

Icaria Patrimonio, FIL
Carta y comentario - junio 2026

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

Comentario de Mercado Junio 2026

Aviso legal

El presente documento tiene carácter exclusivamente informativo y está dirigido únicamente a los partícipes actuales de Icaria Patrimonio FIL. No constituye una oferta, solicitud, recomendación de inversión ni asesoramiento financiero, ni debe considerarse una comunicación comercial en los términos previstos en la normativa aplicable.

Las opiniones, valoraciones y análisis contenidos en este documento reflejan el criterio del gestor en la fecha de elaboración, se emiten con finalidad explicativa del proceso de inversión y pueden cambiar en el futuro en función de la evolución de los mercados y de la información disponible.

La información relativa a datos históricos, objetivos o características de fondos de terceros procede de fuentes que se consideran fiables, pero no se garantiza su exactitud ni su vigencia, ni que dichos comportamientos se repitan en el futuro.

Las referencias a instrumentos financieros, fondos, estrategias, gestoras o activos concretos contenidas en este documento se realizan a título meramente ilustrativo, en el contexto de la descripción de la cartera y del proceso de inversión, y no deben interpretarse en ningún caso como recomendaciones de compra, venta o mantenimiento.

Las rentabilidades pasadas, los datos históricos y los ejemplos de comportamiento en distintos entornos de mercado no constituyen un indicador fiable de resultados futuros, ni en mercados cotizados ni en mercados privados.

Las comparaciones con índices, carteras tradicionales (por ejemplo, 60/40) u otras carteras de referencia que aparecen en este documento son ilustrativas, no homogéneas, y su lectura depende del perfil del inversor y del momento del ciclo.

Ciertas expresiones de carácter prospectivo reflejan expectativas razonables del gestor en el momento actual, pero están sujetas a riesgos, incertidumbres y factores externos que pueden provocar resultados distintos a los esperados.

La inversión en Icaria Patrimonio FIL conlleva riesgos, incluidos, entre otros, riesgos de mercado, tipos de interés, liquidez, crédito, valoración, concentración, divisa y estrategias alternativas, pudiendo dar lugar a pérdidas sobre el capital invertido.

El contenido de este documento no tiene en cuenta la situación financiera, fiscal o los objetivos específicos de ningún partícipe en particular. Cada inversor debe valorar, de forma independiente o con el asesoramiento que estime oportuno, la adecuación de la inversión a su perfil y horizonte temporal.

“

Cerramos junio de 2026 con una rentabilidad del +0,15% en la clase A y del +0,18% en la clase I. El patrimonio bajo gestión, sumando las tres clases, se sitúa en torno a los 28,1 millones de euros

”

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 se está anclado a un perfil de activo, el conflicto de interés es importante e intentará argumentar que esa categoría es la mejor en detrimento del resto. Tenemos la gran suerte de disponer de 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 una composición construida sin un sesgo estructural hacia ninguna categoría de activo, y los conflictos de interés se gestionan conforme a la política interna de la gestora. La cartera busca un equilibrio entre el mundo cotizado, con su volatilidad y liquidez, y el mundo privado, con su prima de rentabilidad, menor volatilidad y mayor iliquidez.

UN CAMBIO EN LA FORMA DE CONTARTE EL MES

A partir de esta carta hacemos un pequeño cambio en el planteamiento del comentario. La

“

La rentabilidad del primer año ha sido del +7,19%. De los doce meses, once cerraron en positivo

”

“

El crecimiento del proyecto también merece una mención. Icaria Patrimonio arrancó en mayo de 2025 con un partícipe y 300.000 euros. Un año después somos 128 partícipes y algo más de 28 millones de euros

”

“

Julio ha dejado muchos titulares, pero casi todos apuntan en la misma dirección. El apetito por especular y por apalancarse ha llegado a niveles que conviene vigilar

”

parte donde repaso lo que ha pasado en los mercados corresponderá al mes que acabamos de cerrar en el calendario. Las cifras del fondo (rentabilidad, patrimonio y desglose por categorías) seguirán siendo las del mes cuya valoración se acaba de publicar, que como sabéis va con un mes de decalaje por el propio funcionamiento del FIL.

En esta carta, por tanto, el cierre del fondo es el de junio de 2026 y el repaso de mercados es el de julio. Lo hacemos para que tengas un pulso más cercano de lo que está ocurriendo en el momento en el que lees, sin perder rigor en la parte contable.

Cerramos junio de 2026 con una rentabilidad del +0,15% en la clase A y del +0,18% en la clase I. El patrimonio bajo gestión, sumando las tres clases, se sitúa en torno a los 28,1 millones de euros. Ha sido un mes positivo aunque modesto. La parte de bolsa y la de private equity aportaron, y buena parte de esa aportación se la comieron la corrección del oro y el mal mes de las estrategias macro.

Junio marca el cierre del primer año completo de Icaria Patrimonio FIL, así que toca hacer un alto y compartir las cifras. Los datos corresponden a la clase I y cubren los doce meses de julio de 2025 a junio de 2026.

La rentabilidad del primer año ha sido del +7,19%. De los doce meses, once cerraron en positivo. El único mes negativo fue marzo (-2,25%), coincidiendo con la escalada del conflicto entre Estados Unidos e Irán, que castigó a prácticamente todos los mercados a la vez.

En cuanto al riesgo, la volatilidad del fondo en su primer año ha sido del 3,56% anualizado. Para poner ese número en contexto, La volatilidad del índice de renta fija europea de calidad* (Investment Grade) (FTSE Euro Broad Investment-Grade Bond Index) es del 3,86%. Es decir, el fondo se ha movido menos que la renta fija de calidad europea y prácticamente tres veces menos que la bolsa mundial* (MSCI world en euros), generando un retorno superior al 7%. Los tres números están calculados con la misma metodología, retornos mensuales de los últimos doce meses anualizados, que es la frecuencia con la que se valora el fondo. La comparación se ofrece como referencia, no como benchmark.

Con esos datos, el ratio de Sharpe del año (que mide cuánta rentabilidad se obtiene por cada unidad de riesgo) ha sido de 1,42, y el Sortino (que mide lo mismo pero mirando solo las caídas) de 2,09. Son cifras coherentes con lo que buscamos desde el diseño del fondo: retorno consistente con volatilidad baja y caídas controladas.

El crecimiento del proyecto también merece una mención. Icaria Patrimonio arrancó en mayo de 2025 con un partícipe y 300.000 euros. Un año después somos 128 partícipes y algo más de 28 millones de euros. Sumando Icaria Renta, el proyecto conjunto supera ya los 38 millones. Hace un año esta cifra era difícil de imaginar, y la única forma que conocemos de responder a esa confianza es seguir trabajando con la misma disciplina del primer día. Estas cifras corresponden a los doce meses cerrados a 30 de junio de 2026 y no son un indicador fiable del comportamiento futuro del fondo.

(*Fuente: Bloomberg)

LO QUE HA PASADO EN LOS MERCADOS · JULIO DE 2026

Julio ha dejado muchos titulares, pero casi todos apuntan en la misma dirección. El apetito por especular y por apalancarse ha llegado a niveles que conviene vigilar. Os cuento primero lo que ha pasado y después por qué creo que es importante.

El caso más comentado del mes ha sido el de Leopold Aschenbrenner, un ex-empleado de

“

Años de rentabilidad espectacular comprometidos en cuestión de horas. El apalancamiento funciona exactamente así, multiplica en las dos direcciones, y en la mala no suele dar tiempo a reaccionar.

”

“

Cuando el mercado premia a los especuladores, nuestra cartera avanza más despacio que ellos. Cuando el viento cambia, no tenemos que vender nada por un margin call

”

OpenAI de veinticinco años que gestionaba un hedge fund apalancado cuatro veces. Es decir, por cada dólar propio invertía tres prestados. El fondo acumulaba una rentabilidad del +1.500% desde su arranque y del +400% solo en el primer semestre de este año. En una sola noche, los bancos que le prestaban le exigieron más garantías y tuvo que vender posiciones de madrugada para responder. Años de rentabilidad espectacular comprometidos en cuestión de horas. El apalancamiento funciona exactamente así, multiplica en las dos direcciones, y en la mala no suele dar tiempo a reaccionar.

El segundo episodio ha sido Corea del Sur. Su bolsa cayó un 40% desde los máximos de julio, con dos sesiones seguidas perdiendo un 16% cada una. Lo más duro no está en el índice sino en los particulares. Cerca de la mitad de los coreanos que compraron acciones de Samsung están en pérdidas, y siete de cada diez de los que compraron SK Hynix también. En mayo el regulador coreano aprobó los ETFs apalancados sobre una sola acción, y la mayoría de esos productos pierde ya más del 60%. Pocos días después de las caídas, la bolsa coreana subió un 20% en una sola sesión, la mayor subida diaria de su historia. Del pánico a la euforia en cuarenta y ocho horas. Ese vaivén es la señal más clara de que lo que mueve ese mercado ahora mismo no es el análisis, es la especulación.

¿Por qué le doy tanta importancia a esto? Porque este patrón se ha repetido a lo largo de toda la historia económica, y muchas veces justo antes de las grandes crisis. No es una opinión, son datos.

En 1929, los inversores americanos compraban acciones poniendo solo el 10% del dinero; el resto era prestado. Cuando el mercado se dio la vuelta, las ventas forzadas alimentaron más caídas y el índice Dow Jones llegó a perder un 89% desde máximos. Tardó veinticinco años en recuperarlos. En Japón, la burbuja de finales de los ochenta se financió con crédito bancario masivo; la bolsa japonesa tocó techo en 1989 y no volvió a ver esos niveles hasta 2024, treinta y cinco años después. En la burbuja puntocom, el Nasdaq cayó un 78% entre 2000 y 2002 y tardó quince años en recuperar los máximos. Y en 2008 el problema fue el apalancamiento de los propios bancos, que operaban con treinta veces su capital.

El patrón viene de mucho más atrás. En 1720, la burbuja de la South Sea Company en Inglaterra arruinó a media aristocracia británica, incluido Isaac Newton, que llegó a decir que podía calcular el movimiento de los astros pero no la locura de la gente. Y también se ha repetido dentro de la propia industria de la gestión. En 1998, un fondo llamado LTCM, que tenía en su consejo a dos premios Nobel de economía, quebró en semanas por operar apalancado veintiséis veces; la Reserva Federal tuvo que coordinar un rescate para evitar el contagio al sistema. En 2021, Archegos, el vehículo de un gestor llamado Bill Hwang, colapsó en días y provocó unos 10.000 millones de dólares en pérdidas a los bancos que le financiaban.

Todos estos episodios comparten los mismos ingredientes, apalancamiento agresivo, posiciones concentradas, entusiasmo colectivo y la convicción de que esta vez es diferente. Y todos acabaron igual, un cambio brusco de las condiciones, llamadas de garantía y ventas forzadas. Da igual la época, el país o el instrumento. Es un rasgo del comportamiento humano en los mercados.

No sabemos si lo de julio es el aviso de algo mayor o simplemente ruido dentro de un ciclo alcista. Lo que sí sabemos es que Icaria Patrimonio no necesita acertar esa pregunta. La cartera no usa apalancamiento, no concentra el riesgo en una sola idea y combina activos que se mueven por motivos distintos. Cuando el mercado premia a los especuladores, nuestra cartera avanza más despacio que ellos. Cuando el viento cambia, no tenemos que vender nada por un margin call.

Cierro el repaso con tres apuntes breves del mes. La Reserva Federal, con Kevin Warsh al

frente, mantuvo los tipos sin cambios, pero tres miembros del comité votaron por subirlos y el bono americano a treinta años llegó a niveles que no se veían desde 2007. Meta perdió más de cien mil millones de dólares de valor en una tarde tras presentar resultados, no porque el negocio fuera mal, sino porque casi toda la caja que genera se la está gastando en infraestructura de inteligencia artificial. Y el oro cerró su peor trimestre en más de una década, con una caída del 14%, algo que comento con más detalle al final de la carta.

RENTABILIDAD POR CATEGORÍAS EN JUNIO DE 2026

A continuación se incluye la rentabilidad por sub-categoría sobre el patrimonio final del fondo en junio de 2026. Como aclaración, dentro de cada categoría podemos mencionar el comportamiento de alguno o algunos activos, pero no de todos los incluidos, con el fin de proteger nuestro trabajo y propiedad intelectual.

Equity	+1,11%	Principal contribuidor del mes. La categoría representa cerca del 25% del fondo y la recuperación de la parte cotizada ha empujado al conjunto.
Private Equity	+1,60%	Otro mes destacado. La consistencia de esta categoría se sigue reflejando mes tras mes.
Real Assets	-3,94%	La partida más negativa del mes. El oro ha entrado en una fase correctiva tras un año extraordinario y se ha llevado por delante buena parte del retorno de la categoría. Las infraestructuras aportaron su rendimiento habitual sin sobresaltos.
Macro/CTA	-2,08%	Mes complicado para las estrategias macro, con los tipos moviéndose de forma errática y varias tendencias dándose la vuelta de golpe.
Long Short Equity	+0,07%	Mes prácticamente plano. Estas estrategias siguen cumpliendo su función de descorrelación, sin protagonismo pero sin daño.
Retorno Absoluto	+0,55%	Rendimiento positivo en línea con el perfil de baja volatilidad de la categoría.
Deuda Frontera	+1,33%	Buen mes para la deuda de mercados frontera en divisa local, con un dólar más estable ayudando.
Cat Bonds	+0,74%	Aportación positiva y consistente, al margen del ruido del resto del mercado, que es exactamente su función.
Trade Finance	+0,52%	La financiación del comercio a plazos cortos y con colateral sigue aislada del ruido de otras categorías de deuda.
Volatility	+1,40%	Comportamiento sólido en un mes con mucha dispersión entre valores, que es el entorno donde esta categoría más aporta.
Crédito Non Rated	+0,02%	Mes plano, dentro de la variabilidad normal de la categoría.
Microfinance	+0,28%	Otro mes de consistencia. Rendimiento estable y descorrelación casi total con los mercados tradicionales.

REAL ASSETS EN EL CONTEXTO ACTUAL

Real Assets ha sido la categoría más negativa del mes por la corrección del oro, y me parece el momento adecuado para explicar por qué esta categoría es estructural en la cartera y qué papel cumple cada una de sus piezas. Un mes o un trimestre malo no cambian la tesis. Lo que la sostiene son los factores de fondo, y esos factores siguen ahí.

El razonamiento parte de tres realidades. La primera, los déficits públicos. Estados Unidos

“

Estados Unidos gasta cada año bastante más de lo que ingresa y su deuda pública ronda ya el 124% del PIB, con proyecciones que apuntan al 139% en 2030. Europa no está mucho mejor, Francia cerró 2025 con un déficit por encima del 5%.

”

“

El oro protege cuando hay pérdida de confianza en el dinero o tensión geopolítica extrema, y sus grandes ciclos históricos lo confirman

”

gasta cada año bastante más de lo que ingresa y su deuda pública ronda ya el 124% del PIB, con proyecciones que apuntan al 139% en 2030. Europa no está mucho mejor, Francia cerró 2025 con un déficit por encima del 5%. Ningún gobierno occidental tiene hoy un plan creíble para reducir su deuda, y la vía históricamente más transitada para aliviarla es que la inflación haga el trabajo. La segunda realidad es la cantidad de dinero en circulación, que tras quince años de políticas monetarias expansivas es muy superior a la de antes de 2008, y el proceso para reducirla avanza muy despacio. Y la tercera es que la inflación que vive el ciudadano en las partidas que más pesan (vivienda, alimentación, sanidad) suele ser mayor que la que reflejan las estadísticas oficiales. Cuando se juntan estas tres cosas, los activos reales (aquellos con valor propio, que no dependen de la promesa de pago de nadie) tienden a proteger el poder adquisitivo mejor que el dinero.

Dentro de Real Assets tenemos varias piezas que hacen cosas distintas en momentos distintos. El oro protege cuando hay pérdida de confianza en el dinero o tensión geopolítica extrema, y sus grandes ciclos históricos lo confirman: subió con fuerza en los años setenta tras el fin del patrón oro-dólar, volvió a hacerlo entre 2000 y 2011 con las crisis de aquella década, y ha vuelto a hacerlo desde 2019 con la expansión monetaria y las tensiones geopolíticas actuales. Las commodities funcionan mejor cuando la economía real crece con fuerza y los precios de los bienes suben, como pasó en los setenta, en el despegue de China o en la salida de la pandemia. Y las infraestructuras e inmobiliario generan ingresos recurrentes protegidos frente a la inflación mediante contratos de largo plazo, por lo que aportan estabilidad a lo largo del ciclo económico.

Ninguna de ellas funciona siempre. Cuando el oro corrige, como este trimestre, las infraestructuras siguen aportando. Cuando las commodities caen, el oro puede ejercer de refugio. Cuando la inflación se modera, las infraestructuras con contratos indexados siguen defendiendo. Por eso no tenemos una única exposición a activos reales sino a varias, complementarias entre sí. Y en cada una procuramos estar de la forma más eficiente posible: el oro, a través de un instrumento físico de bajo coste con custodia institucional, sin mineras ni derivados que añaden riesgos que no queremos; las infraestructuras y real estate, a través de vehículos institucionales con buenas condiciones y sin las complicaciones operativas de los formatos tradicionales. Cada pieza tiene su rol dentro del asset allocation de Icaria para un determinado momento del ciclo. Un mes negativo en Real Assets no invalida la tesis; en todo caso recuerda por qué la cartera está construida así.

Hasta aquí nuestro comentario mensual de Icaria Patrimonio FIL relativo al mes de junio de 2026 (con lectura de mercado de julio). Aprovecho para agradecer la confianza depositada en este proyecto durante este primer año de vida del fondo. Seguiremos trabajando con disciplina y transparencia y sobre todo, seguiremos construyendo.

Estos comentarios reflejan expectativas del gestor y están sujetos a incertidumbre; los ciclos históricos descritos no son un indicador fiable del comportamiento futuro de estos activos.

Advertencias y consideraciones legales

La inversión en Icaria Patrimonio FIL conlleva riesgos, incluidos, entre otros, riesgos de mercado, tipos de interés, liquidez, crédito, valoración, concentración, divisa y estrategias alternativas, pudiendo dar lugar a pérdidas sobre el capital invertido.

El contenido de este documento no tiene en cuenta la situación financiera, fiscal o los objetivos específicos de ningún participante en particular. Cada inversor debe valorar, de forma independiente o con el asesoramiento que estime oportuno, la adecuación de la inversión a su perfil y horizonte temporal.

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 junio-26

<https://www.youtube.com/watch?v=N3vISTFzciI>

Cumplimos un año de Icaria Patrimonio FIL, y **ha sido un primer año excepcional**. Si me hubiesen preguntado antes de montar el fondo, no habría sido tan optimista. Estamos a punto de llegar a los 30 millones, a finales de julio, que es cuando grabamos este vídeo. a cierre de junio estábamos por encima los 28 a cierre de julio. En cuanto a la rentabilidad, se cumplen los 12 primeros meses y hemos tenido un junio positivo, con un +0,15% en Clase A, +0,18% en Clase I y +24% en Clase Z. Con **11 meses positivos de 12, lo que demuestra la consistencia del fondo**, siendo además que no es renta fija, donde es más fácil tener esa consistencia.

Icaria Patrimonio es un fondo con visión y asignación de activos patrimonialista, que engloba muchas tipologías de activos, por lo que es bastante más difícil tener tanta consistencia englobando activos de riesgo. Hemos tenido una rentabilidad en línea con el perfil defensivo que tiene el fondo. Como hemos comentado, ya desde hace muchos meses tenemos un perfil bastante defensivo. **La rentabilidad en los últimos 12 meses ha sido del 7,19%**, con 11 de 12 meses positivos. Y algo muy importante, lo hemos conseguido **con una volatilidad del 3,56%** anualizada.

Comparando en Bloomberg con un índice de renta fija europea de calidad Investment Grade, renta fija de alta calidad, de duración media (no corta), si mensualizamos los retornos, la volatilidad anualizada del índice de renta fija es del 3,86%. Es decir, ahora mismo Icaria Patrimonio tiene una volatilidad inferior a renta fija Investment Grade de duración media, en un periodo en el que la renta fija lo ha hecho de forma excepcional.

Así que estamos muy contentos de todas las métricas de rentabilidad-riesgo en este primer año. **El Sharpe por encima de 1, con un Sortino en torno a 2, es una absoluta barbaridad**. Lo importante no es lo que se ha conseguido el primer año, sino lo que se consiga los próximos 5 o 10 años. Un año no nos dice mucho. Sobre todo, hemos cumplido el enfoque del fondo, que es **tener tan sólo un 25% en bolsa, sin nada del MSCI World**. Los fondos que tenemos de bolsa no tiene nada que ver con el MSCI World, así que el comportamiento no tiene por qué parecerse en nada.

Sí es cierto que cuando el MSCI World suba a lo loco, evidentemente el fondo se quedará muy por detrás, porque sólo tiene un 25% en bolsa. Y si el índice cae de forma estrepitosa, es previsible que Icaria Patrimonio aguante bastante mejor. Todo esto en base a la asignación de activos, aunque regulatoriamente no se puede garantizar que las cosas vayan a ocurrir. En base a la diversificación y exposición del fondo, es lo que me parece más previsible.

En relación a la situación macro actual, **veo claras similitudes entre el periodo actual y otros finales de ciclo o incluso burbujas que ha habido.** Citando a Rockefeller, cuando la persona que te limpia los zapatos te pregunta sobre dónde invertir, preocúpate. Eso está pasando justo ahora. El 100% de mis amigos y conocidos, el 100%, preguntándome sobre cómo invertir. Prácticamente todos mis amigos invirtiendo en acciones sin tener ni la más remota idea de invertir en acciones. Por el aspecto de la acción, por si ha subido mucho, si ha caído, es decir, sin criterio. Y esa es la realidad que tenemos hoy en día, la que ha ocurrido siempre en este tipo de periodos de final de ciclo o de burbuja.

Al final puedes identificar todos los factores, puedes ver que la bolsa está increíblemente cara en base al contexto histórico, puedes ver uno de los mayores apetitos por el riesgo que ha habido nunca en los últimos 100 años, etcétera. Puedes ver todo eso, y aún así el mercado puede no caer. En el Substack hablo de los casos de Warren Buffett, cuando fue portada del Times con un título del estilo de que se le ha olvidado invertir, riéndose de él. O el ejemplo de Druckenmiller, el mejor inversor que tenemos a día de hoy en el planeta Tierra, cuando en el año 2000, cansado de que todo el mundo ganase dinero y él no, tras años identificando que había una burbuja, se sube al tren de la burbuja en el año 2000, justo antes de que cayera, para posteriormente perder 3.000 millones. Eso lo hizo el mejor inversor de la historia. Y qué decir de la película de Big Short de Michael Burry, que cuenta la historia de cómo uno de los grandes inversores anticipó la crisis de 2008 muchísimo antes de que sucediese. No son pocos los casos.

En la carta de este mes hablo de grandes burbujas que ha habido, Por ejemplo, el caso de Newton, que se arruinó con la burbuja de South Sea Company. Hablo de 1929 donde parece que allí el mercado cayó un 80% por causas que no tienen nada que ver con hoy. Y no es así. En 1929, el mercado cayó precisamente porque gran parte de la gente se estaba endeudando para invertir, que es justo lo que está sucediendo hoy. Los fondos y ETFs apalancados están en máximos históricos, el nivel de uso de apalancamiento de los

inversores está prácticamente en máximos históricos, y los ingredientes que tenemos son los que son.

Lo hemos visto a pequeña escala en Corea este mismo mes de julio, que tenía todos los ingredientes que estoy citando y en cuestión de dos semanas cayó un -40%. Y claro, los inversores apalancados no perdieron un 40%, sino un 70%. Hemos leído relatos dramáticos sobre familias que lo perdieron absolutamente todo. No culpo a la gente que especula, porque en el tipo de mundo que nos ha tocado vivir, donde todo es tan increíblemente caro, donde a la gente le cuesta llegar a final de mes porque no paran de subir los precios mientras los salarios no suben prácticamente nada, el único resquicio, el único salvavidas que encuentra la gente es especular para poder sobrevivir al entorno que básicamente nos están dejando los gobiernos y los Bancos Centrales, que son los principales culpables de que veamos el supermercado cada día más caro o nos queramos comprar una casa y sea casi imposible a día de hoy.

Y ese es el mundo en el que vivimos. Cuando hace 30 años, nuestros padres querían comprar una vivienda, podían acceder sin ningún problema. A día de hoy es básicamente como si te tocara la lotería, si puedes permitirte. Yo creo que ese es el ingrediente que hace que a día de hoy el apetito por el riesgo esté tan alto. Pocas veces ha llegado a los niveles actuales. Y no por seguir subiendo significa que no exista riesgo, solamente significa que no se ha materializado, que es algo muy importante que la gente se olvida. Así que, haciendo esta radiografía de la situación actual, mi forma de invertir es la que es.

Centrándonos ya en Icaria Patrimonio, tenemos un 15% en **Private Equity**, que ha sido el principal contribuidor a Icaria Patrimonio, con un más 1,6%. Básicamente es invertir en compañías no cotizadas. Tenemos en torno a un 25% en **renta variable**, que ha sido el segundo contribuidor del mes de junio, con un +1,11%. El mes de junio, los fondos Value no han ido bien, mientras que los fondos con un perfil más Small Cap americana, que son las que mejor han ido, han aguantado la parte que ha caído el Value.

El peor comportamiento del mes lo tuvimos de nuestra categoría de **Activos Reales**, que son infraestructuras, inmobiliario y oro. Básicamente activos reales que nos protegen de ese mundo en el que el dinero pierde valor y todo se encarece. Ha sido el activo con peor

comportamiento del mes debido al oro, que cayó un 12%, por lo que la categoría ha caído un -3,94%. En cambio, infraestructuras y demás lo han hecho bien.

Tenemos fondos **macro y CTA**, que son esos fondos que buscan hacerlo bien cuando todo cae. En el año 2022, mientras todo caía un 25%, estos fondos subían un 20-30%. En el año 2020, mientras la bolsa caía un 35%, estos fondos subían un 20-30%. En el año 2008 igual, y podría seguir así. En crisis sostenidas, donde ha habido importantes shocks, lo han hecho muy bien. Por contra, pues en escenarios donde la renta variable sube en línea vertical, muchas veces no lo harán bien. En esa categoría tenemos un 10% y ha hecho un -2% en el mes de junio. Tenemos nuestras estrategias **Long-Short**, que invierten en bolsa pero con un riesgo prácticamente neutro, que han dado un +0,10%. Tenemos nuestras estrategias de **Retorno Absoluto**, que buscan dar rentabilidades positivas en cualquier entorno de mercado, y así ha sido, haciendo un +0,55%. Tenemos nuestra parte de **Deuda Frontera**, de la que llevo hablando más de un año, que es una de las grandes sorpresas. Se trata de renta fija, principalmente, y lleva una rentabilidad en el año de más del 8%. Ha sido una idea que ha funcionado tremendamente bien. Tenemos **Cat Bonds**, que son bonos ligados a catástrofes, sobre todo meteorológicas. El activo ha tenido otro año descorrelacionado de lo que sucede en la economía, totalmente ajeno. En junio nos ha dado un +0,74%. Tenemos la parte de deuda de muy corto plazo para financiar el circulante de las compañías, el Working Capital en **Trade Finance**, que ha dado otro mes positivo. Y ya van cientos de ellos consecutivos. Tremendamente estable, +0,52% en junio.

Tenemos exposición a **volatilidad**, que busca proteger en caídas y beneficiarse cuando haya mucha dispersión, cuando dentro de los índices haya unas acciones que lo hacen muy bien y otras muy mal. Desde luego, está siendo un entorno donde eso está ocurriendo. Ha hecho un +1,4%. Tenemos **Microfinance**, que es financiar pymes emergentes, con una granularidad gigantesca, un track record de 27 años, donde el año con más pérdidas ha sido un -3%. Esa categoría nos ha dejado un +0,28%.

Hay alguna categoría más, pero en general este es el resumen de las categorías que forman la cartera de Icaria Patrimonio, con la rentabilidad que ha habido en ellas.

En la carta mensual hablo de Real Assets, porque es una categoría que se adapta muy bien al entorno actual, porque son activos que te protegen contra entornos inflacionarios como el que estamos viviendo y que creo que nos tocará vivir por muchos años. Hablo de cómo son las infraestructuras, el real estate no cotizado, el oro o las propias commodities, las cuatro grandes temáticas que tenemos en activos reales.

Tenemos exposición a commodities, para escenarios inflacionarios y economía recalentada. Tenemos infraestructuras, que nos protegen de forma directa de la inflación, vía contratos ligados a inflación. Tenemos oro, que nos protege de desastres monetarios, que yo creo que es el que está ocurriendo y está por ocurrir aún más. Tenemos real-estate no cotizadas, que es vinculación a rentas. Es una categoría que para mí se adapta muy bien al entorno macroeconómico actual. Hablo de ellas, por ejemplo **en lo relativo al oro**, que era el gran activo de moda y ahora ya nadie lo quiere en cartera porque cayó un 25%. Me gusta hablar de él especialmente cuando nadie lo quiere. Es lo mismo que hacía en el año 2022. Me gusta comentar lo interesante que es este activo, no para uno ni seis meses, sino para los siguientes años. Y como nos gusta mucho, lo tenemos siempre. No es algo que compremos y vendamos. Lo que sí vamos cambiando, ligeramente, es su peso. Llegó a pesar casi un 5%, luego se fue a alrededor del 2% y ahora pesa en torno a un 4%. Creemos que se adapta muy bien a lo que necesita una cartera como Icaria Patrimonio.

Y poco más. En el cierre del mes que viene, comentaremos nuevos fondos que llevamos meses analizando. **Uno de ellos entrará en octubre, que es de los superlativos, de los increíbles.**

He escrito justo esta semana una entrada [en el Substack](#), sobre uno de los fondos que hay en Icaria Patrimonio desde el principio, que es **Sohra Peak**. Uno de los fondos que mejor conozco, con una rentabilidad por encima del 50% la del S&P500. El S&P500 ha vivido una de las mejores etapas, si no la mejor de su historia, y aún así este fondo lleva una rentabilidad neta del 50% por encima, que se dice pronto. Sin una sola inversión en tecnología, semiconductores, crypto ni nada parecido. Sólo empresas aburridas, como el Decathlon polaco, butacas 4D para los cines, supermercados en Polonia, compañías vinculadas al sector de materias primas en Australia, etcétera. Es decir, algo que no tiene absolutamente nada que ver con el MSCI World. Precisamente eso es lo que hace que

sea un fondo que para mí **encaja muy bien en Icaria Patrimonio**, y por eso lo tenemos desde el principio.

Icaria Patrimonio lleva más de 40 fondos por dentro, realmente es una cartera espectacular, con muchos fondos que no están disponibles para el inversor minorista. Si yo tuviese 100 millones y no existiese Icaria Patrimonio, sería la cartera que tendría yo, para mi patrimonio de 100 millones. Ese es el resumen. Hay más de 40 fondos, lo cual no es ni mejor ni peor. **Son los necesarios cuando hay tantas categorías diferentes, para no concentrar en ninguna de las categorías**, porque como esperas un resultado de cada una de ellas, es la forma de no concentrar en ninguna categoría. De ese modo, consigues obtener el resultado buscado, diluyendo la posible dispersión de rentabilidades de cada categoría.

Que esto suena ultra sofisticado, pero si se lee con detenimiento, lo entenderéis. Si sólo tuviese un único fondo por cada una de las categorías, y ese fondo en un determinado año tiene un mal resultado, no voy a obtener lo que espero de esa categoría. Y como el patrimonio tiene que funcionar lo más cercano a una maquinaria bien engrasada, que cada una de las piezas intente funcionar de la forma más precisa a lo esperado de su categoría, la forma es tenerlo diversificado en más de 40 fondos. Si no, sería imposible.

Hemos conseguido acercar la forma de invertir de los grandes Endowments universitarios con miles de millones y de los grandes Family-Office con cientos de millones, para un inversor particular, desde 50.000 euros, que es algo brutal.

Justo esta semana, uno de nuestros clientes nos enseñaba uno de los nuevos productos estrella para los clientes top de CaixaBank. Un fondo que invierte en Hedge Funds Top, y dos de sus cuatro fondos están presentes en Icaria Patrimonio, con la diferencia de que el fondo tenía una comisión del doble que la de Icaria Patrimonio. Así que es positivo ver que **los productos más exclusivos y exitosos y la gran apuesta de la banca para clientes más adinerados, incluyen los fondos top que nosotros ya tenemos, pero a una fracción del coste que ellos piden.**

Una gran ventaja es que ya hemos comentado, antes de Navidades, qué situación veíamos en algunas de las categorías, y hemos ido adaptando el fondo a lo que vamos

viendo, porque tenemos información directa de las gestoras que nos llega mucho antes que al inversor minorista. Con esto quiero decir que iremos haciendo pequeños ajustes, pero esto no es una cartera en la que haga trading. Son pequeños ajustes. Las categorías pueden oscilar en pesos, pero no gran cosa. La renta variable no va a pasar del 25% al 75%, ni del 25% al 5%. Por ahora, la renta variable ha oscilado entre el 20% y el 28%. No son grandes cambios. Sí que es cierto que cuando se dé una recesión, una caída relevante en los activos de riesgo, Icaria Patrimonio pasará de tener 50% en activos defensivos y 50% en activos con beta mercado, a tener 75% en activos más agresivos y 25% en activos defensivos. Ese es el ajuste que haremos. No será un 100-0, pero sí que será un ajuste importante para que las rentabilidades objetivo suban de forma importante.

Y eso es lo que sí hacemos, porque estamos en contacto con las gestoras cada día.

Gestionamos ahora mismo más de 300 millones y las gestoras nos hacen caso, podemos hablar con ellas y con el equipo gestor. Siempre tenemos información de primera mano de qué está sucediendo.