuda sobre PIB gigantesca, en vez de financiarte al 0%, hacerlo al 4%, es algo crítico. Pensemos a nivel personal, si nuestra hipoteca nos costase un 0% o nos costase un 4%, nos cambia la vida. Esto es lo mismo. Ante el escenario de tipos de interés que tenemos ahora mismo, el Euribor se ha disparado, así que la situación es complicada. Espero que todos pongan de su parte y se solucione el conflicto de Irán lo antes posible.

Ahora mismo las perspectivas no son buenas, pero siempre existe la salida del TACO trade, que las cosas lleguen a buen puerto, todo se relaje y la narrativa cambie. Porque igual que Trump hace que podamos estar hoy en una situación crítica en tipos de interés, dentro de tres semanas podemos estar en el punto opuesto. Ese es el mundo que nos deja.

En cuanto al comportamiento de Icaria Patrimonio, lo mejor del mes han sido las categorías de macro y CTA (futuros gestionados), han sido Brevan Howard, Transtrend, Campbell y demás, que ha hecho un +3% aproximadamente en euros. Luego, renta variable ha hecho +2,28%. Ha sido un buen mes, aunque las small caps americanas lo han hecho muy mal. Todo lo demás, ha ido bien. Deuda frontera lo he hecho muy bien en el mes de febrero, se ha marcado un +2% mensual, es una animalada en un fondo de renta fija. Es cierto que marzo no ha sido tan positivo, ha caído un 1 y pico, pero va muy bien en lo que va de año. Nuestra exposición a crédito ha hecho un +0,53% positivo, real assets un +0,46%, trade finance un +0,35%, cat bonds un +0,32%, microfinance y private equity también positivos en un +0,20%.

Ha sido un buen mes, **todos los activos se han comportado de forma positiva, sin excepción**. Aprovecho para anunciar que a partir de este mes vamos a tener una mayor transparencia a la hora de reportar las categorías. Vamos a desglosarlas en todas sus categorías, para que la gente entienda mejor cómo invertimos. Es decir, va a estar más definido el asset allocation del fondo. En concreto, **las categorías serán Macro/CTA, Renta Variable, Deuda Frontera, Crédito Non-rated, Activos Reales, Trade Finance, Cat Bonds, Microfinance y Private Equity**.

Así es como lo vamos a categorizar, para dar una imagen mucho más real de la cartera. A partir de marzo se va a incorporar alguna categoría más. **Vamos a tener Retorno Absoluto y Volatilidad**, que ya sabéis que hemos hablado hace unos meses de ello, a través del fondo Assenagon, entre otros. Son nuevas mejoras a la visibilidad para el partícipe, para que tenga una visión más completa de la situación.

/ Equity:	22,0%
/ Private equity:	16,7%
/ Cash:	14,4%
/ Macro/CTA:	10,5%
/ Real assets:	8,9%
/ Cat bonds:	7,6%
/ Trade finance:	5,4%
/ Deuda frontera:	4,6%
/ Credito non-rated:	3,4%
/ Microfinance:	2,7%
/ Retorno absoluto:	1,9%
/ Volatility:	1,9%

En cuanto a los pesos actuales de la cartera, **ahora mismo tenemos un 22% en Renta Variable, un 16,7% en Private Equity, un 14,4% en pagarés y proxys del cash, que no es cash. Un 10,5% en Macro/CTA, un 8,9% en Activos Reales, un 7,6% en Cat Bonds, un 5,4% en Trade Finance, un 4,6% en Deuda Frontera, un 3,4% en Crédito Non-rated, un 2,7% en Microfinance, un 1,9% en Retorno Absoluto y un 1,9% en Volatilidad.**

En marzo ha cambiado algo y tenemos más peso en Volatilidad y Retorno Absoluto. Febrero fue la parte final de la transición a nuestra posición neutral-defensiva y marzo ya fue la culminación de mantenernos neutral-defensivo.

En cuanto a incorporaciones que planteamos añadir a cartera en marzo, tenemos los fondos Long-Short. En la carta mensual de febrero, desengranamos el proceso que hicimos a la hora de estudiar qué fondos incorporábamos. **Cogimos los 57 mejores fondos long short, y establecimos un sistema de puntuación de 5 dimensiones**, por ejemplo la capacidad de proteger en momentos de crisis, cuánto captura de las subidas de renta variable, cuánto mejoran las métricas de la cartera, cuánto se reducen las pérdidas máximas de la cartera, y cuál es la descorrelación real respecto a ellos entre sí y respecto al MSCI World.

Y, así, formamos un conjunto lo más sólido posible. De hecho en marzo, que ha sido un mes complicado, los fondos long short lo han hecho bien, quedando planos o

ligeramente positivos. En marzo, lo que ha sido terrible para todo el mundo es la renta variable, ahí no hay margen de maniobra. Y veremos el resto de activos. **Marzo ha sido un mes que por la parte de renta variable va a ser más complicado que el resto.** Al final, en esto consiste tener carteras diversificadas. En vez de tener el comportamiento de la renta variable pura, tienes un comportamiento razonablemente mejor en las caídas. Eso es lo que buscamos.

Invito a la gente a leer la carta mensual, porque desgranamos el proceso que seguimos a la hora de cómo llegar a esa conclusión de elección de fondos. Es un proceso que nos lleva semanas de trabajo, así que poderlo resumir en tres páginas es maravilloso. Pero fue un proceso bastante largo (reunirse con las gestoras, conseguir todo el material, hacer el análisis cualitativo de cada uno de los fondos y de los equipos gestores, para por último hacer el análisis cuantitativo).

Al final, lo importante es conjugar bien todos los ingredientes, no sólo uno. Todo esto son las novedades con respecto a Icaria Patrimonio. Muchas gracias a todos por la confianza. Nos leemos dentro de un mes.