

Icaria Patrimonio, FIL
Carta mensual - mayo 2026

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

Comentario de Mercado Mayo 2026

Aviso legal

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

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

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

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

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

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

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

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

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

“

El mes ha sido positivo, con una rentabilidad del 1,02% en la clase A y del 1,04% en la clase I. El patrimonio bajo gestión supera ya los 27 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 mayo de 2026 en Icaria Patrimonio FIL. El mes ha sido positivo, con una rentabilidad del 1,02% en la clase A y del 1,04% en la clase I. El patrimonio bajo gestión supera ya los 27 millones de euros, y el año continúa en terreno claramente positivo.

“

Goldman Sachs estima ahora que los grandes hyperscalers (Amazon, Microsoft, Google, Meta y Oracle) gastarán cerca de 755.000 millones de dólares en 2026, un 84% más que el año anterior

”

“

La IA crea ganadores y perdedores con una claridad poco habitual, y nuestro trabajo es estar en el lado correcto

”

“

Los NAV que vemos en los informes suelen quedarse cortos frente al valor que finalmente se materializa. Es la prima de iliquidez trabajando a nuestro favor, y es una de las grandes razones por las que mantenemos exposición a mercados privados

”

Mayo ha sido un mes de esos que confirman tendencias. No ha habido grandes sobresaltos en los índices, pero por debajo se han consolidado varios de los temas que llevamos meses siguiendo, y han aparecido oportunidades que encajan especialmente bien con la forma en la que construimos esta cartera. Voy a contaros lo que más me ha llamado la atención y, sobre todo, qué implicaciones tiene para Icaria Patrimonio.

En febrero os contaba que las grandes tecnológicas habían anunciado planes de inversión en infraestructura de inteligencia artificial por valor de 660.000 millones de dólares en 2025. Las cifras no han hecho más que crecer. Goldman Sachs estima ahora que los grandes hyperscalers (Amazon, Microsoft, Google, Meta y Oracle) gastarán cerca de 755.000 millones de dólares en 2026, un 84% más que el año anterior, y el consenso apunta a unos 920.000 millones en 2027. Es una cifra difícil de asimilar, equivalente al PIB de países enteros, y confirma que el ciclo de inversión en IA es estructural y no una moda pasajera.

Pero lo verdaderamente interesante para el inversor no es la cifra, sino quién gana y quién pierde. Los fabricantes de chips y semiconductores se están beneficiando de lleno de esa ola de gasto. El software, en cambio, ha empezado a quedarse rezagado. La irrupción de la IA agéntica ha puesto en duda los modelos de negocio de muchas compañías de software, que ya no se dan por sentados. Es una de las razones por las que, en la parte de crédito privado de la cartera, somos extremadamente selectivos y evitamos la exposición a compañías de software frágiles o muy apalancadas. La IA crea ganadores y perdedores con una claridad poco habitual, y nuestro trabajo es estar en el lado correcto.

Quizás el cambio más relevante del trimestre es que la ventana de salidas a bolsa se ha reabierto. Tras años de sequía, la actividad de IPOs repuntó con fuerza en el primer trimestre de 2026 (con un volumen de operaciones que en Estados Unidos creció cerca de un 78% interanual), en el que ya es el entorno más fuerte desde 2021. El pipeline lo encabezan nombres como OpenAI, SpaceX o Anthropic, con valoraciones que invitan tanto al entusiasmo como a la prudencia.

Para un inversor en bolsa, la reapertura de las IPOs es una señal de apetito por el riesgo. Para nosotros, que invertimos también en mercados privados, es bastante más que eso. La ventana de salidas reactiva las desinversiones del private equity, y con ellas vuelven las distribuciones de caja a los partícipes. De hecho, se estima que aproximadamente un tercio de las salidas a bolsa de 2026 son ventas de compañías en manos de fondos de private equity.

Y aquí aparece un dato que me parece especialmente relevante; el private equity cotiza hoy con el mayor descuento frente a la bolsa de los últimos quince años. Mientras los índices americanos descuentan la perfección, las compañías privadas pueden adquirirse a múltiplos sensiblemente más bajos. A esto se suma algo que las valoraciones de mercado tienden a ignorar, y es que los activos privados se marcan con prudencia. Waterland, una de las gestoras de referencia en capital privado, ha realizado sus últimas desinversiones con una prima cercana al 66% sobre el valor al que esas compañías estaban marcadas un año antes de la venta. Dicho de otro modo, los NAV que vemos en los informes suelen quedarse cortos frente al valor que finalmente se materializa. Es la prima de iliquidez trabajando a nuestro favor, y es una de las grandes razones por las que mantenemos exposición a mercados privados.

El telón de fondo macro, eso sí, sigue invitando a la prudencia. La rotación de capital que comentábamos en febrero se ha consolidado: los mercados emergentes y el estilo value lideran los retornos desde 2025, mientras el dólar ha recuperado los últimos meses penalizando al oro.

Al mismo tiempo, las grietas en el consumidor estadounidense se ensanchan, la morosidad en préstamos estudiantiles supera ya el 10% y las expectativas de los hogares están en zona históricamente asociada a recesión, y la deuda pública estadounidense se acerca al 124% del PIB, camino del 139% proyectado para 2030. Nada de esto es nuevo, pero refuerza por qué construimos una cartera que no dependa de que una única variable siga subiendo.

RENTABILIDAD Y PESOS POR CATEGORÍAS

A continuación se incluye la contribución de cada sub-categoría a la rentabilidad de Icaria Patrimonio FIL en el mes de mayo, expresada sobre el patrimonio final del fondo. Como aclaración, dentro de cada categoría podemos mencionar el comportamiento de alguno o algunos activos, pero no de todos los incluidos, con el fin de proteger nuestro trabajo y propiedad intelectual.

Bolsa	+3,05%	Principal contribuidor del mes. La rotación hacia mercados emergentes y estilo value ha apoyado la categoría.
Private Equity	+1,57%	Otro mes positivo y consistente, en línea con el patrón silencioso que esperamos de la categoría.
Macro/CTA	+0,61%	Aportación modesta tras un trimestre complicado. Brevan continúa con su proceso de recuperación.
Long Short Equity	+1%	Las piezas long-short siguen aportando retorno descorrelacionado del mercado.
Real Assets	+0,12%	Mes neutro. La debilidad puntual del oro ha sido compensada por la aportación habitual de infraestructuras.
Retorno Absoluto	-0,18%	Única categoría con contribución negativa del mes, dentro del perfil de baja volatilidad esperado.
Cat Bonds	+0,24%	Carry tranquilo, sin volatilidad. La categoría sigue cumpliendo su función diversificadora.
Trade Finance	+0,40%	Otro mes consistente de aportación, sin sobresaltos.
Deuda Frontera	+0,25%	Aportación moderada. El comportamiento del dólar a lo largo del mes ha pesado.
Volatility	+2,10%	Comportamiento positivo en una categoría que aporta valor en entornos de dispersión y a través de coberturas.
Crédito non rated	+0,57%	Aportación positiva, consistente con la naturaleza de las posiciones subyacentes.
Microfinance	+0,29%	Carry estable, sin volatilidad y descorrelación casi total con los mercados financieros tradicionales.
Liquidez	+0,25%	

La rentabilidad desde inicio ha sido del 6,54% en un periodo inferior a un año.

En línea con lo esperado.

FONDOS ESTUDIADOS ESTE TRIMESTRE

Buena parte del trabajo del mes ha consistido en analizar en profundidad vehículos para reforzar la pata de mercados privados de la cartera, siempre de la mano de las mejores gestoras de cada categoría. Hemos estudiado cuatro fondos y os resumo brevemente qué nos ha parecido cada uno.

“

Haussmann (Mirabaud) es uno de los fondos multi-gestor más antiguos del mundo, con consistencia desde 1973. Acumula una rentabilidad anualizada del 12,90% desde su lanzamiento

”

MLoan – Muzinich European Evergreen Credit

Parallel Lending, es decir financiación de la mano de un banco europeo en el middle-market europeo, con foco senior secured y un objetivo de rentabilidad de Euribor más un 6% distribuido mensualmente. No es direct lending, categoría que seguimos evitando por completo después de los problemas que ya anticipamos en gestoras como Blue Owl.

NB Global Private Equity Access (Neuberger Berman)

Private equity evergreen y semi-líquido de la mano de una gestora institucional de primer nivel (538.000 millones de dólares bajo gestión, propiedad de sus empleados). Da acceso diversificado a co-inversiones de alta calidad y secundarios, con una estructura de comisiones más eficiente que la tradicional.

Haussmann (Mirabaud)

Uno de los fondos multi-gestor más antiguos del mundo, con consistencia desde 1973. Acumula una rentabilidad anualizada del 12,90% desde su lanzamiento, batiendo al MSCI World con una volatilidad sensiblemente menor en el periodo desde inicio del fondo en 1974 en su clase de origen en dólares. Es el tipo de vehículo que aporta alpha y descorrelación sin renunciar a la liquidez mensual.

K-Prime (KKR Private Markets Equity)

Acceso directo a toda la maquinaria de private equity de KKR en una única estrategia, diversificada por geografía y tipo de operación, con un objetivo de rentabilidad neta del 12-15%. Suscripciones mensuales y reembolsos trimestrales dentro de una estructura pensada para el largo plazo.

No hemos tomado decisiones definitivas de incorporación; se trata, como siempre, de un trabajo de análisis riguroso para tener preparadas las mejores ideas cuando toque ejecutarlas. Pero el denominador común es claro, todos refuerzan una cartera privada diversificada, de calidad y comprada a valoraciones razonables.

Hasta aquí nuestro comentario mensual de Icaria Patrimonio FIL relativo al mes de mayo. 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 partícipe en particular. Cada inversor debe valorar, de forma independiente o con el asesoramiento que estime oportuno, la adecuación de la inversión a su perfil y horizonte temporal.

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 SGIC, 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, SGIC, S.A.U <https://www.andbank.es/andbank-wealth-management/fondos/> y en la página web de la CNMV: <https://www.cnmv.es> La inversión en mercados financieros puede conllevar, entre otros, un riesgo del mercado de renta variable, de tipo de interés, de tipo de cambio, de inversión en países emergentes, así como de concentración geográfica o sectorial y de liquidez. Pudiendo representar la pérdida del capital invertido o el de ausencia de rentabilidad. El nivel de riesgo del fondo es indicativo del riesgo del fondo y está calculado en base a datos históricos que, no obstante, puede no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo. **Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras.** Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo. Puede obtener información adicional sobre dicho fondo y sobre los supuestos y forma de reclamar la garantía y su alcance en <https://www.andbank.es>.

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

Comentario a cierre de mayo

<https://www.youtube.com/watch?v=AbAhANeR5Hk>

Nos acostumbramos a que todo vaya bien, la verdad. Supongo que vendrán tiempos en que no vaya tan bien. Conocemos muy bien cómo funciona el mundo de la inversión y no siempre va a haber entradas de partícipes a estos niveles todos los meses.

Mayo fue un mes en el que entró más de un millón de euros a Icaria Patrimonio.

¿Qué podemos decir? Poco podemos decir, más que gracias. Toda esa confianza se traduce en trabajo diario. **Un mes más de estabilidad**, un fondo que aún no ha cumplido el año, pero que con su 25% en renta variable, para bien o para mal no va a depender de lo que haga la renta variable. Nos ha dejado otro mes positivo, con una **rentabilidad en línea con lo esperado, del 1,05% en Clase I o 1,02% en Clase A**. Vendrán meses malos, no tengo ninguna duda. Sólo hay que ver lo que está pasando con Terry Smith y Fundsmith.

Aprovecho hilando algo que está muy de actualidad, porque la carta de Fundsmith salió esta semana. Fundsmith es un fondo que hace tres años era el número uno en popularidad de Europa, por encima de decenas de miles de otros fondos. Hoy es un fondo que nadie quiere ver, nadie quiere tener en cartera, que el propio Terry Smith, que lleva décadas de experiencia en los mercados, parece que está claudicando en su filosofía. Porque la filosofía de Fundsmith es comprar buenas compañías, no sobrepagar por ellas, y no vender pase lo que pase. Y la realidad es que ha vendido prácticamente toda su cartera para comprar compañías que están subiendo. Básicamente lo que está diciendo en su carta es que se rinde con la inversión en calidad, que no está atravesando un buen momento.

Muchos fondos que invierten en calidad llevan caídas importantes o básicamente no están ganando dinero en los últimos años. Terry Smith se rinde y dice que, fruto de cómo es el mercado, de cómo se comportan los partícipes, va a invertir en compañías más de momentum, más guiándose por el gráfico. Estas declaraciones son demoledoras, porque para alguien con la experiencia de Terry Smith, claudicar de este modo, me parece terrible. Creo que la cartera que tenía, que estaba vendiendo, era una muy buena cartera, con la que debería haber aguantado. Imagino que las presiones, fruto de los flujos de salida de la gestora, le han hecho tomar esa decisión, mala en mi opinión.

Y todo esto lo cuento porque prácticamente nadie que nos esté escuchando, se acordará de que **en el año 2018, 2019 o 2020, sucedió exactamente lo mismo**, incluso peor, con Paramés, con Álvaro Guzmán, con Martín, con prácticamente todos los gestores que hoy están endiosados. ¿Son mejores gestores Paramés o Guzmán en el año 2026 que en el año 2018? No, son los mismos. ¿Es peor gestor Terry Smith que hace tres años? No, es el mismo.

Todo esto atiende a que **el contexto y el estilo de inversión, viene muy influenciado por el ciclo económico**, los tipos de interés y demás variables que hacen que a veces los gestores de un determinado estilo de inversión parezcan genios y otras veces parezcan inútiles. La realidad no es ninguna de las dos, ni son genios ni son inútiles, sino más bien hay que entender cómo funciona la inversión.

Esto que le está pasando a Terry Smith o a los grandes gestores que tenemos aquí en España, le pasó también a Warren Buffett en el año 2000, donde incluso había titulares en periódicos riéndose sobre que se le había olvidado gestionar. Y todos sabemos lo que pasó desde el año 2000 con Warren Buffett, no hace falta que se lo diga a nadie. Así que, mucho cuidado con pensar que quien está haciéndolo ahora bien es un dios y quien lo está haciendo mal, no lo es. Son gente que tiene experiencia de 15, 20, 30 años y ni se les olvida ni mejoran de la noche a la mañana. Simplemente la inversión funciona así, es algo muy importante de entender.

En cuanto a la situación macro, estamos viendo mucha dispersión, con empresas que crecen mucho, y otras que son muy castigadas. Es llamativo. Hay grandísimas empresas que están un 30%, un 40% o un 50% por debajo. Por ejemplo **Microsoft**, una de las mejores compañías del mundo, ha caído un 35%. O tenemos a **Otis**, que es el líder en ascensores a nivel mundial. Es un negocio con un ingreso recurrente, que ha caído un 40%.

Gran parte del mercado ha caído fuerte, y ese es el motivo por el que uno de los fondos que tenemos en Icaria Patrimonio, que es el **Fulcrum Equity Dispersion**, que se beneficia básicamente cuando hay una parte del mercado que lo está haciendo muy bien y otra parte que lo está haciendo muy mal, cuando hay dispersión en el mercado, la rentabilidad en lo que va de año de ese fondo está siendo entre las mejores de su historia, con un 18% en lo que va de año. Porque hay gestores extraordinarios que este

año están en pérdidas y hay gestores también extraordinarios que este año lo están haciendo muy bien, porque hay mucha dispersión en el mercado. Dispersión también acentuada por los flujos de la inversión indexada, que a día de hoy ha crecido mucho, estando por encima de la gestión activa. También por los flujos de los ETFs y fondos apalancados, que van hacia donde hay momentum.

Desde el punto de vista de Icaria Patrimonio, todo esto no nos afecta. Lo hacemos a título intelectual, para entender qué está pasando y cómo afecta a cada una de las categorías. Pero estamos exactamente igual que lo que estábamos hace un mes, porque no estamos posicionados ni por *momentum*, ni por especulación, ni nada del estilo. Simplemente estamos posicionados con un *asset allocation* defensivo, con una exposición a renta variable del 25% aproximadamente, y no nos preocupa mucho lo que suceda.

¿Cómo tomaremos la decisión de cambiar de defensivo a neutro o a ofensivo? Lo intentaré explicar de forma lo más clara y práctica posible. Llevo invirtiendo más de 10 años en prácticamente todas las categorías de activos que forman parte de Icaria Patrimonio, conozco muy bien cómo funcionan esas categorías y sé muy bien cuando hay buenas oportunidades en cada una de ellas. El caso más claro y evidente es el de Catbonds. Cuando los daños que provoca un huracán en Florida están por encima de lo estimado por los modelos estadísticos, los fondos de Catbonds pierden más de lo que se esperaba, porque los daños son superiores a lo esperado estadísticamente. Eso hace que venga en el mundo asegurador lo que se llama un mercado duro o hard market.

¿Qué significa esto? Que **para asegurar los mismos riesgos, se paga muchísimo más**. Eso hace que, en vez de tener una rentabilidad estimada de en torno al 6-7% en euros, te vayas a rentabilidades del 10-12%, que es básicamente las rentabilidades que han estado dando los Catbonds estos últimos años. **En esa situación, ¿qué haríamos en Icaria Patrimonio?** CatBonds, que pesa actualmente en torno a un 3%, pasaría a pesar en torno a un 6%, 7% aproximadamente. Así se toman las decisiones.

Hablábamos en el evento anual de que había que tener cuidado con las compañías de Private Equity más maduras, que tuvieran en cartera compañías adquiridas hace más tiempo, porque ahora mismo la situación macroeconómica no acompaña y los *exits* están

más complicados, así que tomamos la decisión de salir de **Partners Group** en torno a diciembre.

Esas decisiones son las que vamos tomando, en base a lo que vemos. Llevo muchos meses hablando de los riesgos de Direct Lending, y ahora mismo ha habido una crisis a la hora de otorgar préstamos, siendo bastante más conservadores con los nuevos fondos, que es como han sido siempre. Direct lending es una categoría que en décadas ha tenido uno o dos años negativos, y negativos de muy pocas pérdidas. Históricamente ha sido una categoría superlativa para estar. Nosotros no lo hemos tenido por lo que he comentado siempre, pero ahora, en los nuevos préstamos, no descarto que en el futuro, dentro de unos meses, tengamos algo de exposición, porque compensa tenerla. Es una categoría muy rentable y con un riesgo que, si los préstamos se dan en las condiciones que se deben de dar, es tremendamente interesante.

Y así con todas las categorías. Si de repente renta variable te cae un 30%, 40% o 50%, podría llegar a pesar casi el doble de lo que pesa actualmente. Así funcionamos. Vamos aprovechando oportunidades, no intentando ser los más listos de la clase. Simplemente ciñéndonos a los hechos que se ven muy evidentes, entendiendo cómo funciona cada categoría. Y no es por sacar pecho, pero son decisiones que he ido comentando desde hace muchísimo tiempo y que se han visto que eran buenas decisiones, tanto la de Private Equity como la de Direct Lending. Y no es jugar a adivinar, sino ceñirte a lo que está sucediendo, tener contacto con las gestoras, leer todos los días sobre lo que está sucediendo en el mundo, con mucho cuidado, mucha prudencia y mucho sentido común. Aplicarlo y aprovechar donde haya oportunidades.

Ahora mismo también en crédito non-rated, como puede ser un fondo del estilo de **Gamma Global** o **Stormbond**, que están tan de moda. Nosotros tenemos una posición muy pequeña, pero si los spreads se ensanchan, dan rentabilidades más elevadas y el binomio rentabilidad-riesgo mejora, tendremos una posición más grande. Y así con absolutamente todas las categorías.

Las únicas categorías en las que no nos vamos a ceñir a lo que suceda o no, son Hedge Funds como Brevan Howard o los fondos Trend, porque nunca está de más tener algo así, que estructuralmente te cubra ante cualquier entorno. Tenemos en torno a un 10-15% en función del momento y yo creo que siempre es interesante tenerlos en una

cartera patrimonialista, como es Icaria Patrimonio, para que el camino sea lo más tranquilo posible, como así está siendo.

En renta variable, a partir de un 30% de caída empezaríamos a incrementar bastante, no hay que esperar al 50%. Cuando veo la cartera de Alta Fox y veo que está a una valoración de derribo y me parece un regalo, probablemente duplique mi posición en Alta Fox. Esto lo podemos extender a cualquier otro fondo de renta variable. Si hay caídas en el mercado del 30% y nuestros fondos caen en torno a eso, ahí yo me siento muy cómodo incrementando riesgo.

En Private Equity, no creo que veamos caídas del 30-40%, así que a partir de caídas del 15% ya empieza a aparecer una oportunidad de generar rentabilidades del 15%.

Por eso es un fondo que genera tanto trabajo, porque hay que estar encima de todas las categorías todos los meses, todos los días, y ver dónde surgen las oportunidades más evidentes, con paciencia.

En caso de que el fondo se posicione neutro-ofensivo en el futuro, en Risk Assets podríamos tener hasta un 75%-80% en un momento que sea ultra evidente, que veamos una oportunidad muy grande ahí. Risk Assets sería Private Equity, Bolsa, Direct Lending, Deuda frontera e infraestructuras. Aunque algunas sean categorías de activo que se comportan de forma muy estable, es una categoría de activo de riesgo porque dan rentabilidades del 8 o 10% fácil. De hecho, es lo que nos están dando.

Ahora mismo estamos posicionados en torno al 50% en Risk Assets.

En relación a algún fondo que estemos analizando actualmente, comentamos varios de ellos en el comité trimestral. Uno de ellos es **Hausmann**, con track record desde 1973. Desde esa fecha ha superado al MSCI World, con una rentabilidad anualizada del 12,9% y una volatilidad del 60% la del MSCI World. Hemos entrado ahí, en un fondo extraordinario, con un track record gigantesco y sobre todo con su capacidad para entrar en fondos que están cerrados, porque ya tienen posiciones. Es un fondo grande, con mucho patrimonio bajo gestión, y lo hemos metido en nuestra parte de renta variable, porque busca rentabilidades cercanas a renta variable y tiene exposición a renta variable, en concreto *Long/Short*. Es una agrupación de muchas cosas, pero es un *Risk Asset*. Aunque caiga menos, sigue siendo exposición a riesgo.

Como detalle informativo sobre Haussmann, la SIL más grande de España está invertida en él. Y yo soy descubridor y conocedor de este fondo gracias a ellos, que tienen una posición de unos cuantos millones. Sí que es cierto que desde la crisis de 2008, no está por delante del MSCI World, porque desde el año 2008, el mundo de Hedge Funds a nivel mundial ha estado muy por detrás de donde solían estar, porque lo que perjudica a los Hedge Funds son los tipos de interés bajos, y hemos tenido los tipos de interés más bajos de la historia. También les perjudica la poca volatilidad, y hemos tenido la volatilidad más baja de la historia, así que ese contexto es muy malo.

¿Se va a repetir a futuro? Lo dudo mucho, la verdad. Yo creo que no volveremos a ver esos tipos de interés, básicamente por el nivel de deuda que hay. No lo veo posible, no lo veo sostenible. Yo creo que habrá muchísima más volatilidad, muchísima más. Y con tipos de interés muy por encima de los que hemos tenido en la etapa 2009-2022. Así que, como **nunca nos hemos guiado en lo que un activo haya hecho en los años recientes**, cogemos el equipo que está al frente, las capacidades del fondo, la filosofía del fondo, entendemos el *underperformance* en determinados momentos, y en eso consiste gestionar. No sólo en mirar rentabilidades recientes, porque eso no sirve para nada.

Así que Haussmann es uno de los fondos que ya forma parte de Icaria Patrimonio FIL.

Terminamos comentando la rentabilidad por categorías en el mes de mayo, que suele gustarle tanto a la gente; la bolsa ha hecho un +3,05%, siendo el principal contribuidor del mes. Private Equity ha hecho un +1,6%, Macro y CTA ha hecho un +0,61%, Long Short ha hecho un 1%, Real Assets ha hecho un 0,12%, con el oro siendo lo que más ha tumbado la categoría e infraestructuras lo que más ha subido. Retorno absoluto ha hecho -0,18%, la única categoría negativa del mes. Catbonds, +0,24%, Trade Finance, +0,4%, Deuda Frontera, +0,25%, Volatilidad, 2,1%, Crédito non-rated, +0,6%, Microfinance, +0,3% y liquidez, +0,25%.

Han sido **todas las categorías positivas, salvo una**. En línea con lo esperado. Ha sido un mes que ha dado lo que se esperaba, como la gran mayoría de meses, desde que hemos empezado. A excepción de marzo, que **Brevan Howard** nos dio una sorpresa negativa. Cosas que pueden suceder. Desde que estamos 100% invertidos, todos los

meses han sido como tenían que ser, a excepción de marzo que caímos un 2,2% y deberíamos haber caído 1,5% o 1,6%, porque conozco muy bien el asset allocation que tenemos y es lo que espero de un mes como ese marzo, básicamente. No me suelo equivocar en estas cosas. Ese mes me equivoqué, porque tuvimos el peor mes de la historia de Brevan Howard desde el año 2003.

<https://t.me/lcariapatrimonio>