

Icaria Patrimonio, FIL
Carta mensual - marzo 2026

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

Comentario de Mercado Marzo 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 comparaciones con la cartera 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.

Las referencias a instrumentos financieros, fondos, estrategias, gestoras o activos concretos contenidas en esta sección y en el resto del 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.

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.

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

“

La rentabilidad del mes ha sido de -2,27%. El patrimonio bajo gestión a cierre de marzo se sitúa cerca de los 24 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 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 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.

Cerramos marzo de 2026 en Icaria Patrimonio FIL. La rentabilidad del mes ha sido de -2,27%. El patrimonio bajo gestión a cierre de marzo se sitúa cerca de los 24 millones de euros, una cifra que sigue creciendo gracias a la confianza renovada de los partícipes mes tras mes y a la incorporación de nuevos.

“

En los mercados, marzo ha sido el peor mes para una cartera tradicional 60-40 desde septiembre de 2022. Las acciones globales han caído entre un 5% y 8%, los bonos algo más de un 2%, y el oro llegó a perder un 21% desde máximos

”

“

Tras muchos meses centrando los esfuerzos en construir la parte defensiva de Icaria Patrimonio, puedo decir con tranquilidad que el trabajo está hecho

”

“

Analizamos con detalle hedge funds, fondos de infraestructura, de deuda y de private equity de primer nivel. Es la parte de la cartera que aporta crecimiento, prima de rentabilidad y exposición a temáticas estructurales de largo plazo

”

Marzo ha sido un mes que merece ser leído con atención porque ha condensado, en treinta días, casi todos los frentes de incertidumbre que llevamos meses comentando. Una guerra entre Estados Unidos, Israel e Irán que ha escalado con rapidez, un Brent que ha pasado por encima de los cien dólares y ha llegado a tocar los ciento diecinueve, un Estrecho de Ormuz controlado de facto por Irán, un Pentágono que ha desplegado más de diez mil soldados a Oriente Medio mientras la Casa Blanca alterna entre llamadas a la negociación y avisos de escalada militar, y un daño estructural en el complejo de Ras Laffan en Qatar que QatarEnergy estima en cinco años de reparaciones. Y eso solo en el frente geopolítico.

En los mercados, la fotografía es igual de elocuente. Marzo ha sido el peor mes para una cartera tradicional 60-40 desde septiembre de 2022. Las acciones globales han caído entre un 5% y 8% (depende del área geográfica), los bonos algo más de un 2%, y el oro, que llegó a perder un 21% desde máximos, ha cerrado el mes con una caída del 10% en euros.

¿Por qué cuento todo esto en una carta mensual? Porque cuando un mes es así, la tentación natural del partícipe es buscar señales en las rentabilidades de corto plazo, y la lectura honesta es la siguiente. En un entorno donde la cartera tradicional 60-40 se ha llevado un golpe importante, donde el oro ha caído un 10% en treinta días, donde los bonos europeos han sufrido y donde no ha habido refugio reconocible, Icaria Patrimonio sigue funcionando con la consistencia para la que fue diseñado. La diversificación real, no la versión nominal de manual, es exactamente lo que separa una cartera bien construida de una cartera que sufre cuando los mercados convencionales se mueven al unísono. Cuando todo cae a la vez, el verdadero valor de tener Cat Bonds, microfinanzas, trade finance, working capital, bonos frontera en divisa local y hedge funds genuinamente descorrelacionados se hace visible.

EL TRABAJO DEFENSIVO ESTÁ HECHO

Tras muchos meses centrando los esfuerzos en construir la parte defensiva de Icaria Patrimonio, puedo decir con tranquilidad que el trabajo está hecho. Y siendo honesto, me siento muy satisfecho con la composición actual. La transición a neutral-defensivo de la que vengo hablando desde el último trimestre del año pasado se ha completado en los términos previstos. Hoy tenemos en cartera los mejores fondos long-short del mundo, Cat Bonds de la mano de Fermat (la mejor casa del mundo en la categoría), bonos frontera en divisa local con Global Evolution, Allianz ALWOCA en working capital, Horizon en trade finance, BlueOrchard en microfinanzas y más categorías de la mano de las mejores gestoras. Cada una de estas piezas cumple una función específica y, lo más importante, todas ellas presentan una correlación muy baja entre sí y respecto a la renta variable cotizada.

Construir esta parte de la cartera me ha llevado meses de análisis, decenas de reuniones con equipos gestores, due diligences exhaustivas y conversaciones difíciles donde, en algunos casos, decidimos no avanzar a pesar de track records atractivos (DKAM en noviembre fue uno de los ejemplos que conté). El resultado es una columna defensiva sólida, diversificada y, sobre todo, capaz de generar retorno consistente con baja volatilidad sea cual sea el comportamiento de los mercados cotizados.

Con la columna defensiva ya consolidada, mi atención se ha desplazado en estas últimas semanas a lo que llamamos la parte más dinámica de la cartera. Estamos analizando con detalle hedge funds, fondos de infraestructura, fondos de deuda y fondos de private equity de primer nivel. Es la parte de la cartera que aporta crecimiento, prima de rentabilidad y exposición a temáticas estructurales de largo plazo, y por tanto requiere el mismo (o mayor) rigor que la defensiva.

“

Brevan Howard es hoy una de las mejores plataformas macro discrecionales del mundo

”

“

Brevan Howard ha pasado de ser «el fondo de Alan Howard» a ser una plataforma multi-manager con una dispersión de talento que es, hoy, su mayor fortaleza

”

“

Es una de las pocas plataformas del mundo que puede enseñar tres episodios de crisis severa con rentabilidades positivas de doble dígito alto

”

BREVAN HOWARD, UNA MIRADA EN PROFUNDIDAD

Quiero dedicar varias páginas a Brevan Howard. No porque sea una idea nueva en cartera (lleva con nosotros desde hace tiempo) sino porque considero que el partícipe debe entender, con todo el detalle que merece, por qué este fondo ocupa el lugar que ocupa en Icaria Patrimonio. Brevan Howard es hoy una de las mejores plataformas macro discrecionales del mundo, y todo lo que la firma ha hecho en los últimos meses apunta en una sola dirección, reforzar el fondo en el que estamos invertidos con sus mejores piezas.

Brevan Howard se fundó en 2002 por Alan Howard junto a un grupo reducido de socios, todos ellos procedentes de la mesa de macro de Credit Suisse. Hoy la firma tiene más de mil empleados, más de 150 portfolio managers y traders, y oficinas o hubs en Londres, Nueva York, Ginebra, Jersey, Hong Kong, Abu Dhabi, Singapur, Bengaluru y Austin. La arquitectura de riesgo es genuinamente institucional, cada gestor tiene un mandato específico de riesgo, un risk manager asignado, stress tests permanentes y análisis de escenarios. La firma combina estrategias direccionales, valor relativo, derivados, opciones y gestión activa de drawdowns. Esa escala es importante por dos motivos. Primero, porque demuestra que estamos hablando de una infraestructura institucional difícil de replicar, con capacidad de atraer y retener talento senior y con sistemas de control que muy pocas casas del mundo pueden mantener. Y segundo, porque significa que Brevan Howard ha pasado de ser «el fondo de Alan Howard» a ser una plataforma multi-manager con una dispersión de talento que es, hoy, su mayor fortaleza.

La historia larga del Master Fund (clase BHFL A en dólares) es extraordinariamente buena. Desde 2003 hasta noviembre de 2025 acumula una rentabilidad de +482%, un retorno anualizado del 8% con una volatilidad del 6,3% y un ratio de Sharpe por encima de 1. Eso es una eficiencia rentabilidad-riesgo difícil de igualar entre los fondos macro discrecionales del mundo. Y lo verdaderamente diferencial son los años de estrés. En 2008, año de la peor crisis financiera desde la Gran Depresión, el Master Fund subió más del 20% mientras el hedge fund medio caía cerca de un 19%. En 2020, año del shock COVID y de los movimientos extremos en tipos, ganó un 27%. En 2022, el peor año conjunto para acciones y bonos en cuatro décadas, ganó un 20%. Es una de las pocas plataformas del mundo que puede enseñar tres episodios de crisis severa con rentabilidades positivas de doble dígito alto. Esa convexidad defensiva es exactamente la razón por la que está en Icaria Patrimonio.

Como cualquier gran fondo macro discrecional con más de dos décadas de historia, Brevan ha tenido años más brillantes y años más discretos. Entre 2023 y 2025, el Master Fund ha tenido un periodo de rentabilidades más contenidas, con cifras absolutas positivas pero por debajo de su media histórica. Lejos de ignorar ese diagnóstico, la firma lo ha interpretado correctamente y ha tomado en estos últimos meses una serie de decisiones de calado que apuntan a reforzar la generación de alpha del fondo. Esas decisiones son, precisamente, lo que me hace estar especialmente optimista de cara al futuro.

La primera y más importante, en enero de 2026, según informó Bloomberg, Fash Golchin fue promovido a lead portfolio manager del Master Fund y se le asignó la mayor proporción de capital del pool de aproximadamente 11.400 millones de dólares del fondo. Como gesto de compromiso adicional, su fondo propio (FG Fund) ha dejado de aceptar capital externo para que pueda concentrar la totalidad de sus esfuerzos en el Master. Cuando una de las mejores casas macro del mundo decide concentrar capital y atención en su PM más fiable, la lectura para el partícipe es clara, la firma está poniendo sus mejores recursos al servicio del fondo en el que estamos invertidos.

“

Los cinco PMs más relevantes del Master Fund hoy son Minal Bathwal, Rishi Shah, Ville Helske, Fash Golchin y Trifon Natsis

”

“

Lo importante de esta lista es que estamos hablando de cinco PMs senior con entre 13 y 24 años en la casa. No es una plataforma vaciada de talento, es exactamente lo contrario, una concentración de talento senior que ha decidido seguir vinculado a la firma y al Master Fund

”

La segunda decisión es la consolidación de un equipo de PMs senior con track records que están en la mejor liga del mundo. Los cinco PMs más relevantes del Master Fund hoy son Minal Bathwal, Rishi Shah, Ville Helske, Fash Golchin y Trifon Natsis. Vale la pena conocerlos uno por uno porque son la columna vertebral del fondo en el que estamos invertidos.

Minal Bathwal lleva en la firma desde junio de 2007 (casi 19 años) y, según datos publicados por Bloomberg, no ha tenido un año negativo desde que empezó a gestionar dinero en 2008. Su rentabilidad anualizada entre 2008 y 2025 es del 12,7%, con un mejor año del 29,5% en 2013 y un 20,9% en 2015. En 2025 cerró con un 6,8%. Gestiona aproximadamente 5.500 millones de dólares centrados en tipos, divisas y macro asiático. Un track record así, en macro discrecional, es de los mejores que se pueden encontrar en la industria.

Rishi Shah es PM senior de tipos y está en la firma desde noviembre de 2010, con traslado a Estados Unidos en 2015. Su U.S. Rates Opportunities Fund ganó cerca del 99% en 2020, en un año de dislocaciones extremas en tipos. Es uno de los gestores de tipos más capaces del mundo cuando los regímenes monetarios se rompen, que es exactamente el tipo de entorno en el que estamos entrando.

Ville Helske es PM de volatilidad, en la firma desde enero de 2013. Su track record interno es muy sólido (+15,5% hasta junio de 2025 en su fondo dedicado de volatilidad), y la firma ha decidido reorganizar la forma de comercializar esta estrategia para que sus asignaciones se canalicen a través del Master y de Alpha. Lo importante para nosotros es que su talento sigue contribuyendo al fondo en el que estamos.

Fash Golchin, ahora la pieza central, lleva en la firma desde noviembre de 2011 (unos 14 años y medio). El hecho de que la dirección haya decidido convertirle en lead PM y darle la mayor asignación del pool es la mejor señal interna posible, Brevan considera que es su mejor PM actual y le ha dado el mandato y los recursos para liderar el fondo.

Trifon Natsis es cofundador y uno de los socios fundadores. Sigue como uno de los grandes PMs. Casi 24 años en la firma. Su valor es la continuidad histórica, la cultura interna y la profundidad de experiencia que aporta al equipo.

Lo importante de esta lista es que estamos hablando de cinco PMs senior con entre 13 y 24 años en la casa. No es una plataforma vaciada de talento, es exactamente lo contrario, una concentración de talento senior que ha decidido seguir vinculado a la firma y al Master Fund. Y a esa lista hay que sumarle más de 150 PMs y traders en la plataforma global, lo que reduce el riesgo de dependencia de una sola persona y multiplica las fuentes potenciales de alpha.

Y la tercera decisión, que afecta directamente a Icaria Patrimonio, es algo que hemos completado este mismo trimestre y que tiene impacto inmediato en la rentabilidad para el partícipe. Hemos conseguido mover todo nuestro capital a la clase EUR de Brevan, eliminando el riesgo divisa que veníamos asumiendo en la posición. El impacto divisa pasa a ser cero, lo que significa que cualquier rentabilidad que genere el fondo se traslada de forma íntegra al partícipe sin la fricción de los movimientos del dólar. En 2025, el efecto divisa ha sido relevante en otras posiciones de la cartera, y poder neutralizarlo en Brevan es una mejora estructural que se notará en el largo plazo.

Sobre marzo, que como hemos comentado no ha sido un buen mes para el Master Fund, toca ser claro. Los motivos no se pueden achacar al equipo de gestión. Cuando un presidente publica un mensaje en redes sociales que mueve cientos de millones en futuros de petróleo en quince minutos, cuando el petróleo oscila un 10% en una sesión por una negociación que primero existe y al cabo de unas horas no, cuando los algoritmos compran al instante lo que la realidad corrige en cuestión de horas, ningún equipo de macro discrecional, por bueno que sea, puede operar con normalidad.

“

Los escenarios de mercado, simulaciones, stress tests o hipótesis descritos tienen carácter meramente ilustrativo, se basan en supuestos que pueden no materializarse y no constituyen previsiones ni garantías de resultado

”

“

No vamos a tomar decisiones precipitadas en una parte de la cartera que tiene que durar décadas en la vida del fondo

”

“

No se trata de cambiar lo que funciona, se trata de pulir, de mejorar márgenes, de optimizar cada bloque

”

La imprevisibilidad de Trump ha hecho que el mes haya sido un campo de minas para cualquier estrategia que dependa de leer la dirección estructural de los mercados. No podemos culparles. Y, dicho sea de paso, el stress test publicado de la cartera actual del Master Fund a noviembre de 2025 simulaba que esa cartera, sometida a un shock tipo Lehman 2008, generaría +26%, y sometida a un shock tipo COVID, +15,8%. La convexidad defensiva, que es la propiedad por la que tenemos a Brevan en cartera, sigue plenamente construida en la cartera actual.

Los escenarios de mercado, simulaciones, stress tests o hipótesis descritos tienen carácter meramente ilustrativo, se basan en supuestos que pueden no materializarse y no constituyen previsiones ni garantías de resultado.

Mi lectura es muy clara y positiva. Brevan Howard es hoy una plataforma macro de primer nivel que ha hecho exactamente lo que tenía que hacer; concentrar capital y atención en sus mejores PMs (con Golchin liderando el Master Fund), depurar la plantilla, consolidar a Bathwal, Shah, Helske y Natsis como pilares del equipo, y mantener una cultura de riesgo institucional que sigue marcada por Aron Landy, CEO desde 2019 y antiguo Chief Risk Officer de la firma desde 2003. Las condiciones macro que han hecho de los últimos años un buen entorno para el fondo (volatilidad, divergencia entre bancos centrales, tipos altos, inflación estructural) siguen plenamente vigentes y se intensifican con el cambio en el entorno energético y geopolítico. Y a ese viento de cola le sumamos una configuración interna mejorada y una posición optimizada en clase EUR.

PIPELINE EN MARCHA: EQT, KKR, BROOKFIELD, OAKTREE Y OTROS

Más allá de Brevan, en estos meses estamos profundizando en el análisis de fondos de algunas de las casas más reputadas del mundo: KKR, Brookfield, Oaktree y otras gestoras de primer nivel cuyos nombres iremos compartiendo a medida que avance el proceso. La filosofía es la misma de siempre. No tenemos prisa. No vamos a tomar decisiones precipitadas en una parte de la cartera que tiene que durar décadas en la vida del fondo. Ya hemos invertido gran parte del mes de marzo y todo abril en este trabajo, y vamos a seguir.

Cualquiera que conozca cómo funciona nuestro proceso de análisis sabe que es largo y exigente. Tiene una parte cuantitativa (estudio de track records, análisis de drawdowns, correlaciones, métricas riesgo-ajustadas, comportamiento en distintos escenarios), una parte cualitativa (estructura del equipo, alineación de intereses, governance, mecanismos de protección al partícipe, política de valoración) y una parte de reuniones directas con los equipos gestores para entender cómo piensan, cómo deciden y, sobre todo, dónde ponen su propio dinero. Cada uno de estos pasos requiere tiempo y, sobre todo, paciencia. Los cambios en Icaria Patrimonio van a ser paulatinos, fruto de un trabajo que se prolonga durante meses.

Estoy muy satisfecho con el pipeline de fondos que tenemos hoy en análisis. Son ideas de calidad, gestoras con escala global, alineación de intereses sólida y procesos de inversión contrastados. Estamos peinando la oferta institucional de cada una de estas casas para encontrar el vehículo concreto que mejor encaja en Icaria Patrimonio, y a partir de ahí construiremos las decisiones.

Termino con una reflexión que va al fondo del proyecto. Icaria Patrimonio es hoy más sólido de lo que nunca fue. Después de meses de trabajo intenso, la cartera tiene una arquitectura que considero robusta, con cada categoría cumpliendo la función que le toca, con gestores de primer nivel en cada una de ellas y con una diversificación que no es nominal sino real. A partir de aquí, el trabajo consiste en seguir agregando piezas que la hagan aún más robusta con cada incorporación. No se trata de cambiar lo que funciona, se trata de pulir, de mejorar márgenes, de optimizar cada bloque. Es exactamente el tipo de trabajo que más disfruto y al que vamos a dedicar los próximos meses.

RENTABILIDAD Y PESOS POR CATEGORÍAS

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	-6.27%	Sin duda un mes complicado para la parte de renta variable de Icaria Patrimonio. Los fondos con un mayor sesgo a Europa y Small Caps sufrieron un mayor castigo.
Private Equity	+0.77%	En un mes de mucho ruido y en el que hemos realizado ventas (con beneficios) vemos nuestra parte de Private Equity comportarse de forma sobresaliente en un escenario complicado. Destaca Goldman con una rentabilidad sobresaliente en el mes.
Macro/CTA	-5.79%	Un mes complicado para los hedge fund sobre todo de perfil macro donde destacó Brevan Howard con un -7%, el peor mes desde su inicio en 2003. Hemos dedicado un apartado a tratar Brevan.
Long Short Equity	-0.09%	Comportamiento sobresaliente de una de las nuevas piezas de Icaria Patrimonio en un entorno muy complicado donde los fondos de bolsa cayeron con fuerza.
Activos reales	-3.91%	Comportamiento malo en el mes donde ha pesado sobre todo el oro en cartera. El resto de activos han tenido un comportamiento neutro o positivo.
Trade Finance Debt	+0.41%	Nuestra deuda a 90 días se mantiene aislada del ruido presente en Direct Lending sumando otro mes de carry al fondo.
Retorno Absoluto	+0.71%	Los fondos de Retorno Absoluto tuvieron un comportamiento sobresaliente en un entorno complicado, destacando Campbell Absolute Return, uno de los fondos con el trackrecord más extenso.
Volatilidad	-0.85%	Nuestra exposición a volatilidad es de dispersión (caídas de mercado le pueden afectar) y a cobertura. La parte que ha tenido un impacto muy negativo ha sido la de dispersión, con las coberturas teniendo un comportamiento sobresaliente dejando un mes flat.
Bonos frontera	-1.97%	La subida del dólar hizo daño en el mes. Aun así cierran el mes de marzo con una rentabilidad sobresaliente.
Cat Bonds	+0.31%	Ese gran diversificador en un mes inmune a los movimientos del mercado.
Crédito non rated	-0.09%	Sorprendente aislamiento de una parte con beta a mercado. La exposición a energía y materias primas en los deudores consiguió ofrecer un comportamiento sobresaliente.
Microfinance Debt	+0.30%	Otro mes más de consistencia para el mejor fondo de microfinanzas del mundo.

MERCADOS PRIVADOS: SEPARAR EL RUIDO DE LOS DATOS

Llevo meses leyendo titulares y artículos que apuntan todos en una misma dirección, que los mercados privados están en crisis, que el private equity ha perdido su atractivo, que el private credit es la próxima bomba sistémica, que las distribuciones se han secado, que los grandes inversores institucionales empiezan a salir. Parafraseando a B.B. King: «the thrill is gone». El amor por los mercados privados, dicen, se acabó.

Imagino que allá por el año 2011 o similar, cuando los índices y en consecuencia fondos y etfs indexados acumulaban una década de drawdown, también surgió con fuerza la misma narrativa y en consecuencia la pérdida de confianza en la gestión indexada.

Es importante saber que no existe categoría o activo que no atraviese "baches" y desde luego ojalá todos los baches fuesen como los que está viviendo el Private Equity en estos momentos. La realidad es que aquella persona cuyos intereses estén vinculados a la gestión indexada, atacará con fuerza el resto de activos o fondos cuando surja la oportunidad, y lo mismo sucede a la inversa.

“

Cuando el ruido habla de un mercado bloqueado, los datos muestran un mercado que se está reactivando

”

“

Kos family offices, que disponen de capital paciente y no responden a flujos a corto plazo, mantienen una sobreponderación estructural a alternativos

”

La ventaja de Icaria Patrimonio, como siempre indico al inicio, es que el FIL no está obligado a exponerse a ninguna categoría de activo concreta, y los conflictos de interés se gestionan conforme a la política interna de la gestora. La cartera responde a lo que consideramos más apropiado en cada momento dentro de ese marco. De hecho, en octubre de 2025 hacía mi primera mención a los riesgos del Direct Lending (mucho antes de que ocurriesen) y al problema de las añadidas en Private Equity, los cuales fueron meses después objeto de muchos artículos.

En definitiva, no nos consideramos portadores de ninguna verdad absoluta. La diferencia es que el FIL no está vinculado por mandato a un único estilo de inversión, lo que nos permite construir la cartera en función de lo que consideramos más apropiado en cada momento, dentro del marco de gestión de conflictos de interés establecido.

Antes de aceptar el relato, lo razonable es mirar los datos. Y los datos cuentan otra película.

Empecemos por lo más concreto, las salidas de private equity. Según Pitchbook, las salidas globales acumulan 871.000 millones de dólares en lo que va de año. Esa cifra ya supera los totales completos de 2022, 2023 y 2024. En Europa, los sponsors vendieron 90.000 millones de euros en activos solo en el tercer trimestre. Cuando el ruido habla de un mercado bloqueado, los datos muestran un mercado que se está reactivando.

McKinsey, en su Global Private Markets Report de 2025, lo expresa con todavía más fuerza. A pesar de que el dealmaking fue templado en 2024 y que la captación de fondos cayó al nivel más bajo desde 2016, el despliegue de capital subió a doble dígito en todas las clases de activo privadas. Y, lo más relevante, en su última encuesta a los principales LPs globales, los inversores dicen que van a asignar más capital, no menos, a los mercados privados durante el año que viene. Quien asigna el capital de verdad no comparte el pesimismo de los titulares.

Hamilton Lane, una de las casas que mejor analiza este universo, va un paso más allá y muestra que las distribuciones de 2025 van camino de ser las segundas más altas de la historia en términos absolutos. Es cierto que, como porcentaje del NAV, están en niveles bajos, porque el patrimonio gestionado se ha más que duplicado desde 2018, pero el dinero está volviendo al partícipe. La fotografía completa es muy distinta a la del titular.

Sobre el private credit, el otro foco del miedo actual, **Partners Group** resume con claridad lo que también es nuestra lectura, los riesgos que la prensa describe como sistémicos no lo son. El direct lending sigue ofreciendo un spread atractivo respecto a la deuda cotizada, lo que no significa que esté libre de riesgo, sino que el problema, donde existe, es selectivo. Es exactamente por eso que en Icaria Patrimonio mantenemos un 0% en direct lending tradicional, pero tenemos exposición a working capital, trade finance, microfinanzas y bridge loans, donde el riesgo está acotado por colateral, plazos de 90 días, autoliquidación o diversificación extrema en miles de prestatarios. La forma de hacer las cosas importa más que la categoría en la que se hagan.

¿Por qué los mejores asignadores de capital del mundo siguen confiando en esta clase de activo? Goldman Sachs encuestó en 2025 a 245 family offices a nivel global y la respuesta es bastante clara, los family offices, que disponen de capital paciente y no responden a flujos a corto plazo, mantienen una sobreponderación estructural a alternativos.

“

No es que los privados sean mejores que los cotizados, no lo son siempre ni en todos los entornos. Es que cumplen una función distinta. Cuando los mercados cotizados se desploman, los privados protegen

”

Hay voces críticas que merece la pena oír. Richard Ennis, por ejemplo, defiende en su trabajo «The Demise of Alternative Investments» que los costes de los alternativos (entre el 3% y el 4% anual sobre activos) no se han visto compensados por mayor rentabilidad desde la crisis financiera de 2008, y que las instituciones tendrían que volver a carteras de bajo coste de bolsa y bonos. Tiene razón en una cosa, los costes importan, y mucho. Por eso en Icaria Patrimonio dedicamos tanto tiempo a seleccionar gestoras de primer nivel y, cuando es posible, vehículos institucionales con comisiones competitivas (es lo que hicimos con Cat Bonds vía Fermat en clase institucional, y lo que negociamos con cada nueva incorporación). El argumento de Ennis, sin embargo, asume que todos los alternativos son iguales, y esa premisa no es correcta. La dispersión entre gestores en mercados privados es enorme, mucho mayor que en mercados cotizados (entre el percentil 25 y el 75 hay diferencias de varios cientos de puntos básicos al año, según el propio JP Morgan), y por eso la selección lo es todo.

Y aquí enlazamos con marzo. El mes ha sido extraordinariamente complicado para los mercados cotizados, con las acciones globales cayendo entre un 5-7%, los bonos algo más de un 2% y el oro un 10%. En ese mismo mes, la parte privada de Icaria Patrimonio ha caído alrededor de diez veces menos que la parte cotizada. No es magia. Es la combinación de tres factores que llevamos meses explicando: valoraciones marcadas a modelo en lugar de a mercado, exposiciones a flujos de caja reales (rentas, intereses sobre préstamos con colateral, contratos de infraestructura) en lugar de a sentimiento, y una correlación estructural baja con los movimientos de risk-on / risk-off que dominan los mercados cotizados.

Eso es, en última instancia, el argumento a favor de los privados que merece llevarse a casa. No es que los privados sean mejores que los cotizados, no lo son siempre ni en todos los entornos. Es que cumplen una función distinta. Cuando los mercados cotizados se desploman, los privados protegen. Cuando los mercados cotizados se desbocan al alza, los privados acompañan con menos brillo. Es exactamente la asimetría que un patrimonio bien construido necesita.

Hasta aquí nuestro comentario mensual de Icaria Patrimonio FIL relativo al mes de marzo. Aprovecho para agradecer la confianza depositada en este proyecto. Seguiremos trabajando con disciplina y transparencia y sobre todo, seguiremos construyendo.

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

Pre-comentario antes del cierre de marzo

<https://www.youtube.com/watch?v=DImUBq-Gz8Q>

Hemos completado el trabajo en la parte defensiva. Estamos ahora trabajando en la parte más dinámica. Trabajando mucho en mercados privados, con los mejores nombres. Como me gusta la cartera en su estado actual, los nuevos añadidos en los próximos meses serán con calma.

El cambio más relevante ha sido el de Brevan Howard, el fondo más top que tenemos en cartera. Hemos conseguido cambiarnos a la clase en euros, sin tener que asumir coste divisa. Lo cual es una noticia estupenda, porque significa que el track record en dólares, que llega a 2003, es extrapolable a euros. Es una noticia muy buena. En marzo, que hemos cambiado de la clase en dólares a la clase en euros, ha sido un muy buen mes para estar invertidos en dólares, porque el dólar ha ido bien en marzo. Si hubiésemos hecho el cambio a final de abril, la rentabilidad a nuestro favor habría sido un 2,5% mejor de lo que ha sido. Ha sido bastante mala suerte, pero en el largo plazo no tiene demasiado impacto.

En la carta mensual de Icaria Patrimonio, voy a dedicar un apartado precisamente a hablar de Brevan Howard, uno de los mejores hedge funds de macro discrecional del mundo. En base a lo que los gestores ven en el mercado, toman decisiones. Son decisiones humanas. Para mí, sigue siendo uno de los mejores fondos, a pesar de lo ocurrido en marzo, totalmente impredecible. Así que ha sido un muy mal mes para Brevan Howard, será lo que más penalice en la caída del FIL.

Toda la parte de mercados privados, Trade Finance con Horizon o Microfinance con Blue Orchard, incluso los fondos que tenemos de deuda privada, han tenido rentabilidad positiva. Todos, sin excepción. Los fondos de Private Equity, que nuestra exposición ahora mismo es en torno a un 14%, también han ido bien. En un mes de marzo en el que la bolsa ha hecho entre un -5% y un -10%, dependiendo de si es Estados Unidos o Europa, **Private Equity se ha quedado plano**. Ha sido un mes muy bueno en relativo para la parte de private equity.

La parte de infraestructuras, muy bien. En general, toda la parte privada muy bien. La parte de long short que incorporamos también ha ido muy bien el mes de marzo. La parte de volatilidad, también.

¿Y qué nos ha penalizado? La renta variable. De media, los fondos que tenemos han caído en torno a un 8%, con sesgo a Europa, emergentes y small cap. **Brevan Howard ha caído en torno a un 6% en el mes de marzo**, que es una caída importante. Son cosas que pasan, meses aislados. Brevan Howard durante el COVID subió un +15%. En el año 2022 también. En el año 2008 más de lo mismo. Es un fondo que **en momentos de problemas severos y largos como puede ser una recesión, se espera que lo haga muy bien**. En momentos como marzo, que mes errático e impredecible, al ser macro discrecional es más complicado.

Así que, bueno, un muy buen comportamiento de prácticamente todas las categorías, a excepción de renta variable y Brevan Howard, que sólo ese fondo ha penalizado un -0,6% la caída mensual de Icaria Patrimonio. De la caída que tenga el fondo en marzo, un 0,6% es solo Brevan Howard.

Lo importante no es el liquidativo puntual, sino la cartera y su consistencia. Que se comporte como esperas.

Evli Short Corporate Bond, que es un fondo que nos encanta, cayó en torno a un 1,5% y Dunas Valor Prudente, que es un fondo excepcionalmente conservador, cayó más de lo que estimo que haya caído Icaria Renta. Esperemos que no todos los meses sean como marzo.

Como conclusión; es difícil tener desviaciones grandes respecto a lo que esperas, cuando estás diversificado en tantas categorías de activos y gestoras diferentes. Cuando el fondo que más pesa es un 6%, se diluye mucho la dispersión de resultados.

En un mes como marzo, en el que la bolsa cayó entre un 4% y un 10%, Icaria Patrimonio debería haber caído un 1,5%. Eso sería sobresaliente. Un notable sería un -2% y, por encima de eso, ya sería un poco peor de lo esperado. Y ahí es donde creo que

estaremos, porque hemos tenido el desencuentro de Brevan Howard. Si no, estaríamos en la parte sobresaliente. Si quitásemos Brevan Howard, la caída sería inferior al 1,5%.

Vamos con las preguntas de los asistentes;

Dentro del enfoque defensivo actual, ¿como gestionáis el efecto divisa?

Muy buena pregunta. Es un tema a tener muy en cuenta. Primero, os diré que en oro no tiene sentido cubrir divisa. He escrito artículos al respecto, los podéis ver en el blog. No voy a explicarlo aquí, pero no tiene sentido alguno cubrir divisa en oro. En renta fija, todo lo que tenga exposición a divisas no euro, está en divisa cubierta. Las yields que yo estimo para calcular la rentabilidad potencial, son descontando el coste de la cobertura. Aunque la realidad es que la mayor parte de los vehículos de deuda, son en euros. Ahí ya no existe el riesgo de divisa.

Y en renta variable, tampoco tiene sentido cubrir divisa. Sólo puede tener sentido si inviertes en small caps de verdad, porque puede tener una exposición a un solo país. Pero si estamos hablando de una multinacional como Telefónica, que tiene el 50% de sus ingresos en euros, el 40% en reales brasileños y el 10% en libras esterlinas, no puedes cubrir divisa.

Y a pesar de que cotice en euros, tiene riesgo divisa. Hay un paper muy interesante que habla de cuál es el riesgo de divisa cuando inviertes en el MSCI Europe. La realidad es que aproximadamente el 20% del flujo de caja de las compañías que están en el MSCI Europe, es en divisas emergentes. Por lo tanto, es un riesgo superior. También tiene un 30% en dólares y un 40% en euros. O sea que, cuando inviertes en el MSCI Europe en euros, lo único que no tiene riesgo de divisa es en torno al 40% de tu posición.

Sólo cubrimos divisa cuando sean variables monoflujo. Por ejemplo, un fondo de renta fija en el que los cupones son en dólares, lo cubrimos y mitigamos ese riesgo.

Y eso es lo que puedo decir del riesgo Ibiza. Generalmente, a largo plazo, no compensa. Pero hay que tener muy clara la exposición que tienes. Este es el ejemplo que pongo siempre; en Cartera Permanente, antes estábamos expuestos 50% a Europa y 50% a Estados Unidos, por lo que el riesgo de divisa era, en teoría, del 50%. Y ahora que

tenemos una exposición de una entre ocho divisas diferentes, mucha gente decía, que que el riesgo era muy alto. La realidad es que se comporta exactamente igual que antes, porque unas divisas se compensan con las otras. De hecho yo, como ciudadano europeo, no me siento para nada incómodo teniendo parte de mi patrimonio en francos suizos, en dólares americanos o en dólares canadienses. Es más, me siento mejor. Prefiero tener esa diversificación en divisas fuertes, que tenerlo todo en euros.

Rafael Ortega, en sus fondos, categoriza el fondo Fulcrum bajo Equity Dispersion y descartó los de Assenagon. En Icaria creo que se mete Assenagon bajo la categoría de “Hedge-Funds”. Rafa dijo que Fulcrum en su cartera pegaba más, y descartó Assenagon. ¿Por qué en Icaria Patrimonio se ha seguido este criterio? (creo que es por el perfil de volatilidad y comportamiento en shocks rápidos, pero por confirmar, ya que Assenagon, aunque es menos “rentable”, sube más en las crisis)

Es un muy buen apunte, y aquí hay que separar. El Fulcrum Equity Dispersion, juega a la dispersión, como su nombre indica. Significa que, si hay comportamientos dispares entre sectores, como que el sector energético suba con fuerza y todos los demás caigan, fondos que venden dispersión, se benefician y tienen rentabilidad. Esto es interesante porque en mercados alcistas pueden ganar dinero, lo han hecho bien.

En mercados bajistas, está más por ver, pero lo hace mucho mejor que la bolsa, cayendo menos. Y en mercados laterales lo puede hacer bien. Su rentabilidad objetivo es aproximadamente la mitad de la bolsa. Entonces está renunciando a rentabilidad potencial, a cambio de una menor volatilidad, un menor drawdown y de que en dos de los tres posibles escenarios, lo hagas bien. Y la bolsa sólo lo hace bien en uno de los tres posibles escenarios.

Teniendo en cuenta eso, Assenagon tiene un fondo que hace Equity Dispersion. No exactamente, pero parecido. Es peor fondo, en su día lo analicé, me reuní con el equipo y no encajaba. El fondo en el que invertimos nosotros de Assenagon, no tiene nada que ver con el de Fulcrum. El fondo de Assenagon es básicamente ir largo de volatilidad, que es lo contrario que hace Fulcrum. Fulcrum vende volatilidad. Assenagon, en mercados laterales o alcistas, ni fú ni fá. Rentabilidad esperada, cero. Y en mercados bajistas,

rentabilidad extrema. No se puede comparar con Fulcrum. El comparable de Assenagon sería un fondo como el Amundi Volatility Euro o World Volatility.

¿Y por qué es tan interesante un fondo que si sube la bolsa o está en lateral no me da nada y si cae la bolsa sube mucho? Porque es un seguro. Si yo todos los años destinase una parte de mi capital a comprar un seguro y ese seguro, si la bolsa cae, fuese muy rentable, me protegería. Eso es, básicamente, lo que hace Assenagon.

Eso tiene un coste de entre un 2% y un 4% anual. Assenagon, neto de comisiones, a 10 años vista, te da una rentabilidad ligeramente positiva. Estás teniendo una cobertura gratis. Eso es muy interesante. Es el motivo por el que tenemos un 5% de Icaria Patrimonio entre Assenagon y otro fondo similar. Y no tiene nada que ver con Fulcrum, que también tenemos, pero no es lo mismo. Y como bien indica la pregunta, yo lo tengo metido en la categoría de Hedge-Funds. Este mes creo que va a ser el primero en el que lo segregue más y yo creo que los partícipes lo valorarán.

¿Cómo categorizas las estrategias de los Hedge-Funds y cómo funcionan en términos generales, (Long-Short, Macro, etcétera), diciendo cuál se corresponde a cada una de las que llevamos y por qué has elegido o primado algunos enfoques y no otros.

En agregado, les llamo Hedge-Funds porque son Hedge-Funds, pero tenemos diversas categorías. Por ejemplo, en la categoría de volatilidad, está Assenagon y otros fondos que cuando la bolsa cae, suben. Esa es la parte que es como un seguro. Luego tenemos Equity Dispersion, que es como Fulcrum. Luego tenemos Long-Short, que es tener exposición a renta variable, pero si hay caídas fuertes, que pueda seguir haciéndolo bien.

Marzo es una muy buena muestra de ello. De nuestros cinco fondos Long-Short, en marzo cayó uno, como mucho dos, y la caída fue de -0,5% aprox. Los fondos Long-Short, cumpliendo con su objetivo.

Tenemos los fondos de CTAs, de futuros gestionados, que son los que deberían hacerlo bien si hay una recesión prolongada, pero en caídas como las de marzo, no tienen por qué. Son más bien para recesiones. Ahí tenemos Transtrend DTP, que es uno de los mejores fondos del mundo. También estamos con Winton, etcétera, etcétera. Tenemos

fondos de Retorno Absoluto, que básicamente es intentar generar retorno positivo en sea cual sea el entorno, en esa categoría, tenemos un fondo de arbitraje que tiene track record desde hace más de 20 años. Otro que tenemos es el DNCA Invest Alpha Bonds, que es uno de los mejores fondos de Retorno Absoluto en crédito, que de hecho creo que está cerrado y nosotros estamos dentro. Y el fondo de Campbell, que es un Hedge-Fund de retorno absoluto que tiene track record desde hace unos 30 años.

Recapitulando; tenemos Long-Short, Retorno Absoluto, Volatilidad y CTA. Esas serían las diferentes categorías de Hedge-Funds.

Tras los ajustes de estos últimos meses, ¿cuántos fondos de RV han quedado en la cartera y cuales serían los de mayor peso?

La verdad que han quedado bastantes fondos en cartera. Tenemos nuestros hedge funds de equity, como Alta Fox, Sohra Peak, Laughing Water o Voss Capital. Han tenido rentabilidades, en algunos casos del doble de la del SP500, que es una barbaridad. Esos fondos invierten en small caps de verdad. No es como comprar un índice pasivo de small caps, que luego ves y hay compañías de 2.000 millones de valoración. Estos tienen small caps de verdad, son compañías muy pequeñas. Así que, el riesgo cuando inviertes en fondos que invierten en compañías de este tipo, es que un mal mes te puede destrozarse.

De hecho, Laughing Water cayó un -11% sólo en septiembre de 2025. Imaginad si lo tuviéramos con un 10% de peso en el fondo. Te destroza. Icaria Patrimonio es un fondo patrimonialista, cuyo objetivo es ser lo más estable posible, para que la gente duerma tranquila. No nos podemos permitir eso.

Ese es el motivo por el que tenemos sólo un 3% en Alta Fox, que es un fondo con una rentabilidad del doble que la del S&P500 después de comisiones. Porque puede haber una dispersión de resultados muy importante, en un determinado momento.

Así que en vez de tener un único fondo top, en esa categoría tenemos cinco o seis. El resto de fondos están para complementar. Tenemos un fondo que es extraordinario de emergentes, otro extraordinario en Value europeo, otro en Value americano, otro en Growth americano, ectétera. Tenemos cubiertas todas las categorías. Eso hace que tengamos fondos sin solapamiento de cartera. Si no se solapa, tienes un rendimiento consistente.

Marzo es otra prueba de ello. Hay fondos dentro de Icaria Patrimonio, que en marzo han caído un 11%. La parte agresiva de Icaria Patrimonio, en el mes de marzo te puede caer un 7%. Que no es poco. De esta forma, con esta diversificación, impedimos que suceda esto. Los fondos de mayor peso son Alta Fox y Sohra Peak, después estaría Main One Capital, que es otro fondo extraordinario. Y luego el resto de fondos pesan en torno a un 2%, más o menos.

¿Crees que la Cartera Permanente se complementa con Icaria Patrimonio o se sustituyen?

Se complementan, claramente. En los fondos de renta variable de Icaria Patrimonio, no hay prácticamente ninguna compañía del MSCI World. Y en Cartera Permanente, tenemos fondos indexados. En Icaria Patrimonio tenemos un 3% en oro y en Cartera Permanente un 25%, es otra película. En Icaria Patrimonio no hay nada de bonos gubernamentales, mientras que en Cartera Permanente hay un 25%. Y en Icaria Patrimonio no hay nada en Letras del Tesoro, y en Cartera Permanente hay un 25%. En definitiva, el solapamiento es prácticamente inexistente. Son fondos radicalmente diferentes.

De hecho, Cartera Permanente siendo un fondo conservador de altísima calidad, en marzo cayó el doble que Icaria Patrimonio FIL. Aunque podría haber sido al contrario. No estoy diciendo que lo normal es que Cartera Permanente caiga más, pero en este caso sucedió porque son muy diferentes, no tienen el mismo comportamiento.

Sería interesante conocer tu opinión sobre los fondos de CVC (dijiste que los habías descartado fundamentalmente por costes y estructura de comisiones), pero por ver qué piensas de ellos a nivel “estrategia de inversión”, en el caso de los fondos que hayas analizado.

Los últimos dos meses, he analizado multitud de fondos de mercados privados de las gestoras más top del mundo. Fondos de Oak Tree, Brookfield, KKR, CVC, Carlyle, de absolutamente todos. Y tengo en el pipeline de fondos unos 100 a estudiar.

En la parte de mercados privados, además, hay que tener cuidado porque el *governance* de algunos fondos es terrible. Pueden hacer operaciones vinculadas entre fondos de la misma gestora, pueden hacerte una serie de jugarretas que hay que evitar. En los fondos de Icaria Patrimonio no sucede eso, por lo que analizar la parte de *governance* es muy importante y nos lleva mucho tiempo. En lo que respecta a comisiones, tienen que ser competentes. No comparo las comisiones de un fondo de Private Equity con las de un ETF o indexado. No tiene sentido. En un fondo de Private Equity, en la gran mayoría de casos, los gestores entran en la directiva, y tienen que llevar la gestión del día a día. No les puedes pagar un 0,20% de comisión por eso. Busco fondos que sean baratos dentro del universo de Private Equity, para que los resultados sean satisfactorios desde un punto de vista de costes.

He hablado de costes, he hablado de *governance* y luego está la parte cualitativa, que la gestora sea buena, que el track record sea bueno, que me reúna con el equipo gestor y me encaje lo que me cuentan, incluso que a nivel *compliance* encaje con los requisitos que tenemos nosotros dentro de Andbank.

En lo que queda de año, estoy muy tranquilo con la cartera, y no tengo prisa. Seguimos trabajando intensamente, pero tomando las decisiones con mucha más calma, porque la cartera ya se encuentra como considero que debería estar, dada la situación macro actual. Cuando acabe de estudiar la parte de mercados privados, tengo un par de fondos del estilo de Alta Fox, en el pipeline de renta variable, que son brutales. En la parte de renta variable, la prioridad es la más baja, porque es la más susceptible a caídas.

¿Qué comportamiento es el adecuado para un inversor en Icaria Patrimonio? Los movimientos nunca serán siempre positivos. ¿Qué recomendaciones nos puedes dar a nivel psicológico?

La mayor parte de los inversores en Icaria Patrimonio, son gente conservadora. Tiene ahí metido su patrimonio, fruto del esfuerzo del trabajo de toda su vida, y quiere un fondo que sea conservador, con una rentabilidad satisfactoria. No hay más. Ese es básicamente el objetivo. Es un fondo en el que no vas a ver en un mes lo que puede pasar en bolsa, que es caer un 11%. Eso no va a suceder en Icaria Patrimonio. El comportamiento a nivel emocional, mental, debería de ser más sencillo, porque la volatilidad es mucho más baja.

El comportamiento debe ser de largo plazo. Es lo que siempre digo. Cuando alguien me dice que va a invertir para probar, ese perfil de inversor no nos interesa.

A fecha 29 de abril, Icaria Patrimonio está por encima de los 25 millones e Icaria Renta está por encima de los 9, estamos casi en 35 millones entre ambos. Los fondos han ido de forma extraordinaria, no tenemos ningún incentivo para intentar captar agresivamente nuevos clientes. Estamos tranquilos y contentos con los que estamos. El comportamiento de los partícipes es tremendamente estable, que es el motivo por el que, desde el principio, me molesté en conocer a todos los partícipes. Para que fuera así.

Ahora mismo estamos en modo neutral-defensivo porque considero que es lo oportuno. Si las condiciones macroeconómicas y las expectativas cambian, yo mismo hago que Icaria Patrimonio tenga una cartera más agresiva. No es algo que tenga que hacer el partícipe. Es algo que ya va implícito dentro de Icaria Patrimonio, siendo una de sus grandes ventajas.

Comentaste hace unas semanas que habías reducido algo la posición en oro tras el rally de los últimos meses. Ahora que ha corregido bastante, ¿te planteas aumentar peso de nuevo?

Cuando estuvo por encima de \$5.000, reduje del 5% al 2% y ahora con las caídas que hubo, que se fue a \$4.400 subí al 3%. Esto no es trading, es bajar del 5% al 2% y de subir del 2% al 3%. Son movimientos menores, en función de los movimientos del precio. Para mí, la subida a 5.000 y pico fue un poco especulación. La gente se quiere subir al carro de todo lo que sube, y en el caso del oro, no fue distinto. Por eso decidimos reducir. Pero es una posición estructural que irá bailando entre el 2% y el 5%.

En la Cartera Permanente, ¿qué sucede si el euro se aprecia respecto al resto de divisas? Con el dólar ha pasado, alguna vez. A 5 años puede haber pérdidas. ¿Por qué no cubrir divisa en un porcentaje de la cartera?

En el análisis que hicimos en el año 2022, explicamos en profundidad por qué al tener ocho divisas, cuatro de ellas procíclicas y cuatro de ellas defensivas, se iban a compensar las unas con las otras, e íbamos a tener un comportamiento equivalente a si

tuviésemos todo en euros. Tres años después, esto se ha cumplido a rajatabla. Tener ocho divisas, nos da una capa extra de diversificación, en vez de ser algo negativo.

Lo considero muy positivo, sin incrementar el riesgo ni la volatilidad, y no veo que vaya a suceder. Si cae el dólar, subirá el euro, o el dólar australiano, o quizás el franco suizo. Si cae el yen, se compensan las unas con las otras, que es lo que lleva sucediendo desde que hicimos el cambio y es lo que dijimos que iba a suceder.

¿Por qué las estrategias de carry no tienen presencia en Icaria patrimonio?

Sí tienen presencia, en la parte de retorno absoluto. Varios de los fondos hacen carry, pero es cierto que no existe ningún fondo, salvo los de Rodrigo Gordillo, los que utiliza Rafael Ortega también, en su estrategia Return Stacking.

La mayoría de fondos de retorno absoluto, destina un 25% a estrategias long short, un 25% a arbitraje de tipos de interés, un 25% a carry, etcétera. Pero no hay ningún fondo, salvo los de Return Stacking, que inviertan sólo en carry.

Para mí, es suficiente con tener exposición a carry a través de los fondos de retorno absoluto, porque considero que, en este mundo tan tremendamente eficiente, si carry fuese imprescindible tenerlo por separado, la oferta de fondos de carry sería muchísimo más amplia.

Creo que es un factor interesante a tener en cartera, combinado con otros, pero no de forma única. De hecho, hay ETFs de carry de commodities, de carry de tipos de interés, etcétera. Y tienen de capital bajo gestión 100-200 millones. Son algo pequeño. Los inversores institucionales, gente que se dedica a esto desde hace 20-30 años, saben perfectamente lo que es carry, pero considerarán tenerlo en mayor o menor cuantía dependiendo de sus intereses, el perfil de la cartera y demás.

¿Tienes pensado hacer una nueva presentación, explicando algunos de los fondos, para conocer el comportamiento que han tenido en los últimos años y demás?

Tengo escritos tres artículos, de tres fondos diferentes, presentes en Icaria Patrimonio FIL. Me faltan algunos retoques. Y los tengo escritos desde hace un mes. Pero la verdad

es que tenía otros temas prioritarios y no me dio tiempo a pulir esos artículos, pero la idea sí que es publicar artículos sobre los fondos.

¿Hay estrategias que no estén presentes en Icaria Patrimonio y que pudieran tener cabida? ¿Cuál es el criterio a la hora de incluir unas estrategias u otras?

Sí que las hay, sí. El criterio es que, a la hora de incluirlas, el binomio rentabilidad-riesgo del fondo, mejore. No la rentabilidad. He visto muchísimos fondos que, si los incluyo en Icaria Patrimonio, la rentabilidad subiría exponencialmente. Ese no es el objetivo. El objetivo es que el binomio rentabilidad-riesgo mejore. Ese es el criterio fundamental.

Tengo en análisis estrategias que no están presentes en Icaria Patrimonio, pero son estrategias que requieren de una *due diligence* bastante más exhaustiva. Podrían entrar y entrarán, lo que pasa es que algunas tardan más y otras tardan menos.

Icaria Patrimonio es un ecosistema vivo, que conforme avanza el tiempo, va haciéndose mejor. Porque mi trabajo es seguir analizando día a día, para incorporar mejoras.

Hace unos días leí la carta del Q1 de Cedar Creek y me parecieron muy interesantes sus posiciones. No lo has mencionado en tu respuesta anterior sobre renta variable. ¿Sigue estando en la cartera de Icaria Patrimonio?

En Icaria Patrimonio tenemos Turtle Creek. Cedar Creek los conozco y es uno de los fondos que valoré incorporar. No me acuerdo cuál fue el criterio por el que a priori lo descarté, pero hay fondos que siguen en la recámara para hacer posibles incorporaciones más adelante, porque la parte de renta variable, que ahora mismo pesa un 22%, se incrementará si hay caídas, seguro.

Cedar Creek es un gran fondo. Los que están más arriba en la lista para entrar son el fondo de Gator Financial Partners, que ya hablé de él hace 6-7 meses en una carta, con una rentabilidad del 7-8% por encima del S&P 500, y existe desde el año 2009. También tenemos en la recámara el fondo Alluvial Tactile Fund, de Dave Waters, que también es de lo más top.

Podrían entrar a futuro, porque esto es una carrera de fondo. A muchos años. El discurso de largo plazo, aquí es real. Aunque no hayan entrado en este casi año que llevamos, en el futuro podrían entrar.

Y dentro de la parte conservadora, ¿tenéis prevista alguna incorporación?

Sí, en Icaria Patrimonio tengo previsto incrementar algo la parte de renta fija, porque en su momento, antes de marzo, disminuyó bastante en favor de Long-Short, que es más rentable. Pero como ha habido caídas en renta fija, a pesar de que abril rebotó algo pero no rebotó todo lo que cayó en marzo, hay oportunidades para calcular yields interesantes. En la parte conservadora, estoy analizando varios fondos de mercados privados del estilo de Trade Finance y también varios fondos de mercados cotizados.

Dentro de Icaria Renta, ¿alguna novedad, algo que estés estudiando incorporar?

Sí, hablaré de ello en las cartas. La rentabilidad esperada de uno de los mejores fondos de renta fija de Europa, que es el Evli Short Corporate Bond es del 3%, y en marzo yo creo que cayó un -1,5%. La rentabilidad esperada de Icaria Renta es de en torno a algo más del 4%, bastante por encima del Evli, y cayó en torno a un -0,4%. Estoy muy contento con la cartera de Icaria Renta.

Pero sí que va a seguir mejorando. Los dos fondos van a seguir mejorando siempre. y los fondos más top de un fondo estarán presentes en el otro, y viceversa.

Es cierto que ahora están en un punto en el que se diferencian bastante, porque la deuda en Icaria Patrimonio pesa bastante menos que en sus inicios. Se solapan poco, pero los fondos número uno están en ambos.

Recordemos que están disponibles desde 50.000€ para clientes que tengan 100.000€ invertidos con nosotros.

Comentario a cierre de marzo

<https://www.youtube.com/watch?v=OwE2fapBD5M>

Aquí estamos, un mes más, cumpliendo con el comentario mensual de Icaria Patrimonio. Este mes, ha quedado una carta larga, de ocho hojas. Con mucho *disclaimer*, porque la CNMV ha emitido un comunicado sobre la intervención en redes sociales, así que *Compliance* nos pide que todos los gestores añadamos una hoja sobre *disclaimers*.

Vamos a ver cómo se han comportado cada uno de los diferentes activos de Icaria Patrimonio en marzo. En cuanto a evolución del patrimonio, ha ido muy bien, creciendo de nuevo. Cerramos marzo con 24 millones, ahora ya muy por encima. **Marzo ha traído el primer mes negativo de Icaria Patrimonio**, algo esperable, también. Si tuviera que ponerle nota al mes del marzo, le pondría un 7 sobre 10.

No ha sido un mes sobresaliente, debido al comportamiento del fondo Brevan Howard y su elevada caída del -7% en marzo. Es un fondo que, irónicamente, es el mejor de entre los que tenemos en cartera. En la carta mensual hemos dedicado dos o tres páginas a hablar de Brevan Howard, porque lo requiere y lo merece. **El fondo ha tenido el peor mes de su historia, desde el año 2003.** Sólo esa caída ha supuesto un -0,6% de la caída global de Icaria Patrimonio.

Dicho esto, el mes de marzo en los diferentes mercados ha ido mucho peor; **el MSCI World cayó en torno a -5% en euros y Europa en torno a menos 8,5%.** Estamos bien, en relativo. **Icaria Patrimonio es un fondo con una relación rentabilidad/riesgo sobresaliente, pero que no busca subir cuando el mercado cae.** Si el mercado cae, caeremos menos. Ese es el objetivo principal. También tiene la ventaja de que si el mercado sube, el fondo no hará cosas raras y subirá también.

Los activos en marzo han ido como deberían de ir, a excepción de la sorpresa negativa de Brevan Howard. En marzo hemos tenido la guerra con Irán, junto a todos los eventos absolutamente imprevisibles por parte de Trump, que han hecho que los mercados se comporten casi como un casino. **Hasta la renta fija de corto plazo ha caído.** Fondos como el Cartesio X, que para mí es un fondo extraordinario, cayó en torno

a un -3%. Fondos como el Evli Short Corporate Bond, que para mí es de los más conservadores, cayó en torno a un -1,8%

En lo relativo a la parte defensiva de la cartera, venga el escenario que venga, estamos preparadísimos, ya que durante meses estuvimos trabajando en esa parte, y ya está completada. **La cartera está mucho más preparada para un entorno de caídas sostenidas**, no un entorno de caídas de un mes. Si la cosa se complicase o hubiese ido a más, la cartera lo habría hecho muchísimo mejor. Lo veremos, si se da ese escenario. Así que estamos muy contentos con la composición actual. No podemos estar más satisfechos. Mi tranquilidad es absoluta en ese sentido.

Ahora estamos trabajando en la parte ofensiva, desde hace un mes y medio o dos. Sin movimientos aún, porque quería ver bien todos los fondos y reunirme con las gestoras antes de tomar ninguna decisión. No quiero tomar decisiones aisladas, quiero tomar decisiones en conjunto. Hablo en la carta de gestoras que estamos viendo, como KKR o Brookfield. Tenemos que ver que todo encaje; el perfil de liquidez de la cartera, el *trackrecord*, el *governance*, las comisiones, todo. Y, sobre todo, que **una vez incorporemos esas piezas, el conjunto sea mejor en la relación rentabilidad/riesgo**.

Entre mayo y junio podremos tener cambios del 10% de la cartera. Pequeños ajustes, para que sea algo más dinámica. No estamos hablando de movernos a renta variable, sino de infraestructuras, algo más moderado. Dejaremos la cartera mejor que donde está ahora. Hemos descartado muchos fondos por el camino. Me he encontrado historias para no dormir; fondos que se crean para que la gestora les pase los activos que no quieren o los fondos que no encuentran salida, por ejemplo. Horrible. Por eso, la parte de la *Due Diligence* y del *Governance* es tan importante, se ve muy poco y poca gente lo hace. No quiero decir nombres, no puede ser, porque la CNMV está muy encima con la política de comunicaciones, y yo aquí estaría dando nombres de gente que no hace bien las cosas. Prefiero mantenerme prudente en este sentido.

Por otro lado, hemos visto fondos de deuda a corto plazo con rentabilidades muy interesantes, del entorno del 6%. En la línea del fondo de Horizon Capital, pero con un perfil distinto, ya que no buscamos incorporar activos similares, sino descorrelacionados. En esa categoría tenemos unos 7-8 fondos muy top, ahora mismo. **En la parte de infraestructuras, que me parece clave, quiero algo con un sesgo a energía limpia,**

renovables y demás, que es lo que estoy viendo. También estoy viendo algún fondo de Real Estate, pero ahí soy más cauto, no creo que sea el momento aún, ya que son fondos más ilíquidos y prefiero esperar. Y algún fondo de Private Equity de primer nivel también hemos analizado, de Brookfield y KKR. **Tenemos un pipeline gigantesco. La carpeta tiene cientos de fondos, cada vez más, lo cual es positivo.**

También tenemos fondos de renta variable, pero eso será una parte a la que vayamos cuando acabemos con esta. Vamos con calma, pieza a pieza, sobre todo porque ahora mismo no hay prisa. **El fondo, tal y como está ahora, podría quedarme tranquilo seis meses y sé que le va a ir bien.** Lo que hagamos será para pulirlo, así que es mejor que esté muy, muy trabajado.

Vamos ahora a comentar el comportamiento de las diferentes categorías en el mes de marzo. Lo hemos comentado ampliamente en la carta, de cualquier modo. A partir de ahora, ampliaremos aún más la información, siendo más precisos a la hora de detallar las categorías. El principal detractor, sin ningún tipo de duda, ha sido la bolsa, con un -6,27% en línea con lo esperado. El MSCI World cayó un -5%, Europa un -7,5%. Tenemos cierto sesgo a Europa, así que caer un -6,27% va en línea con lo normal. Private Equity, que es la gran narrativa negativa en redes y demás, obtuvo un +0,77%. Sí que es cierto que el fondo de Goldman reportó más tarde, así que entrará en la valoración de abril.

El gran lastre del mes ha sido Macro/CTA, de la mano de Brevan Howard, que ha hecho un -7%. Ha sido el peor mes de su historia, desde 2003. La categoría ha hecho un -5,79%. Long-Short Bolsa, muy bien. Mientras la bolsa se ha hecho un -6%, Long-Short ha hecho un 0%. Se ha quedado plano, reflejando lo que buscamos. No buscamos que si la bolsa cae en un mes un -6%, Long-Short suba. Pero ha tenido un comportamiento muchísimo más equilibrado. De hecho, de los cinco fondos de Long-Short, tres de ellos subieron en marzo. Es excepcional.

Luego, en activos reales hemos hecho un -3,91%, principalmente lastrados por el oro. Infraestructuras ha sido plano y GSA Coral ha sido positivo, así que principalmente nos ha lastrado el oro. Trade Finance ha sido positivo, Retorno Absoluto, entre Campbell y algún otro ha sido positivo en un +0,71%. La parte de volatilidad ha sido -0,85%. Los fondos de cobertura han subido, pero el fondo de dispersión se ha ido a -6%, entonces,

la categoría ha quedado en -0,85%, lastrada sobre todo por ese fondo. Puede suceder en caídas, que el fondo de volatilidad y dispersión lo haga mal. Es un fondo para hacerlo bien, especialmente en mercados laterales y alcistas. En mercados que caen, puede hacerlo bien, pero no siempre. Se beneficia de que el mercado no se mueva al unísono y, la verdad, marzo se movió al unísono, cayó todo en bloque.

Bonos frontera, fruto de que el dólar subió y eso les perjudica, no hizo un buen mes, un -1,97%, pero en lo que va de año ahora mismo va a +4%, siendo renta fija, es excepcional. Cat Bonds, bien, en base a lo que se espera, hizo un +0,31%, un poquito menos de rentabilidad que los otros meses, pero bien. Crédito, que sobre todo es exposición a Non-Rated, ha sido plano, lo cual es excepcional. Lo normal es que hubiese caído. beneficiado sobre todo por el sesgo a energía y materias primas de algunos fondos, también hay que decirlo. Y, por último, Microfinance fue positivo con un +0,3%.

Vemos que los fondos que buscan dar consistencia y ser el ancla para cuando las cosas van mal, básicamente lo han sido, con la excepción de Brevan Howard en Macro/CTA. Son cosas que pueden pasar, pero al final lo importante es la consistencia del conjunto en el largo plazo.

Cambiando de tema, es sorprendente el dato de Private Equity, teniendo en cuenta toda la narrativa que hay últimamente sobre mercados privados, las noticias alarmantes sobre que el Private Equity está muerto, y demás. Yo sé perfectamente por qué es, porque al final hablo con todas las gestoras. El Financial Times, el Wall Street Journal con el primer artículo que publicaron hace ya cuatro meses, tuvieron muchísimas más visitas que en el resto, así que al final se rinden al tráfico fácil. Los artículos que llaman la atención, son los que siguen haciendo.

Os pongo un ejemplo de lo surrealista que son los artículos. Hubo un día que iba en el coche, paramos a cargar el coche, porque ahora tengo un eléctrico, y me puse a mirar las últimas noticias. Vi en portada del Financial Times que Partners Group, duro golpe, porque tenía en cartera Breitling, empresa principalmente de relojes, que había sufrido un recorte en valoración del 50%. Y yo pensé; "ostras, nosotros tenemos Partners Group". Relativamente tranquilo, porque la posición de Partners Group que más pesa en Icaria Patrimonio es un 2%, pero no me sonaba Breitling en las principales posiciones ni muchísimo menos. Me descargué el informe anual de Partners Group, me fui a la cartera y ¿sabéis cuánto pesaba Breitling? Un 0,3%. Estamos hablando de cero impacto en el

fondo. Y salía en portada; duro golpe para Partners Group. Esto resume muy bien cómo funciona la industria. Mercados privados hace seis meses eran lo más, luego no y luego volverán a ser lo más.

Lo importante es saber cómo funcionan, lo que hay detrás, entenderlo y aislarte del ruido. Yo entiendo que la gente lea y piense que ese fondo le va a caer. La realidad es que Partners Group te hace en marzo -0,4% y el MSCI World -5%. La gente te dice que las valoraciones están suavizadas. Nosotros salimos, redujimos con fuerza Partners Group, saliendo en beneficio y nos dieron esa valoración. No nos dijeron que esa valoración no valía. Me hace gracia porque conozco muy bien la industria desde dentro, he invertido en Private Equity los últimos 10 años y sé muy bien cómo funciona. Obviamente no todo es genial, igual que cualquier categoría, tiene sus puntos buenos y sus puntos malos, pero desde luego no es la imagen que se transmite, ni muchísimo menos. Nosotros, en el Family-Office que gestiono, tenemos una inversión en Waterland, que es una gestora de Private Equity europea de fondos cerrados, de los que inviertes a 10 años. Invertimos en el año 2023 y llevamos una TIR neta del 38%.

En el último comité, hablaba del vencimiento de deuda, de que los fondos de Direct Lending podían tener problemas, muchísimo antes de que los tuviesen. Lo importante es que cuando pasen cosas, remangarse y comprobarlo de verdad, porque hay veces que sí pasan cosas y hay que estar encima.

En abril no haremos ningún cambio importante, la cartera está funcionando bien. Parte de los mercados se han recuperado con respecto a lo que pasó en marzo. Aún nos faltan bastantes fondos por publicar su Valor Liquidativo, pero es cierto que todo lo que sabemos por ahora ha ido muy bien. **Ahora mismo, el Liquidativo de abril tiene buena pinta**, pero hay que ser prudente y esperar. En la carta mensual hice un ejercicio que a los partícipes les va a gustar. Consta de dos partes. Una hablando sobre datos objetivos de mercados privados para que la gente entienda el contexto y vea realmente la foto real, sin ser tan sensacionalista.

Y luego hice un repaso de varias páginas sobre Brevan Howard; hablando un poco de la casa, dónde están y demás. Creo que a la gente le va a gustar mucho ese repaso. Hablo de todos los gestores que siguen al frente, que de media acumulan en Brevan una media de 15 años o más. Y lo que ha hecho Brevan, como todas las grandes casas y todos los

grandes fondos, absolutamente todos, tienen sus baches. Azvalor ahora mismo, que es uno de los fondos mejor considerados, tuvo un periodo de tres o cuatro años donde era uno de los fondos más odiados, sin ninguna duda, en España. Todos los fondos pasan por esas etapas.

Es cierto que Brevan Howard no ha atravesado por una etapa como la de Azvalor, que tuvo un drawdown del -50%, pero sí ha atravesado una etapa en los últimos tres años en la que sus *peers*, sus fondos comparables, han hecho mejores rentabilidades. Eso es cierto. Entonces, hago un repaso a la trayectoria de todos los gestores que están al frente, quiénes son, qué hacen, de dónde vienen, y es brutal. Hay gestores que no han tenido un año negativo los últimos 15 años. Gestores que en el año 2020 tuvieron una rentabilidad del 99%. Para el que no lo sepa, **Brevan Howard funciona del siguiente modo**; imaginad que hay 30.000 millones. Se reparten esos 30.000 millones por slots. Hay 150 gestores, aproximadamente, y cada gestor tiene asignado un capital. En sus orígenes no estaba tan diversificado en talento. Las cabezas más visibles retenían más capital que ahora. Personalmente, veo mejor el esquema actual, que el capital esté repartido entre muchos gestores. Y si has tenido unos años un poco más flojos, actúan.

Lo que han hecho ha sido coger los fondos que tenían, además de Brevan Howard Master Fund, que es su fondo más importante en el que estamos invertidos. Han cogido a los mejores gestores y les han dicho; "no vamos a aceptar más capital en tu fondo". A otros le han dicho; "vamos a cerrar tu fondo y vamos a concentrar todos los recursos en el Master Fund". Han cogido al gestor estrella, que es Fash Golchín, y le han dado 11.000 millones a él, de los 30.000 millones totales. Y le han dicho; "venga, haz tu magia." El resto, llevan ahí 15 años o más. Se reparten el resto del capital y tienen un montón de gestores a su cargo, analistas, etcétera. Brevan Howard es una gestora gigantesca. Y a mí me gusta mucho ver que, pesar de que es una gestora que gestiona tantos miles de millones y los socios tienen la vida solucionada, no se quedan de brazos cruzados.

Por último, en lo relativo a la perspectiva macro actual. Ha salido Warren Buffett diciendo que es el mercado más especulativo que recuerda. Su volumen de cash respecto a activos está prácticamente en máximos históricos. Ha salido Druckenmiller, el mejor gestor macro del mundo, diciendo que **quien compre el S&P 500 hoy, de aquí a 10 años vista probablemente pierda dinero**. Han salido Ray Dalio o Paul Tudor Jones diciendo exactamente lo mismo. Los grandes inversores son unánimes. No hay diferentes

visiones. Howard Marks ha salido también hace dos semanas diciendo exactamente lo mismo. **Una cosa es ser catastrofista y otra es ser realista.** Que el mercado no caiga no significa que la macro esté bien. **El mercado puede permanecer irracional muchísimos más años**, por eso ponerte corto del mercado no es aconsejable, pero los datos son los que son. Y lo que llevo hablando tantos meses, sobre la economía en forma de K, donde la clase media no llega a final de mes, está absolutamente ahogada, y quien sostiene el consumo es la clase alta. Esa es la realidad.

A pesar de todo, hay que permanecer invertidos, ya que adivinar cuándo va a caer el mercado es imposible. Ese es también uno de los mayores aprendizajes de mi carrera profesional. Hay que ser realista, y atenerse a lo que realmente ocurre. Citando a los mejores inversores del mundo, igual la gente más escéptica cree que, como mínimo, hay que ser prudente.

Volviendo a Icaria Patrimonio, actualmente podríamos tener más de 40 fondos en cartera. Alguien podría decir que no tiene sentido diversificar en tantos fondos. Esa crítica puede tener cierto sentido cuando todos son iguales, o cuando no tienes acceso al universo de fondos que tiene acceso Icaria Patrimonio. Eso que es así. **Por ejemplo, en la parte de renta variable, tenemos cinco Hedge-Funds de Small Cap Americanas.** ¿Por qué tantos? Primero, porque no hay ni una sola posición que se repita. Y segundo, porque un Hedge-Fund de Small Cap americanas te puede hacer, en un mal mes, un -11%. De hecho, ha ocurrido varias veces. Entonces, cuando lo repartes entre varios, consigues que el comportamiento sea mucho más estable, que es como está siendo. Este es el motivo para repartir el capital en activos que tienen un mayor riesgo.

Además, **dado el grado de diversificación de Icaria Patrimonio**, donde tenemos unas 15 categorías de activos, lo normal es que tengas, como mínimo, 15 fondos. La realidad es que tenemos más.

Con esto, queda todo dicho por este mes. Muchas gracias a todos los partícipes y a todos los que estéis interesados.

Actualidad y preguntas

(19 de mayo de 2026)

<https://www.youtube.com/watch?v=2nj65hQGTil>

Hoy hablaremos de macroeconomía y novedades de Icaria Patrimonio, y responderemos preguntas de los partícipes. **Me encuentro optimista de cara a abril**, pero el resultado lo sabremos la semana que viene. Los fondos de mercados privados no han reportado aún, y son una parte importante del fondo.

Los fondos cotizados han ido bien bien, la verdad. **En un solo mes, han recuperado toda la caída que tuvieron en marzo.** Brevan Howard, entre abril y mayo, prácticamente ha recuperado también la caída del -7% que tuvo en marzo, el peor mes en sus 23 años de historia.

El mercado se encuentra ahora mismo en tierra de nadie. Tras las caídas al inicio de la guerra, ha habido un rally espectacular, con varias semanas subiendo, y ahora mismo está en periodo de incertidumbre. Si nos ceñimos a la realidad del ciudadano, ahora mismo **tenemos los tipos de interés donde no estaban antes**, y eso es tremendamente incómodo. Alemania por encima del 3%, Estados Unidos a 30 años por encima del 5%, que es un nivel tremendamente incómodo. Lo más sorprendente es ver a Japón en el 4% después de décadas en el 0%. La tónica habitual de todos los países es que los tipos de interés están muy arriba ahora mismo, y **eso tiene implicaciones para la deuda de las familias, para las hipotecas, para absolutamente todo.** Si se siguen sosteniendo los tipos ahí arriba, empezaremos a ver las repercusiones, como sucedió en el año 2022.

Veía hoy en el Financial Times que Warren Buffett lleva desde el año 2023 con muchos trimestres consecutivos vendiendo más acciones que comprando y acumulando 400.000 millones en cash. Y comentaba en el comité del Family Office varias citas de Druckenmiller, Howard Marks, Ray Dalio, Paul Tudor Jones... **los mejores inversores del mundo, todos muy pesimistas para los siguientes 10 años en el S&P 500**, diciendo que comprando a estos niveles de valoración actuales, los retornos a 10 años van a ser negativos. Aspecto en el que coincido, porque básicamente estás comprando caro de forma objetiva. Y haciendo la analogía con la década de los años 2000, que también fue una década perdida, una década en la que la renta variable y las bolsas dieron retornos

planos o negativos. Son momentos para la prudencia, ya he ido hablando de los motivos a lo largo de los últimos meses, no me baso en si hoy hace más calor o más frío.

Vamos con las preguntas y respuestas de los participantes del directo;

¿Puedes hablar de los fondos de beta condicional negativa que tenemos en Icaria Patrimonio? Además de Brevan Howard.

Brevan Howard realmente es un fondo de macro discrecional. Hay un equipo de 150 gestores que, en base a la macroeconomía, toman decisiones. Históricamente se ha comportado como un fondo de beta condicional negativa. En el año 2022 subió más de un 15%, en el año 2020 también, en el año 2011, en el año 2008, en momentos de shock de la renta variable, ha subido. Ha cumplido con creces su objetivo, pero no es un fondo de beta condicional negativa al uso. En cambio, tenemos TransTrend DTP, que sí es un fondo 100% de beta condicional negativa. Y tenemos también Campbell Absolute Return Offshore Fund, que es un híbrido entre un retorno absoluto y un fondo de beta condicional negativa. Está en terreno de ambos, en el punto medio. Y luego tenemos Winton Trend Fund, que es otro de los fondos de beta condicional negativa. Todas las gestoras que he mencionado, son top a nivel mundial, entre lo mejor de lo mejor. El objetivo es que si hay caídas sostenidas en los activos de riesgo, suban. Así ha ocurrido siempre, pero tienen que ser caídas sostenidas en el tiempo. No vale una caída de dos o tres semanas. Tienen que capturar tendencias. Por eso se llaman fondos Trend. Tenemos en torno a un 10% de Icaria Patrimonio en esos fondos.

¿Cómo y cuándo se calculan los valores liquidativos mensuales?. Quiero decir; el valor que vemos de cierre de mes, ¿que "retraso" tiene?

Alrededor del día 12 de cualquier mes, tenemos aproximadamente el 90% del valor liquidativo de Icaria Renta. Y en Icaria Patrimonio, alrededor del día 10 de cada mes, tenemos en torno al 65%, el día 17 ya tenemos en torno a un 80%. El día 23, ya casi todo. Y hacia el día 28, todo. Los últimos fondos que reportan suelen ser GSA Coral y Horizon Capital, pero es algo paulatino. Y nosotros reportamos con un mes de retraso. A finales de abril sale el valor de marzo, a finales de mayo saldrá abril, etcétera. Pero es cierto que alrededor del día 10 tenemos una foto muy precisa en Icaria Renta y bastante aproximada en Icaria Patrimonio.

Si se diera una inflación como el año 2022 hasta el 6-10%, ¿cómo se comportaría Icaria Renta? ¿Sería capaz de cubrir esa inflación, subiría menos, o caería?

En Icaria Renta, no me preocupa un escenario de ese tipo. Cuando hay inflación, el mayor riesgo en renta fija está relacionado con la duración, que no es exactamente el vencimiento, pero podemos decir a grandes rasgos, de forma un poco chapucera, que sí. Es decir, cuándo vencen los compromisos de deuda. En Icaria Renta prácticamente todo son vencimientos a muy corto plazo. Una inflación o subidas de tipos no le afecta demasiado. En marzo, los tipos subieron bastante e Icaria Renta no se vio afectada. Fondos conservadores han caído entre un 1,7% y un 3% e Icaria Renta apenas un 0,4%. No es un escenario que me preocupe, y en el largo plazo incluso beneficiaría, porque nos moveríamos un poco de los activos menos afectados a los más afectados cogiendo algo más de yield. Como nos entra dinero todos los meses, vamos comprando a yields superiores. Es un fondo que está preparado para ese escenario, porque es muy conservador.

En el caso de Icaria Patrimonio, tampoco es un escenario que me preocupe. Los Hedge Funds en un escenario inflacionario lo han hecho muy bien históricamente y entiendo que seguirá siendo así. Tenemos activos reales que se ven muy mitigados. Nuestra exposición a deuda no está casi nada relacionada con los tipos de interés. Tenemos deuda frontera de muy corto plazo, eso es todo carry, casi no le afectan los tipos. Tenemos Catbonds y tenemos bastante deuda tipo flotante, no afectaría prácticamente nada a la parte de deuda. A la parte de renta variable probablemente sí, no es un escenario muy favorable. A la parte de Private Equity la afectaría menos que a la de renta variable. Y al resto de los fondos, la verdad, no veo que fuese un impacto relevante. Si llega un año 2022 tampoco me preocupa mucho su impacto en Icaria Patrimonio.

Felicidades por la acertada decisión de pasar a la Clase en Euros de Brevan Howard. También me gustaría saber si seguimos invertidos en Sigma Internacional, que se mencionó en uno de estos vídeos.

Más que acertada, que lo es, es que Brevan Howard nos lo permitió, ya que inicialmente pedía un mínimo de 20 millones para entrar en esa clase, que no los teníamos. Nos permitieron hacer el cambio, que lo hicimos en el peor mes posible, porque el mes que hicimos el cambio, subió el dólar contra el euro, y eso nos habría beneficiado. No fuimos

afortunados con el timing ahí. Pero a largo plazo es una decisión correcta, no tengo dudas, con menos exposición a dólar.

Sobre si seguimos invertidos en Sigma Internacional, sí, estamos en la clase limpia, la clase Z, la más barata de comisiones. Todo el mundo sabe que soy buen amigo del gestor, Gabriel Castro. Es una persona que conozco muy de cerca y considero que es uno de los mejores fondos para tener en cartera. Sigma invierte en compañías baratas, pero al final tienes cierto sesgo a emergentes, energía, materias primas y todo tipo de compañías. Me gusta tener en cartera ese perfil de compañías, sin tener un fondo que sólo invierta en es. Sin duda, Gabriel aporta mucho. Sobre todo lo que quiero es que los fondos no se solapen, que no compartan compañías. Y las compañías que tiene Gabriel en cartera no están en el resto de las carteras, lo cual es muy positivo para nosotros.

¿Tienes previsto en algún momento flexibilizar las condiciones para reembolsos en Icaria Patrimonio e Icaria Renta?

Esta es una pregunta recurrente. En el caso de Icaria Renta, sí está previsto. No sé cuándo, pero pasará a reembolso mensual, porque con la volatilidad y liquidez que tiene, no tiene sentido dejarlo trimestral.

En cambio, Icaria Patrimonio es un fondo patrimonialista. Es como tener un fondo cuya estructura es replicar un Family Office. Icaria Patrimonio es lo que llevo haciendo 10 años para esos clientes de más de 100 millones. Por ese perfil patrimonialista, para mí no tiene sentido que las retiradas sean mensuales. Todo aquel que necesite una liquidez de más corto plazo, Icaria Patrimonio no es su fondo.

Para invertir en Icaria Patrimonio hay que tener un horizonte de inversión de al menos tres años. Para invertir en renta variable debería de ser al menos siete años. Deberías de estar invertido al menos ese plazo. La gente se toma muy alegremente su horizonte de inversión, luego pasan dos meses y te vas de un fondo a otro. Nosotros no hacemos eso con los fondos en los que invertimos, y desde luego, no es lo correcto.

La liquidez trimestral es una medida para mitigar que suceda eso. Habrá algún momento que algún partícipe se vaya de Icaria Patrimonio, puede tener sus circunstancias personales. No buscamos captar el mayor capital y patrimonio posible, sino que el proyecto sea lo mejor y más estable posible. Esa es la prioridad.

En relación a la geopolítica y sus derivadas en la inversión, ¿qué te parece la curva de tipos y el efecto en torno al cambio en la cúpula de la Reserva Federal?

Lo he dicho antes cuando hablaba de la macro. Terrible, la verdad es que ahora mismo veía el Euribor al 2,8%, después de estar al 1,82%. Una subida importante, que tiene implicaciones para todo; hipotecas, préstamos, pagos de tarjetas, todo. Y es preocupante los niveles en los que están cotizando ahora mismo los tipos de interés de todos los países. Es muy importante que se solucione la guerra de Irán y caigan, porque a los niveles actuales es preocupante la situación, sobre todo para el ciudadano de a pie, que va a sufrir las repercusiones directas. La vida va a ser más cara. Eso es lo que más me preocupa, porque veo a las familias en una situación muy vulnerable ahora mismo. Si empeoras las condiciones crediticias y vuelves todo un poco más caro, te deja una situación bastante complicada.

¿Hay algún fondo de AQR dentro de Icaria Patrimonio?

Sí, tenemos un fondo de AQR y estamos en conversaciones para incorporar el que para mí es su mejor Hedge-Fund. Tenemos actualmente el AQR Alternative Risk Premia Fund, que tiene una parte destinada a invertir en compañías baratas, otra parte destinada a invertir en carry, y más. Es un fondo que hace diversas estrategias y que encaja bien en la parte de retorno absoluto con sesgo a bolsa. Es un retorno absoluto tramposo, no es un fondo defensivo ni muchísimo menos. Es un fondo bastante dinámico, tanto o más que la bolsa. Encaja muy bien por diversos aspectos, por su correlación con el resto de la cartera, por el tipo de estrategia que tiene dentro, que no hay ningún otro fondo que la replique, básicamente con todo lo que buscamos.

Como tengo mi cartera 50/50 entre Icaria Patrimonio y Return Stacked Offroad y River Patrimonio, ¿cuál es tu perspectiva sobre la complementariedad de ambas estrategias?

Pues la complementariedad es absoluta, porque Offroad es un fondo más agresivo, es un fondo que está apalancado. Es una película diferente a Icaria Patrimonio. Offroad invierte en el SP500 e indexación europea últimamente. Entonces, básicamente está la parte de renta variable indexada y la parte de renta variable de Icaria Patrimonio, que no está indexada. Tienes diferentes formas de invertir en bolsa. Y luego todo lo demás. La verdad es que es bastante diferente. Son dos fondos que se complementan muy bien. Offroad es

más dinámico e Icaria Patrimonio es más conservador. Son un buen complemento porque no tienen mucho que ver, son dos fondos bastante diferentes.

¿Escenarios posibles de inflación?

Yo sólo veo posible una inflación del estilo de la de 2022, donde suba el coste energético, materias primas y demás, que suba el coste de la vida. Una inflación de costes, de bienes, de servicios. Una inflación que haga que sea más difícil ahorrar. Es crítico que se resuelva la guerra de Irán, para que se normalicen tipos de interés y den un poco de respiro a las familias, a la gente.

Me gustaría saber la distribución de los pesos actuales de Icaria Patrimonio.

A cierre de marzo teníamos menos de un 5% en liquidez, un 20% en Deuda, un 10% en Activos Reales, un 15% en Hedge Funds, un 15% en Private Equity, un 30% en Renta Variable, considerando la parte de Long/Short que es un 9%. Es el posicionamiento a cierre de marzo, que ha variado ligeramente con respecto a finales de mayo que estamos hoy, pero los cambios han sido ligeros. Nunca hay grandes cambios. Lo que hacemos son pequeños ajustes. Los cambios llegarán entre mayo y junio en la parte más dinámica, en fondos de Infraestructuras, Activos Reales, mercados privados en general.

¿Estos fondos están disponibles en MyInvestor?

No. Sólo están disponibles en Andbank. Buscamos que sea un proyecto minoritario, no buscamos llegar a la máxima gente posible. Buscamos que sea un proyecto patrimonialista a largo plazo, de ahorradores con un perfil ligeramente conservador, que tengan ahí su patrimonio como lo tengo yo mismo. No busca ser un proyecto tipo Cartera Permanente, donde tenemos 10.000 partícipes. Al estar sólo en Andbank, es mucho más fácil para nosotros conocer a todos los partícipes, y asegurarnos de que están alineados con la filosofía del fondo, porque si llega una persona que está interesada en invertir, pero vemos que no encaja en la filosofía del fondo, nosotros se lo decimos. Y la forma de tener el lujo de poder hacer eso, es que sea a través de Andbank.

A la hora de seleccionar Hedge Funds, ¿buscas una allocation concreta a X estrategias, o simplemente que se comporten distinto aunque todos sean, por ejemplo, Long-Short?

La parte de Hedge Funds busco que no sea más de un 15%, idealmente. Es cierto que no meto los Long-Shorts de bolsa en Hedge Funds, porque no considero que sean Hedge Funds. Considero que son fondos de bolsa con un sesgo conservador, ya que al final invierten en compañías. Dentro del 15%, busco que haya una mezcla entre fondos de beta condicional negativa, que serían los fondos de CTA o Trend, busco que haya Retorno Absoluto y busco que haya Macro Discrecional, que sería el caso de Brevan Howard y alguna estrategia de volatilidad, que son coberturas para que si el mercado cae, suban. Es lo único de lo que tienes la certeza absoluta. En el caso de la exposición a volatilidad es 100% cobertura.

¿Estás valorando incorporar fondos con "poco" track record en el pool de fondos que comentaste? ¿En qué te fijas para diferenciar "suerte" de habilidad, aparte de la rentabilidad?

No. No lo valoro. La mayor parte no. Todos los fondos que tenemos son fondos extraordinarios, que puede ser que el fondo tenga poco track record, pero el equipo gestor sí tenga un track record tremendamente extenso. Eso es un requisito indispensable. Todos los fondos que estoy analizando ahora son fondos con trayectorias de décadas haciéndolo bien en su categoría y, sobre todo, que generen alfa. El alfa no lo medimos contra la bolsa, sino contra cada categoría.

Invertimos en fondos de renta fija o de deuda que generan mucho alfa, pero de forma objetiva, lo mides contra la categoría. Lo mismo pasa en la parte de Hedge Funds o de Activos Reales. Cada fondo que incorporamos, debe generar alfa con respecto a sus comparables. Y en la parte de renta variable, también. Lo que buscamos es que dentro de cada categoría, las cosas se midan contra lo que corresponde. No se nos ocurre coger la categoría Hedge Funds y decir que no genera alfa porque sube menos que la bolsa. Si hiciésemos eso, estaríamos muy perdidos en saber cómo funciona el mundo de la gestión de patrimonios. Buscamos tener el comportamiento deseado en los momentos que es oportuno tenerlo y que respecto a la competencia, lo hagan bien.

Si actualmente tenemos poca exposición a "Big Caps" por la sobrevaloración de sus múltiplos, ante una eventual recesión en la que las valoraciones se normalicen, ¿incluirías exposición indexada o a través de fondos activos?

Tendremos apenas un 2% o menos de Big Caps. No contemplo exposición indexada para Icaria Patrimonio. Creo en ella, por supuesto, se nota en Cartera Permanente. Pero creo que en el momento actual, las grandes oportunidades no están en la gestión indexada. Puede seguir haciéndolo bien, porque el mercado es así, pero recuerdo leer en profundidad sobre cómo todo el mundo se reía y cachondeaba de Warren Buffett antes de la crisis del año 2000, diciendo que se le había olvidado invertir, porque decía que el mercado estaba muy sobrevalorado y el mercado siguió subiendo dos o tres años más. Eso es así. No por el hecho de que algo suba, significa que no esté caro. Es que hay formas objetivas y tangibles de medirlo. Y desde cualquier ángulo posible, los fondos indexados están caros. Entonces, los retornos futuros, estadísticamente, van a ser más bajos que los retornos recientes.

La rentabilidad en bolsa en 100 años ha sido del 9%, y ahora es del 14% si coges los últimos 15 años. Todo eso que te has llevado de más, en algún momento, te lo llevarás de menos. Es básicamente cómo funciona la inversión y ese es el motivo por el que yo en Icaria Patrimonio ahora mismo no incorporaría gestión indexada.

¿Valoras incluir renta fija gubernamental en Icaria Patrimonio?

La verdad es que no. De incluirla sería en un porcentaje del 2-3%, pero ahora mismo no es algo que esté valorando, porque la realidad es que si pasa algo gordo en la renta fija gubernamental, como tenemos oro, estaríamos cubiertos en ese escenario de cola, en ese Cisne Negro. Es cierto que al final los Estados son dueños de la moneda y pueden imprimir de forma indefinida, pero yo creo que hay ciertos límites que estamos cercanos a ver.

¿Es más recomendable Icaria Patrimonio o Icaria Renta, tal y cómo está la cosa?

No es más recomendable ni uno ni otro, pero ni entre ellos ni con respecto a ningún tipo de estrategia. Lo recomendable es lo que más se ajuste a tu perfil. Para toda aquella persona que no quiera tener exposición a riesgo y que quiera algo muy conservador o nunca haya invertido y quiera empezar a hacerlo, Icaria Renta es el fondo menos volátil que gestiono, con muchísima diferencia. Y pocos fondos hay que con esa volatilidad, tengan esa rentabilidad.

Icaria Patrimonio es otra película, es más para gente que quiere rentabilizar sus ahorros a largo plazo, con un camino razonablemente estable, bastante más estable que el que supondría invertir en bolsa, a pesar de que es históricamente el activo más rentable.

Todo depende de las circunstancias de cada persona. Habrá personas a las que no les encaje ninguno de los dos, por lo que sea. Es importante que cada uno entienda bien su situación y diseñar la cartera se adapte a lo que él necesita. Nosotros tenemos clientes que no están invertidos ni en Cartera Permanente, ni en Icaria Patrimonio, ni en Icaria Renta, ni en Offroad, y simplemente tienen una cartera de fondos de terceros extraordinarios. Esa es otra de las posibilidades que también ofrecemos, porque por suerte tenemos acceso a la plataforma de Inversis, que tiene prácticamente todos los fondos que se comercializan en España, y se pueden hacer carteras muy buenas, con fondos de terceros.

Lo primero que hay que especificar es qué objetivos tienes para cuando necesites ese dinero y qué caída estás dispuesto a sufrir. Porque al principio parece que una caída fuerte se pasa de forma cómoda, pero cuando llega la caída y no ves la remontada, se pasa peor de lo que parece.

Teniendo en cuenta que un posible superciclo de materias primas podría invertirse en uno de los grandes drivers macro de los próximos años, Icaria Patrimonio tiene actualmente alguna estrategia o fondo específico, más allá de exposiciones indirectas que ya puedan existir vía oro o real assets, o prefiere mantener una posición más neutral sobre el tema?

Sí que tiene cierta exposición a materias primas, a través de diversos fondos o de la renta fija *non-rated*, tiene cierto sesgo al sector. ¿Hay algún fondo con bastante exposición a materias primas? Sí lo hay. Ahora, esto es como todo. Justo ahora todo el mundo quiere tener materias primas porque es lo que mejor lo ha hecho en los últimos dos años, pero hace tres años nadie quería. Soy razonablemente optimista con las materias primas y por eso hay cierta exposición en cartera, pero tampoco hay que volverse loco, hay que tener mucho cuidado con las modas.

En Cartera Permanente, ¿por qué usas el fondo de iShares MSCI USA, que es replica sintética?

Porque es más eficiente en costes. iShares es la gestora más grande del mundo y nos permite eficiencia en costes. El riesgo regulatorio, para mí es cero. Lo que buscamos en la Cartera Permanente y el resto de fondos es optimizar costes.

¿Tienes previsto cambiar algo en Icaria Renta, o de momento no?

No. Icaria Renta iba a nacer con una expectativa de rentabilidad de un 4,5% después de comisiones, que era tremendamente ambicioso. Ahora rondaremos el 4,25%. No hay cambios previstos. La cartera está como quiero que esté. Durante unos cuantos mesecillos, la verdad que le destinamos una buena cantidad de horas, pero ahora estamos más tranquilos ahí.

¿Cuál sería el comportamiento esperado en caso de subidas de tipos? Al no haber deuda gubernamental, y mucho de Activos Reales, podría aguantar bien el tirón. No sé si la Deuda Privada estaría muy golpeada.

Sí, sí. Al final, la parte de deuda que tenemos (Cat bonds, exposición a tipos) le beneficia porque reinvierte las primas a tipos más altos. En Mercados Frontera, lo que pase con los tipos en Europa y Estados Unidos es irrelevante para lo que pueda pasar en los países frontera. Sobre todo en divisa local, otra cosa si fuese Hard Currency, ahí sí. La parte de Real Assets me preocupa cero. No es un escenario que me preocupe, ni muchísimo menos.

¿Me puedes comentar sobre la Clase Z de Icaria Patrimonio e Icaria Renta?

Para todo aquel que tenga con nosotros en Andbank al menos 100.000 € invertidos, se puede invertir en Icaria Patrimonio y Icaria Renta desde 50.000 €. Es una característica que pusimos porque mucha gente nos lo pedía. Si tenéis cualquier duda, nos preguntáis por privado.

¿No ves riesgo en la réplica sintética con respecto a la réplica física en fondos indexados?

No veo riesgo, la verdad. Para mí es una forma optimizada de tener exposición. No me preocupa. Al final el iShares MSCI USA es un ETF tremendamente eficiente. Ahí estoy muy tranquilo, siendo yo bastante intranquilo. Siempre que veo alguna señal rara, créeme

que trabajo hasta llegar al punto de tranquilidad. Así que, si yo estoy tranquilo, es buena señal.

¿Qué opinas de las dudas que se han generado últimamente sobre la inversión en Private Equity?

En la carta de este mes lo dejo bastante claro. Creo que es como todo. Sea Private Equity, sea bolsa, sea renta fija, sea deuda gubernamental, sea lo que sea, todas las categorías pasan por periodos en los que todo el mundo habla mal de ese activo. No hay ninguno que se libre. La narrativa de Private Equity, mercados privados, con alarmismo y tal, atrajo muchas visitas, tanto a los medios financieros como a los blogs y redes. Creo que hay motivos para ser cautos, al igual que los hay en renta variable, hablé de ello en octubre, muchísimo antes que los medios. Comenté que en Private Equity cuidado con ciertas añadas, en Direct Lending igual, esto ya en octubre. Y la gente empezó a hablar del tema, en febrero Opino que se exageró, que hay motivos para tener cautela, pero desde luego no al nivel que se habla.

En Direct Lending, en los fondos más perjudicados, entre los que están los de Blue Owl, la pérdida estará en torno al 15-20% al final, para un fondo que ha dado una rentabilidad anualizada del 10%, que es la rentabilidad anualizada que da la bolsa. La bolsa en un momento de crisis te cae un 40-50%. Aquí estamos hablando de algo que puede caer un 15-20%, no me parece para tanto. Evidentemente a la gente que está invertida no le agrada perder, pero entra dentro del guión. Al final, cuando invertimos en activos que pueden generar un 10%, tenemos que tener claro todos que son activos que pueden caer.

Creo que ha habido muchísimo sensacionalismo por las visitas, y que luego la realidad no es ni de lejos como nos la pintan. De hecho, ya lo dije en marzo; la parte de Icaria Patrimonio que mejor se comportó, con muchísima diferencia, fue la de mercados privados. Si Icaria Patrimonio fuese todo mercados privados, en marzo habría subido. Con esto te lo digo todo.

Y en Private Equity, es cierto que ahora mismo con el entorno macroeconómico y de tipos de interés, no es el entorno más propicio para hacer deals o exits. El contexto macro no es el ideal, es un hecho. Pero yo hablo con las gestoras y preocupadas no están, eso lo puedo garantizar. Sobre todo las europeas, algunos no saben ni de qué les

estás hablando cuando les hablas de problemas. Tiene mucho que ver con cómo llega la información de sesgada.

Repito, hay cosas que pasan que son las que llevamos hablando tiempo, pero nada que no veas en otros activos. Si analizas un fondo de renta fija high yield, vas con cautela porque cotiza con spreads en mínimos. Si analizas un fondo de renta variable, vas con cautela porque estás comprando prácticamente en máximos históricos de PER de Shiller.

¿Cuáles son las aportaciones mínimas adicionales para Icaria Patrimonio e Icaria Renta?

No hay aportación mínima adicional. Una vez dentro, puedes invertir adicionalmente desde 1€.

¿Cuál va a ser el comportamiento que esperas de Icaria Patrimonio para este año?

Razonablemente bueno. Es cierto que salimos con un posicionamiento neutral y teníamos un potencial de rentabilidad en torno al 8-9%, que es más o menos donde íbamos mes a mes. Ahora tenemos un posicionamiento defensivo, entonces la expectativa de rentabilidad es algo más baja, porque creo que es lo correcto. Es cierto que en Icaria Patrimonio nunca vamos a tomar decisiones para pasar de un objetivo de rentabilidad del 8-10% a uno del 5%. Eso nunca va a suceder. Las bandas en las que nos movemos son muy pequeñas, por lo que si el mercado sigue subiendo estaremos razonablemente contentos, ese es el punto. Pero la expectativa de rentabilidad es más baja porque la cartera está en un posicionamiento bastante más protegido, más defensivo, más adaptado a las circunstancias actuales. Pero si los mercados se comportan bien, la rentabilidad será buena. Claro, depende de lo que haga Trump, de la guerra, de las materias primas, de los aranceles...

Abril va a ser bueno, porque la parte cotizada está en máximos históricos, por encima de marzo. Veremos la parte privada. Icaria Patrimonio es un fondo que busca dar los retornos de la manera más estable posible. Va a dar un retorno razonablemente bueno en base al contexto. No va a dar el retorno que te pueda dar un fondo hiper growth en un año bueno. Imagínate que este es el año de materias primas, pues no te va a dar el retorno que va a dar materias primas. Pero claro, tampoco te va a pasar nunca lo que le sucedió a ARK, que cayó un 70% desde máximos y ahí sigue. Y tampoco te va a pasar lo

que puede pasar con las materias primas, que te puede caer un 80% sin despeinarse. Eso no va a pasar jamás. Esto sí que lo digo con la mano en el fuego y no me quemó.

Icaria Patrimonio es filosofía Cartera Permanente; suceda lo que suceda, tendrá un comportamiento razonablemente bueno. Ese es el objetivo; nunca ser el primero, nunca ser el último, siempre estar en la parte satisfactoria de la ecuación.

¿Vas a sacar la parte dinámica de Icaria Patrimonio como un fondo por sí mismo?

Esta ya me la hiciste muchas veces. La respuesta es que no, como mínimo, hasta que venga una crisis. Porque yo con mi conciencia y mi responsabilidad no soy capaz de sacar un fondo que tenga sólo la parte dinámica, ya que yo no invertiría mi dinero en un fondo que tuviese esa volatilidad. Entonces, no puedo tener un fondo bajo gestión en el que yo no invertiría mi dinero. Y si hubiera una crisis fuerte, ¿Icaria Patrimonio se adaptaría a esa crisis y rotaría a un comportamiento más dinámico? No, no va a tener un comportamiento tan dinámico. Icaria Patrimonio busca dar rentabilidades parecidas a las de la bolsa en periodos de un ciclo económico completo, pero con muchísima menos volatilidad y drawdown, pero no va a tener sólo la parte más dinámica. Va a seguir siendo un fondo muy consistente.

Si hay una recesión, dará rentabilidades por encima del 10%, probablemente. Pero la parte más dinámica va a dar rentabilidades bastante superiores a eso, porque hay fondos que tienen mucha beta. Un fondo como AltaFox tiene una rentabilidad anualizada del 30%, porque son muy buenos y porque tienen una beta al mercado muy alta. Cuando el mercado sube, tiende a subir con más fuerza. Si tú coges solo la parte dinámica de Icaria Patrimonio, pues vas a tener una beta al mercado superior a la estándar. Eso quiere decir que la parte más dinámica de Icaria Patrimonio, si funcionase por sí sola y viene una recesión, caerá lo mismo o incluso más que la bolsa. Por eso ahora mismo no me parece el momento para hacerlo, porque tengo el requisito de que no puedo estar gestionando algo en lo que yo no invertiría. Y como yo no invertiría ahora mismo en eso, pues no puedo sacarlo.

Si tenéis cualquier duda, ya sabéis que contestamos todo tipo de mensajes tanto en redes sociales como por correo electrónico. Preguntadnos sin compromiso.