

Icaria Patrimonio, FIL
Carta mensual - septiembre 2025

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

Comentario de Mercado Octubre 2025

En septiembre avanzamos en la asignación de activos, con nuevas suscripciones formalizadas, acercándonos a nuestro objetivo de *asset allocation*.

	Septiembre 2025	Objetivo
Liquidez	10%	5-10%
Private Debt	12%	10-20%
Real Asset	13%	10-20%
Hedge Funds	12%	10-15%
Private Equity	25%	20-30%
Equity Cotizado	28%	20-30%

“

A cierre de septiembre el patrimonio es de aproximadamente 16 millones de euros

”

Gracias a la rentabilidad conseguida en la cartera, y sobre todo a que más inversores depositan su confianza en la estrategia, a cierre de septiembre el patrimonio es de aproximadamente 16 millones de euros. Personalmente, estoy muy satisfecho con lo conseguido hasta ahora, y quiero expresar una vez más mi más sincero agradecimiento a todos los partícipes que hacen posible este proyecto.

MENCIÓN ESPECIAL PARA EL ORO

En lo que llevamos de 2025, el oro se ha comportado como el auténtico “outlier” del tablero macro. El precio ha superado por primera vez los 4.000 dólares por onza y, incluso después de una corrección reciente, sigue más de un 50% por encima de los niveles de principio de año, tras partir de la zona de 2.600 dólares.

Los análisis de casas como Amundi y distintos bancos de inversión coinciden en el diagnóstico: no estamos ante un simple *trade* táctico, sino ante un cambio estructural en la percepción que los inversores tienen del metal amarillo.

En primer lugar, una parte relevante del sistema monetario prefiere reducir su dependencia del dólar y de la deuda soberana de determinados emisores, especialmente después del congelamiento de reservas rusas y otras sanciones financieras que han puesto de manifiesto el riesgo político asociado a los activos en dólares.

“

La desconfianza en la divisa y la deuda del Estado es uno de los motores de la estrategia de Icaria Patrimonio, y es por eso por lo que, además de oro, la cartera tiene un fuerte sesgo hacia la economía real: empresas cotizadas, empresas no cotizadas, infraestructuras e inmobiliario

”

“

La rentabilidad mensual fue un +1,18% para la clase A y un +1,21% para la clase I

”

“

Las operaciones de repo están rentando un 1,9% anualizado, mientras que la cartera de pagarés rinde un 2,8% anualizado

”

En paralelo, y más importante en mi opinión, estamos en un contexto de creciente deuda pública y déficits desbocados, sin que exista la voluntad política de reducirlos. Análisis de bancos como Morgan Stanley y del propio World Gold Council describen explícitamente el rally de 2025 como un “debasement trade”, esto es, la compra de oro y otros activos reales para cubrirse frente a la posibilidad de que los bancos centrales claudiquen frente a las ambiciones de los gobiernos y toleren inflaciones altas durante demasiado tiempo. Ese escenario puede llevar a la pérdida de confianza en las monedas fiat, con consecuencias potencialmente catastróficas.

Precisamente, la desconfianza en la divisa y la deuda del Estado es uno de los motores de la estrategia de Icaria Patrimonio, y es por eso por lo que, además de oro, la cartera tiene un fuerte sesgo hacia la economía real: empresas cotizadas, empresas no cotizadas, infraestructuras e inmobiliario.

RENTABILIDAD EN SEPTIEMBRE 2025

Entramos ya a comentar el desempeño de Icaria Patrimonio en el mes de septiembre. Incorporando las comisiones, **la rentabilidad mensual fue un +1,18% para la clase A y un +1,21% para la clase I.**

Este resultado se explica sobre todo por el buen comportamiento del oro y del private equity durante el mes. La categoría de renta variable cotizada también tuvo un buen comportamiento, aunque con gran disparidad entre fondos. En el resto de categorías, la que peor lo hizo fue con una rentabilidad nula; es decir, no hubo pérdidas en ninguna de ellas.

Como aclaración, las rentabilidades se presentarán tanto en divisa local (reflejando el desempeño subyacente de cada categoría) como incluyendo el efecto divisa para un inversor en euros; si no se especifica el efecto divisa, eso quiere decir que todos los activos dentro de esa categoría están denominados en euros. La rentabilidad en euros es la que impacta en el FIL.

Como apunte final, 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.

Liquidez: +0,2% (+0,1% incluyendo efecto divisa)

Las operaciones de repo están rentando un 1,9% anualizado, mientras que la cartera de pagarés rinde un 2,8% anualizado.

El dólar cedió un 0,4% frente al euro en septiembre, pero nuestro saldo en dólares ya era mínimo desde el inicio de mes, por lo que su impacto fue prácticamente nulo.

Private Debt: +0,04%

Desempeño muy discreto de la categoría. A día de hoy, nuestra posición en deuda privada no tiene exposición, directa ni indirecta, a emisores de deuda norteamericanos.

En el cierre de septiembre, suscribimos en Horizon European Trade Finance, fondo que financia el comercio de materias primas no perecederas, y en un fondo de microfinanzas, que ya comentamos el mes pasado. Se trata de estrategias relativamente descorrelacionadas con respecto al mercado general de crédito y con una volatilidad muy baja.

“

El despegue de esta categoría se debe al oro, con un +11% de rentabilidad en el ETC que tenemos en cartera. A cierre de septiembre, el oro pesaba un 3% en el mix de activos

”

“

Buen comportamiento de todos los fondos de private equity, contribuyendo sustancialmente a la rentabilidad mensual de Icaria Patrimonio

”

Real Assets: +3,4%

El despegue de esta categoría se debe al oro, con un +11% de rentabilidad en el ETC que tenemos en cartera. A cierre de septiembre, el oro pesaba un 3% en el mix de activos.

El resto de posiciones, ligadas a proyectos de infraestructuras, tuvieron un comportamiento mucho más moderado, en línea con lo que se espera de ellas, con un +1% en el mes.

Hedge Funds: +1,4% (+1,0% incluyendo efecto divisa)

Tras unos meses de resultados discretos o negativos, los hedge funds avanzaron un 1,4% en divisa local durante el mes de septiembre. Aunque es algo que celebramos, sabemos que este comportamiento no es representativo de lo que cabe esperar de estas estrategias en el largo plazo. El rol de los hedge funds de “beta condicional” es destacar positivamente cuando los activos de riesgo caen, no ser los motores principales de rentabilidad de la cartera.

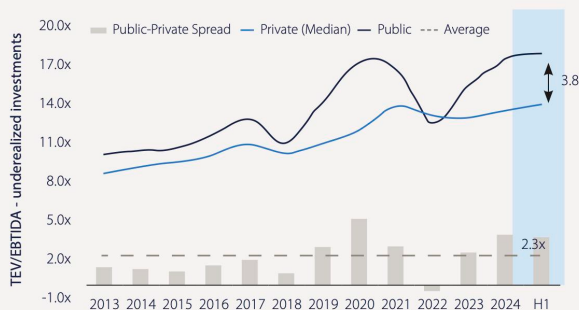
A final de septiembre se formalizó la suscripción en Transtrend Multitrend, después de meses de papeleos y algún que otro rifirrafe administrativo. De este fondo neerlandés esperamos, además de que mantenga su trayectoria de rentabilidades excelentes en el largo plazo, que actúe como un buen complemento para los hedge funds denominados en dólares (como Brevan Howard); siendo el objetivo último de todos los fondos, como decía antes, generar retornos positivos cuando los mercados caen.

Private Equity: +1,9% (+1,8% incluyendo efecto divisa)

Buen comportamiento de todos los fondos de private equity, contribuyendo sustancialmente a la rentabilidad mensual de Icaria Patrimonio.

Dado que el private equity no tiene acceso a cotizaciones de mercado a la hora de calcular las rentabilidades, es razonable sospechar que los modelos de valoración están convenientemente sesgados en favor de las gestoras, para dar un dato de volatilidad lo más bajo posible o para inflar la rentabilidad. Esto es algo que puede suceder, pero la experiencia nos dice que las valoraciones de las compañías privadas suelen ser más contenidas que los múltiplos que vemos en la bolsa, sobre todo en las big caps y sobre todo en años recientes. La realidad es que los múltiplos (precio de las compañías) a los que cotizan de media las empresas privadas participadas por private equity están en torno a 11x EBITDA mientras que su media histórica es 9x EBITDA. En cambio el S&P500 cotiza a uno de los múltiplos más caros de su historia. Si los medimos en relativo, el mercado de renta variable, cotiza un 65% sobre el precio relativo respecto a Private Equity.

Carrying multiples comparison – 2013-Q2 2025



Fuente: Stepstone Group.

“

Septiembre fue un buen mes para las bolsas, y también para los fondos de renta variable en los que Icaria Patrimonio está invertido

”

“

Elliot es un fondo de retorno absoluto cuyo objetivo es ofrecer una rentabilidad muy atractiva con una volatilidad muy inferior a la de la bolsa o a la de una cartera 60/40

”

En cualquier caso, conviene tener presente que las gestoras de private equity no tienen plena discreción para valorar sus activos como quieran: existen estándares internacionales (los IPEV Guidelines) que los managers más reputados se preocupan de seguir diligentemente, además de que las valoraciones suelen realizarse por agentes externos.

Renta Variable cotizada: +1,0% (+0,8% incluyendo efecto divisa)

Septiembre fue un buen mes para las bolsas, y también para los fondos de renta variable en los que Icaria Patrimonio está invertido, aunque existe una elevada disparidad entre fondos. Esta disparidad, que implica que la correlación de nuestra cartera de renta variable con respecto a los grandes índices dista mucho de ser perfecta, es algo convenientemente incorporado en nuestros modelos de *asset allocation*, y nos parece que ofrece una mayor diversificación.

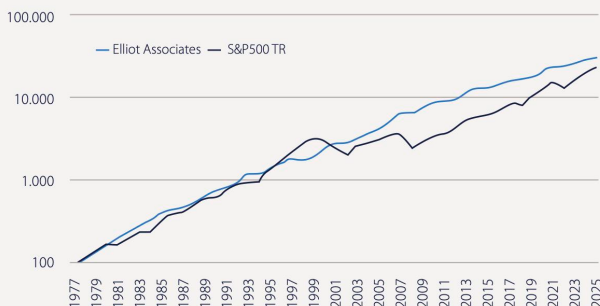
ACTIVOS ANALIZADOS

A continuación se ofrece una pequeña muestra del trabajo que hacemos para mejorar continuamente la composición de Icaria Patrimonio FIL. En esta sección comentamos algunos fondos analizados como potenciales candidatos, razonando por qué encajan en la cartera o por qué, según nuestro criterio, deberían ser rechazados.

Elliot International

Elliot Associates (o su versión para inversores no estadounidenses, Elliot International) es uno de los hedge funds más prestigiosos del mundo. Se fundó en 1977 y en los últimos 20 años ha conseguido un 11% anualizado (en dólares, neto de comisiones), con una correlación muy baja con respecto al S&P500 (0,4) y menos de la mitad de su volatilidad (5% anual). Son unas métricas espectaculares.

Datos anuales, escala logarítmica



Fuente: Elliot Hedge Fund

A diferencia de los hedge funds de beta condicional, que buscan hacerlo bien cuando los mercados caen y no tanto generar altas rentabilidades en el largo plazo, Elliot es un fondo de retorno absoluto cuyo objetivo es ofrecer una rentabilidad muy atractiva con una volatilidad muy inferior a la de la bolsa o a la de una cartera 60/40. No busca tanto complementarse con otros activos de riesgo la cartera como ofrecer una alternativa a los mismos.

Nuestro contacto con Elliot se inició hace ya tiempo, pero el fondo ha permanecido cerrado a nuevo capital. Hasta ahora, que planean abrir una nueva ventana de compromisos. Hablamos de compromiso y no de suscripción, ya que Elliot tiene la peculiaridad de que decide cuándo deben aportar el capital los inversores. Esto permite optimizar al máximo la estrategia, aunque evidentemente hace la operativa más compleja para el inversor, que no sabe de antemano cuándo tendrá que hacer los desembolsos. Nos parece un inconveniente perfectamente asumible a cambio de acceder a un fondo de primer nivel.

“

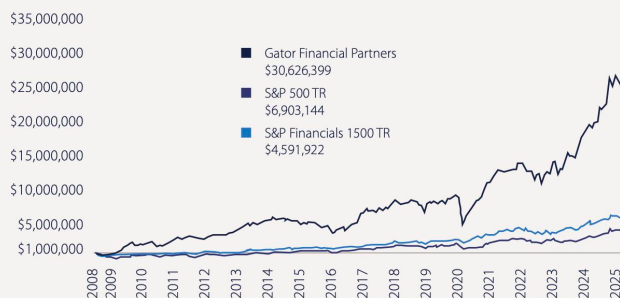
El fondo encaja bien en la cartera del FIL dado que nos permite aumentar la ponderación del sector financiero en la parte de renta variable cotizada

”

Gator Financial Partners

Fondo long-short de renta variable especializado en el sector financiero de EEUU. Gestionado por Dereck Pilecki, con más de 2 años en la industria financiera, el fondo existe desde 2008 y ha generado una rentabilidad anualizada (neta de comisiones) del 22%.

Growth of \$1,000,000¹



Performance is calculated net of fees and expenses.

¹ Fund figures include reinvestment of income. Indices are not available for direct investment.

Fuente: Gator Capital.

El fondo encaja bien en la cartera del FIL dado que nos permite aumentar la ponderación del sector financiero en la parte de renta variable cotizada. Lo cierto es que el resto de fondos de la cartera, por su filosofía de inversión y la trayectoria de sus gestores, son poco proclives a invertir en empresas financieras. Así, con la incorporación de Gator mejoraríamos la diversificación sectorial, aunque no la geográfica, ya que el fondo invierte solamente en Norteamérica.

Respecto a la estructura del fondo, es un *partnership* con liquidez mensual al que se puede acceder con un mínimo de 250.000\$. Un dato relevante es que es un fondo apalancado, en el que las posiciones cortas financian una mayor exposición a la parte larga de la cartera. Esto lo convierte en un fondo particularmente volátil, a la par que rentable. Como todos sabemos, el apalancamiento es un arma de doble filo, pero el track record del fondo refleja que el gestor ha sabido controlar los riesgos.

Como nota adicional sobre el gestor, otro factor que consideramos positivo es que lleva muchos años gestionando (por lo que existe un extenso track record), pero a la vez le quedan muchos años más de gestión, atendiendo a su edad. Es decir, salvo algún imprevisto no parece que el fondo vaya a cambiar de gestor durante, por lo menos, los próximos 10 años. Esto es algo relevante, tratándose de un fondo de autor.

Por último, mencionar también la composición de la base inversora del fondo, con un 51% en manos de los empleados de la gestora e inversores institucionales, que se presume que tienen un horizonte de largo plazo.

Hasta aquí nuestro comentario mensual de Icaria Patrimonio FIL relativo al mes de septiembre. Una vez más, agradecer a todos los partícipes la confianza depositada en este proyecto. Seguiremos trabajando con disciplina y transparencia.

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 septiembre

<https://www.youtube.com/watch?v=AJBxM9cRTjU>

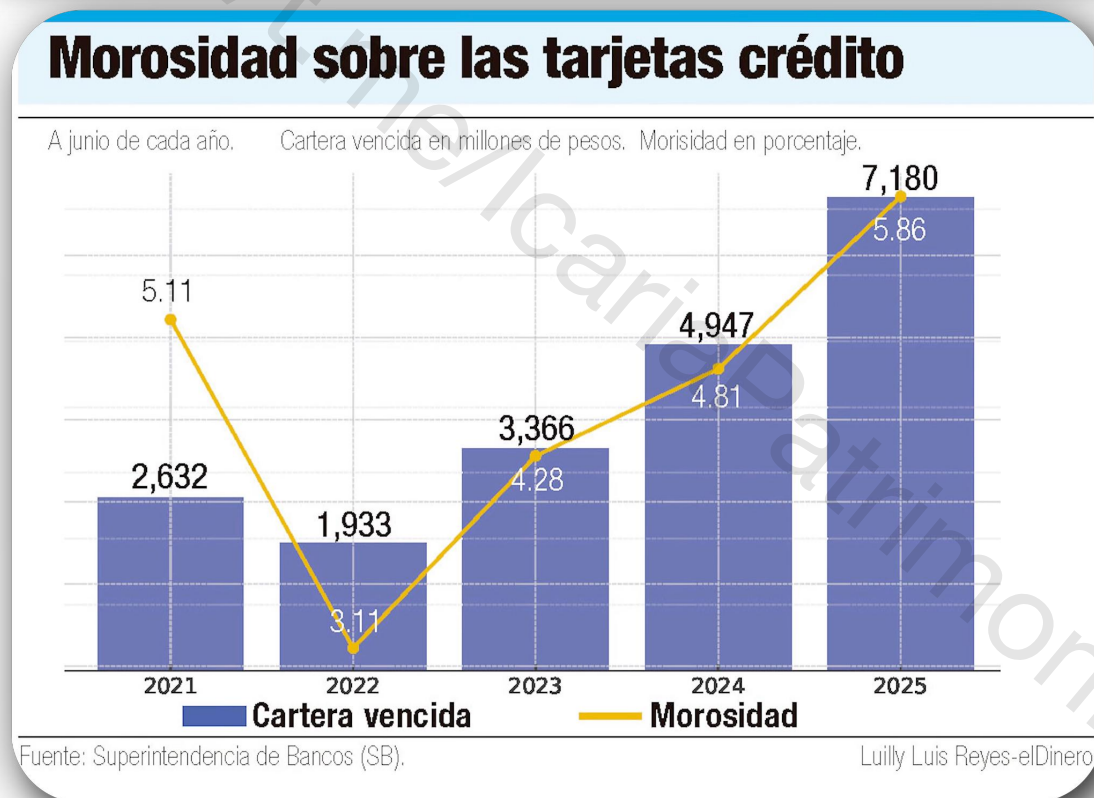
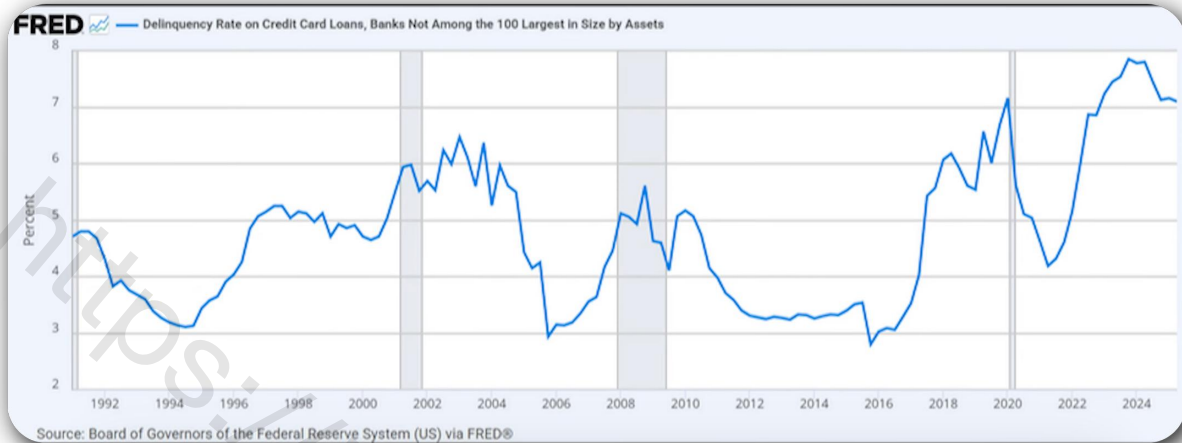
— 17 M€ AUM —

Lo primero, dar las gracias a los partícipes por la confianza. Es muy importante para nosotros, pues **estamos ya en 17 millones de euros**, para un proyecto que empezó hace 3-4 meses. Muy contentos y agradecidos por la confianza que han puesto muchas personas en la marcha y futuro de este proyecto.

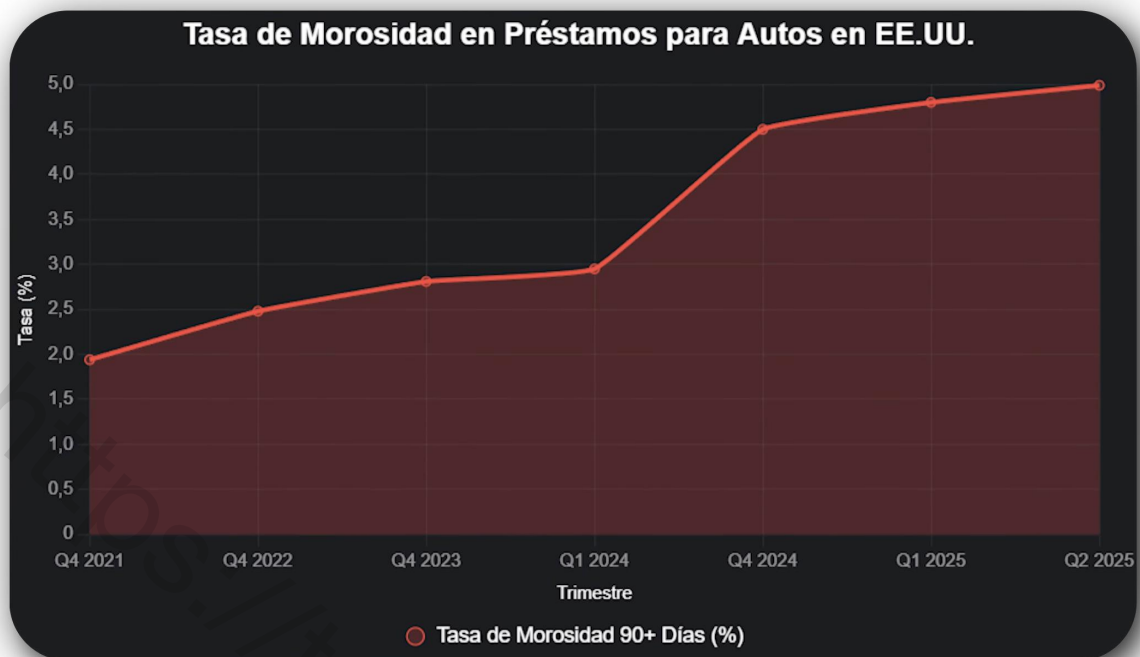
Haremos primero un comentario sobre el escenario macro inicial, y posteriormente pasamos a hablar de Icaria Patrimonio FIL. La forma de medir el precio de un índice o de una empresa, la más conocida es el PER, precio sobre beneficios, podríamos decir que se encuentra en máximos históricos, o muy cerca de ellos. Es un hecho que el mercado cotiza muy caro, es algo indiscutible, lo cual no quiere decir que el mercado vaya a caer.

Una de las frases que en mi opinión encierra más sabiduría dentro de los mercados de renta variable es el mercado puede mantenerse irracional mucho más tiempo que el inversor solvente, más o menos era así la frase. Encierra muchísima sabiduría, por mucho que el mercado esté sobrevalorado, puede seguir subiendo un año, dos, tres, cuatro, es algo que puede suceder.

La reflexión que queremos dejar es que el mercado está caro. El ciclo económico parece que arroja, cada vez más, señales de madurez, de estar próximo a su fin. Comentamos varias veces que la parte que hay que vigilar es crédito y mercado laboral. La parte más cíclica, que es la que empieza a sufrir antes, ya muestra signos de peligro.



Aquí podemos ver los impagos de las tarjetas de crédito, han subido con muchísima fuerza, están en máximos.



Los impagos de préstamos a vehículos de primera y segunda mano, que es una parte muy importante del ciclo económico, están en máximos.



De hecho, hemos visto la quiebra de First Brands y mucho ruido al respecto.

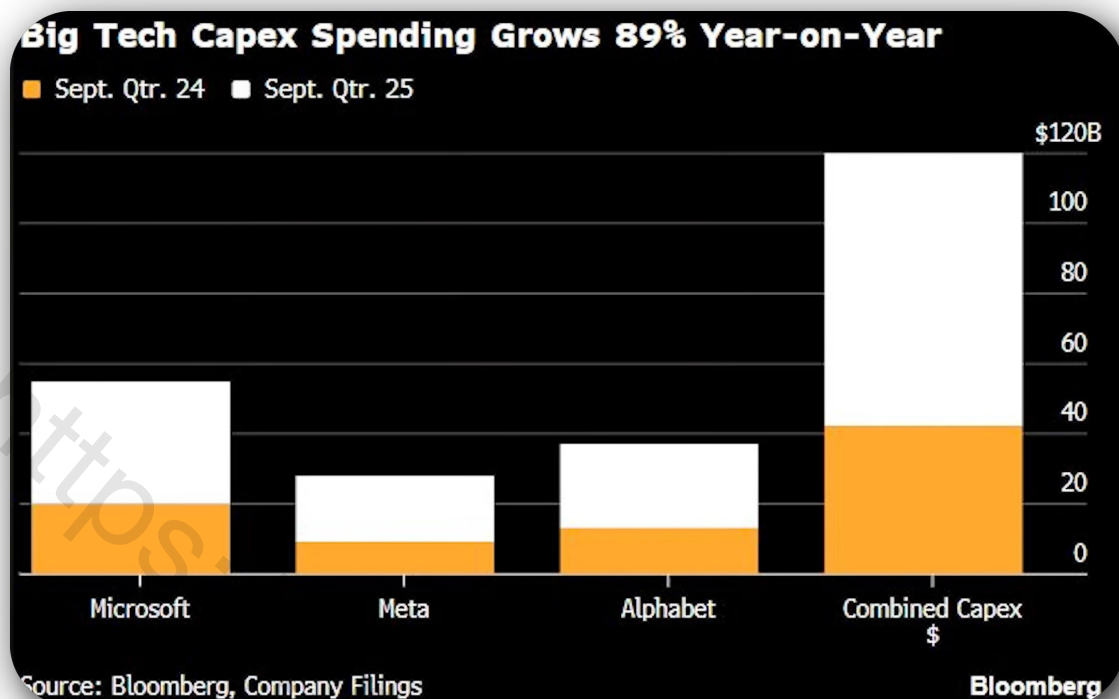


Y si vemos una compañía como CarMax, que es de los players más grandes de venta de vehículos con préstamos en Estados Unidos, está en un drawdown del 70%.

Hay problemas en ese aspecto, y el mercado laboral lleva ya unos cuantos trimestres enfriándose. La situación es la que es. Como decíamos al principio, no significa que el mercado vaya a caer, pero sí que significa que el mercado está peligroso, cuanto menos.

La reflexión que podemos hacer con todos estos datos, es que hay que hacer los deberes y ajustar el perfil de riesgo a la situación actual. Mi carrera profesional me ha enseñado que hacer Market-Timing es absolutamente imposible. Lo mejor siempre es amoldar la cartera al perfil de riesgo actual, que es como mínimo el de ser cauto y seguir invertido.

Veremos cómo evolucionan los siguientes trimestres.

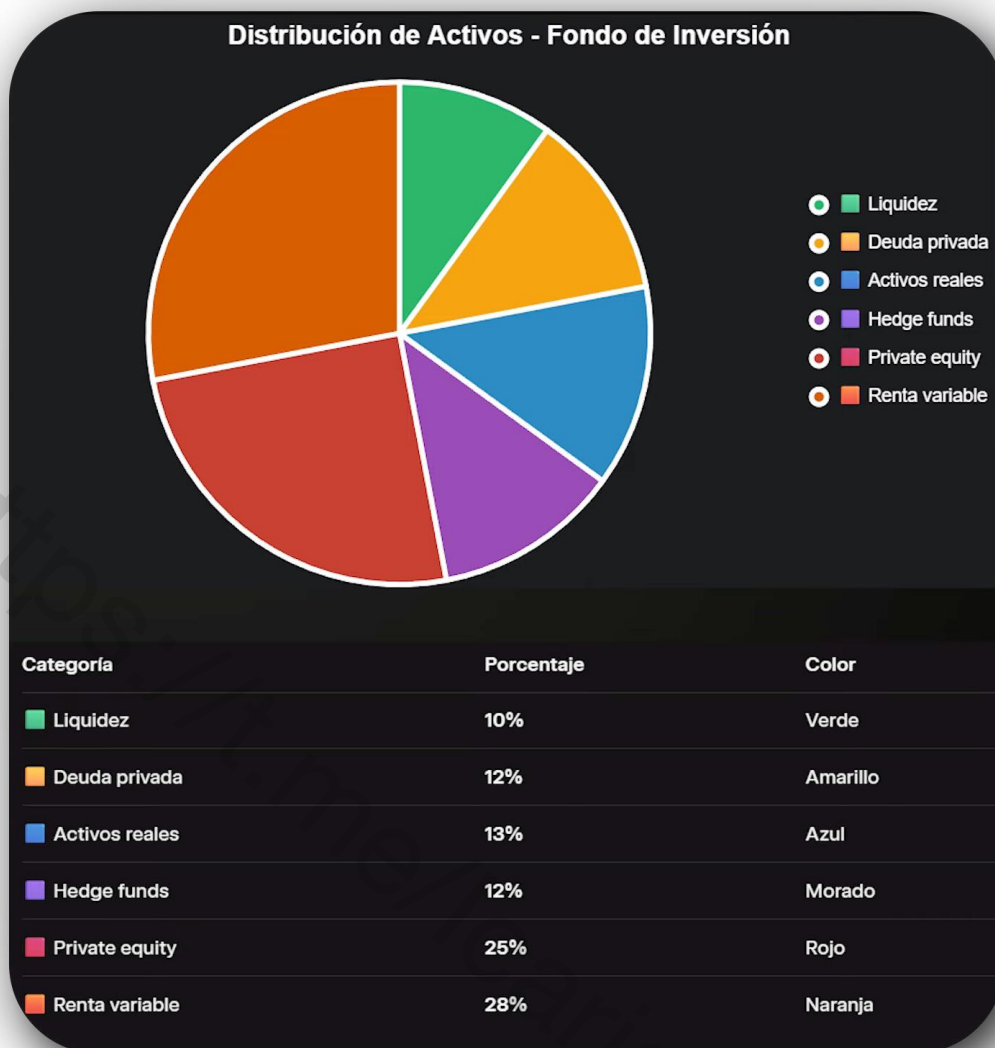


También está habiendo un boom con la inteligencia artificial, que sin duda es una revolución absoluta. Pero al igual que pasó en la crisis del año 2000, donde las compañías tecnológicas empezaron a invertir de forma totalmente desproporcionada, vemos los mismos síntomas ahora mismo, vemos que el CAPEX, es decir, las inversiones de las compañías tecnológicas, está disparado a niveles que no se han visto, básicamente, desde los años 2000.

Y es cierto que la inteligencia artificial es una revolución, pero también es cierto que cuando hay tanto boom con algo, las inversiones suelen pasarse de frenada. Ese es uno de los riesgos actuales, que gran parte de ese dinero no tenga el retorno que se espera.

Veremos.

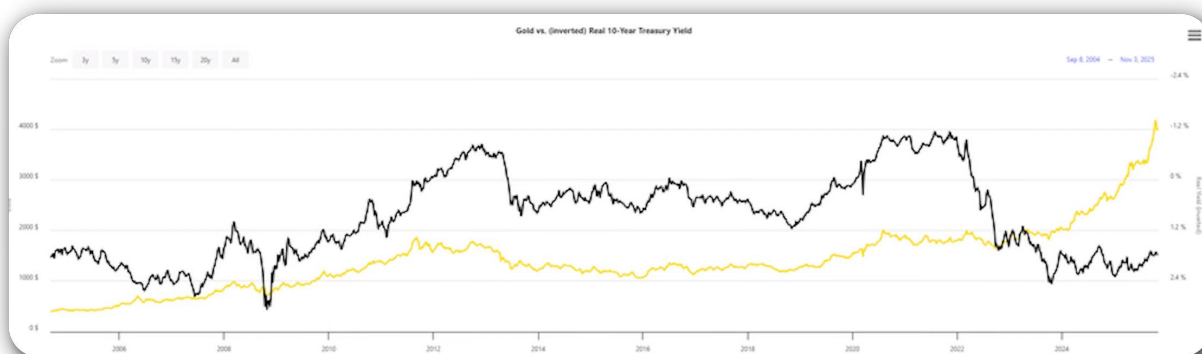
Con esto dejamos un dibujo de la situación macroeconómica actual, breve pero bastante directo.



Pasando al siguiente punto, **nos centramos ya en Icaria Patrimonio FIL**, y en su Asset Allocation a cierre de septiembre.

Actualmente, como podéis ver en la imagen, tenemos aproximadamente un 10% en liquidez, un 12% en Deuda Privada, un 13% en Activos Reales (engloba oro, infraestructuras no cotizadas y real estate no cotizado), un 12% en Hedge-Funds que buscan subir cuando la renta variable caiga, un 25% en Private Equity y un 28% en Renta Variable cotizada. En total, invertimos aproximadamente un 50% en activos líquidos y un 50% en mercados privados, combinando los activos que acabo de mencionar.

Estamos constantemente investigando nuevos fondos que incorporar, hablaremos al final sobre ellos.



Comentando ya algunos de los activos que entran dentro del Asset Allocation de Icaria Patrimonio FIL, tenemos el oro, que ocupa todos los titulares por la gran subida que ha tenido, ahora por la caída que está teniendo, así que vamos a comentar un poco sobre él. Que el oro suba como lo está haciendo con la renta variable en máximos, es algo llamativo. Más aún con los tipos reales haciéndose más positivos, que es algo que hace daño al oro.

El driver principal que ha movido al oro los últimos 20 años, que son los tipos reales, se ha desconectado un poco de lo que está haciendo, y vemos que sube independientemente de lo que hagan los tipos reales. Principalmente por lo que se llama Debasement Trade, que es que el dinero cada vez vale menos.

En los últimos 20 años ha habido una correlación muy alta entre el oro y los tipos reales, correlación inversa. Es decir, cuanto más altos han sido los tipos reales, más ha caído o ha dejado de subir el precio del oro. Yo lo interpreto como una política por parte de los inversores de fijarse mucho en el coste de oportunidad, de tener oro. Incluso con los tipos reales positivos ya veíamos al oro subiendo, pero sobre todo cuando eran negativos, se justificaba que el precio del oro subiera porque los inversores piensan que como está perdiendo capacidad de compra, va a comprar activos reales. Pero en mi opinión, esa foto de los 20 años no recogía lo que estamos viendo ahora.

Había una preocupación porque el dinero perdiera valor, pero lo que estamos viendo ahora es que los inversores se están protegiendo ante un riesgo de cola. Es decir, no es que el dólar o las divisas puedan ir perdiendo valor paulatinamente, que lo hacen y todos lo sabemos. Sino que existe el riesgo de que haya una fuerte depreciación. Y eso además es algo que puede pasar de golpe, sin previo aviso. En un momento podemos ver al dólar sólido, representando un porcentaje alto de las reservas de los bancos centrales y de las carteras de los inversores, y que en cuestión de poco tiempo, una

oleada de desconfianza se desate, llegue un efecto contagio y que ese estatus de divisa base y de divisa de reserva, se pierda.

¿Y qué es lo que justifica que cada vez más inversores piensen esto? El hecho de que la deuda pública esté en máximos en el mundo desarrollado y los déficits están disparados y no haya ninguna voluntad de corregirlos, ni en EEUU ni en Europa. Por tanto, alguien que vive este panorama, dice; *“estamos en territorio desconocido en lo que a deuda se refiere, llevamos así muchos años, podemos seguir así durante otros muchos años”*. Pero es posible que llegue un momento en que los inversores digan, *hasta aquí*. La clave es la confianza. No es tanto el volumen de deuda o el déficit, es la confianza. Cuando los inversores empiecen a perder la confianza será cuando puede suceder que el valor de las divisas colapse. Y no será simplemente unas pérdidas en la cartera. Si el dólar cae como divisa de reserva, el sistema monetario entero se tambalea.

Por primera vez desde los años 70, empieza a sonar esa pérdida de confianza. Empieza a haber ruido de fondo sobre que el dinero cada vez tiene menos valor. Es una reflexión que empezamos a ver cada vez de forma más fuerte, derivado del COVID y sobre todo tras el año 2022 y las subidas fuertes de tipos, la pérdida de capacidad adquisitiva del ciudadano ha sido salvaje. La inflación, por ser una media ponderada, ni de lejos refleja la pérdida de poder adquisitivo que hemos sufrido y que vemos cada día. Los salarios apenas han subido y el valor de nuestra cesta a la compra y sobre todo el precio de los inmuebles, es inaccesible a día de hoy. Ha sido una subida espectacular. Y eso trae al centro de la conversación algo que no se había hablado desde hace décadas, que es la rápida pérdida del valor del dinero.

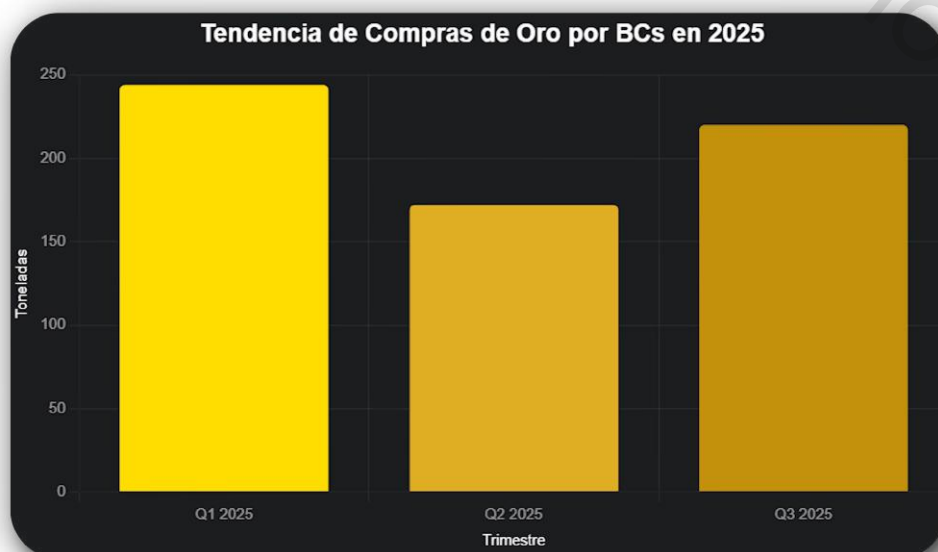
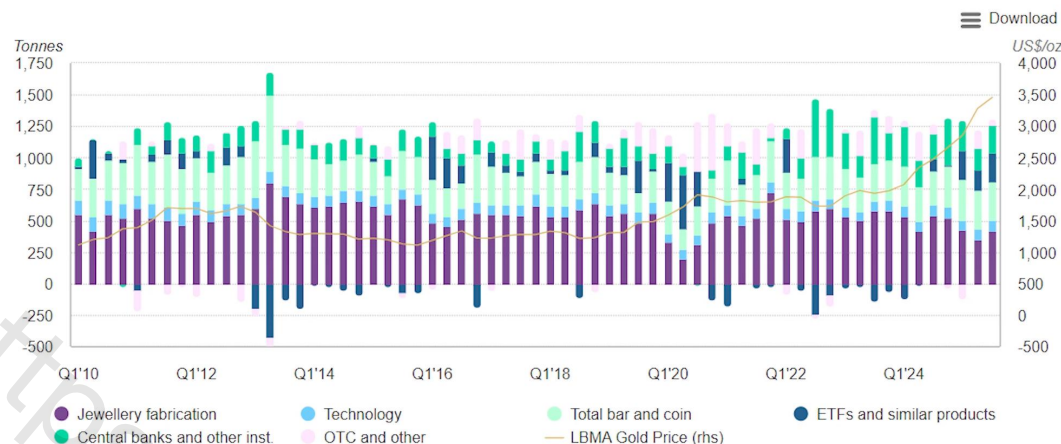


Chart 1: Investment demand continued to drive demand growth in Q3

Total quarterly demand by sector in tonnes and US\$bn*



Fruto de eso, los propios bancos centrales, que no se fían de sí mismos, atesoran oro. y el porcentaje del oro sobre reservas está cerca de triplicarse. Es sin duda algo preocupante, porque la crisis más peligrosa que hay es la crisis de deuda y la crisis de desconfianza. Es la crisis más dañina para los activos de riesgo, que caen con muchísima fuerza. Así que cuando vemos que los activos de riesgo cotizan a precios peligrosos, es también la reflexión de los bancos centrales atesorando oro y lo que encierra la subida del oro en un 50% este año.

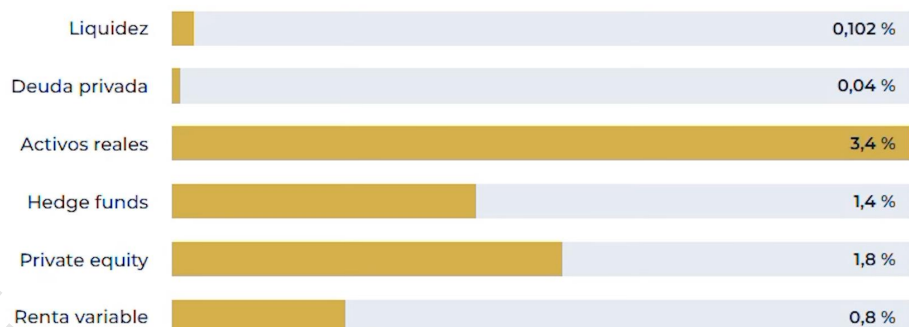
Un motivo adicional por el cual el precio del oro se ha desacoplado de los tipos reales, es que hemos visto que EEUU puede dejarte sin dinero, literalmente. El gobierno da una orden a la Reserva Federal, ésta lo hace a los bancos y si tú por ejemplo eres un empresario ruso que tiene dólares en un banco internacional, te puedes quedar sin ellos. Te congelan las reservas o te las confiscan directamente. Y algunos países, digamos no alineados, van atesorando oro y van, paulatinamente, dependiendo menos del dólar.

No es algo tan sencillo como coger y vender tus bonos en dólares. Tampoco es tan sencillo como tumbar el dólar, porque los propios bancos centrales extranjeros tienen dólares y bonos del Tesoro de Estados Unidos. Por ejemplo, China. China se puede poner un poco chula y vender unos cuantos Treasuries en el mercado y se tensiona tu curva de tipos. Eso es simplemente un toque de atención, pero no se va a poner agresivo porque sus propias reservas son los dólares. Lo que hace un país como China es acumular oro y fomentar el uso del yuan, paulatinamente, para que caigan más países.



Volviendo al tema que nos ocupa, Icaria Patrimonio FIL. Hablamos de su cierre a día 30 de septiembre, porque publica con un mes de decalaje. Ha tenido una rentabilidad en el mes de 1,21% en la clase I y 1,18% en la clase A. **comportamiento en base a lo esperado.** Es un fondo con un perfil de volatilidad muy contenido, en el que las rentabilidades mes a mes, estarán muy acotadas. Un fondo con un binomio sobresaliente en rentabilidad-riesgo. Vamos en línea con lo esperado estos meses, donde la liquidez del fondo está empezando a invertirse por completo, dejándola actualmente en un 10%, viniendo del 30% en meses anteriores. Como consecuencia, estamos muy cerca del punto donde queremos estar invertidos.

Resultados por categorías (%)

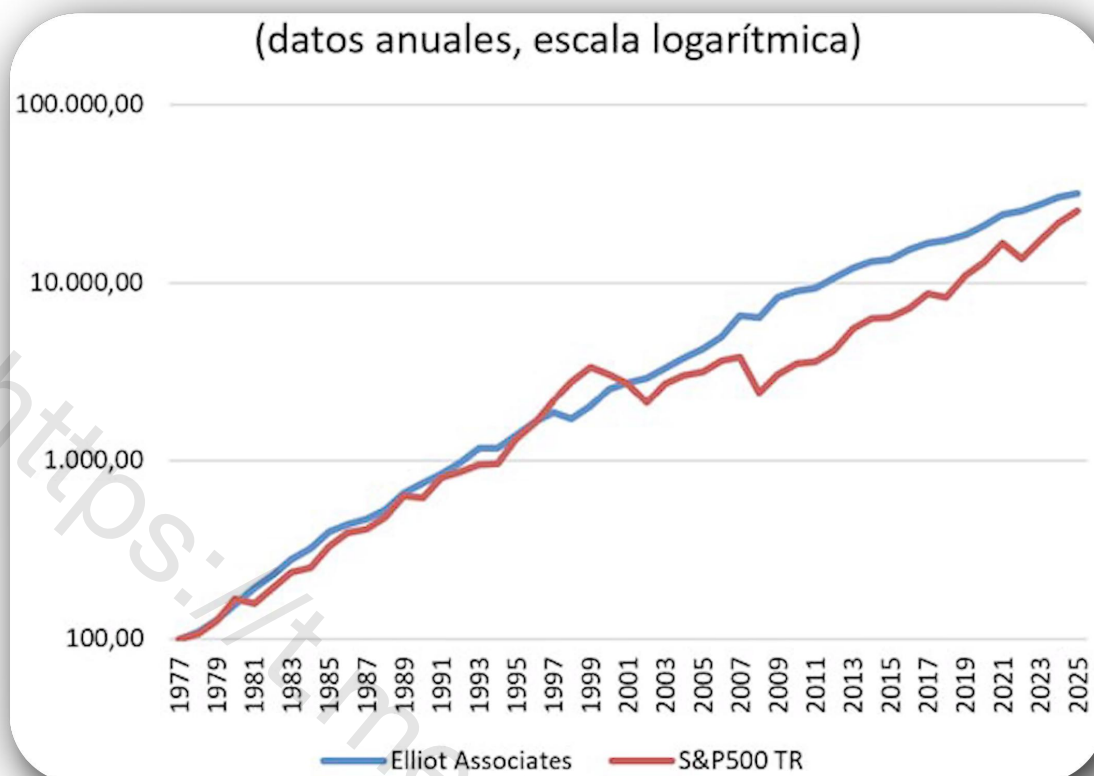


Volatilidad contenida

¿Cómo lo ha hecho **Icaria Patrimonio FIL** por categorías? La liquidez ha rentado en torno a un 0,1%, Deuda Privada ha rentado un 0,04%, Activos Reales ha rentado un 3,4%, Hedge-Funds un 1,4%, Private Equity un 1,8% y Renta Variable, que ha tenido un comportamiento muy dispar, en torno a un 0,8%.

Y el agregado de todo ello, es el resultado que hemos comentado antes, la rentabilidad mensual del fondo. Me gusta mucho leerlo por categorías, porque podemos ver el comportamiento tan dispar que tienen cada una de ellas. Al final, Hedge-Funds, Real Assets y Deuda Privada tienen una correlación muy baja, mientras que Renta Variable y Private Equity tiene una correlación algo más elevada.

Elliott - acceso con *due diligence* - ventana puntual



Finalmente, comentamos dos nuevos fondos que estamos pensando incorporar a **Icaria Patrimonio FIL**. Uno de ellos es **Elliott Associates LP Fund**, el mejor Hedge-Fund que conozco, con track record desde 1977. Desde entonces, una **rentabilidad anualizada del 12% en dólares**. En euros habría sido más, porque el euro contra el dólar, desde que existe, se ha depreciado. Con **sólo dos años negativos desde 1977**, con -3% en 2008 y -7% en 1998. En el mismo periodo, la Renta Variable lo ha hecho mucho peor en rentabilidad, con un peor año en torno a un -36% de pérdida. Un fondo espectacular.

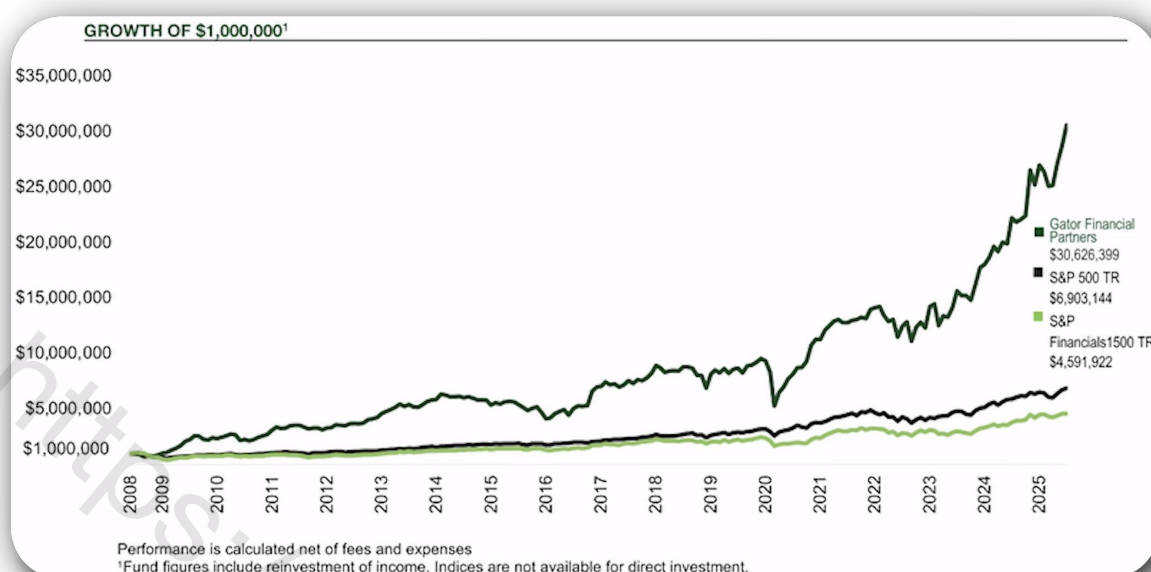
Nos han dicho que podremos entrar a final de año. Estamos trabajando todos los pequeños detalles junto con Compliance. A modo de información para el partícipe, el proceso para invertir en un fondo subyacente de Icaria Patrimonio FIL no es como invertir en un fondo tradicional. Fondos como Elliott son fondos cuyos partícipes son grandes endowments o fondos de pensiones gigantescos. Cuando les dices que vas a invertir, en este caso nosotros entraremos con unos 3 millones entre varios vehículos, no te aceptan el dinero sin más. Es un proceso que lleva meses, donde te hacen una Due-Diligence a ti como gestor, al banco como banco, incluso al depositario. Y si todo les encaja, te dejan invertir.

Este es el proceso habitual en este perfil de fondos. **Elliott, por ejemplo, lleva cerrado bastante tiempo, pero lo van a abrir temporalmente para algunos inversores, en el último trimestre del año**, ya que es un fondo que suele estar cerrado. Sobra decir el motivo, ¿no? Las espectaculares rentabilidades ajustadas a riesgo que comentaba al principio. Así que estamos muy contentos, esperando que finalmente todo se matice y podamos entrar, que parece bastante probable. Sin ninguna duda, un fondo extraordinario.

Queremos darle un peso importante dentro de Icaria Patrimonio FIL. Este fondo se diferencia de otros Hedge-Funds de los que hemos hablado, como Brevan Howard o Transtrend, en que el objetivo este fondo no es tanto tener un comportamiento inicialmente discreto para luego volar cuando la bolsa cae. **Este fondo quiere ser mejor que la bolsa. Quiere conseguir una rentabilidad similar a la de la bolsa con una volatilidad sustancialmente inferior. Y en líneas generales lo ha conseguido.** No está pensado para complementarse con la bolsa, sino para ofrecer una mejor alternativa, con un mejor perfil de rentabilidad/riesgo.

No busca subir cuando la bolsa cae, **es un fondo de retorno absoluto**, haciendo lo que indica el retorno absoluto. No se me ocurren ni tres fondos que vendan lo que dice el eslogan de retorno absoluto, que es muy bonito; conseguir rentabilidades positivas en cualquier entorno. La realidad es que nadie las consigue. Pues este es de los pocos fondos que sí lo consigue, lo cual tiene un mérito superlativo.

Gator - más beta - peso 2-3% en cartera (riesgo/posición)



El otro fondo que estamos analizando para incorporar, es un fondo cuyas rentabilidades hablan por sí solas. Es el fondo **Gator Financial Partners**, que se especializa en el sector financiero. Nos encanta, porque no tenemos ningún fondo que invierta en el sector financiero en renta variable, por lo que es un buen complemento. **Ha pulverizado al S&P500 en un track record muy extenso, de forma tremendamente consistente.** Es, sin ninguna duda, un fondo sorprendente. Con mucha beta, también hay que decirlo. Es un fondo que cuando las cosas van bien, sube mucho más que la bolsa. Y cuando las cosas van mal, también caerá más. Es por eso que el peso que tendrá este fondo dentro de **Icaria Patrimonio FIL**, será en torno al 2-3%. No va a ser como el fondo de Elliott Associates, que va a tener un peso bastante más importante. Gator es un fondo con un retorno espectacular, pocas veces he visto un track record tan bestia como el de Gator.

Cabe señalar que **Gator es tan volátil porque usa apalancamiento.** Todos sabemos que el apalancamiento es un arma de doble filo. Afortunadamente, este fondo lleva gestionado por el mismo gestor desde 2008, con la misma estrategia. El track record nos da esa confianza, de saber que no es un pelotazo que ha dado en un momento dado el gestor. Ha sido algo consistente. Se pone corto de posiciones en el sector financiero de EEUU, y eso le permite incrementar su parte larga. En este caso, desde luego, el apalancamiento ha venido muy bien, porque le ha permitido disparar las rentabilidades.

Cuando analizamos este fondo, **nos gustó bastante el perfil del gestor**. Se llama Derek Pilecki y lleva toda su vida en la industria financiera de EEUU. Lanzó el fondo en 2008 y tiene un prolongadísimo track record, pero no es un señor muy mayor. Todavía le quedan muchos años de gestión, salvo que haya algún imprevisto. Eso es importante, porque tú te puedes meter en un fondo que tiene 40 años de track record excelente, pero si tiene 40 años de track record con mismo gestor, significa que ese gestor está a dos días de jubilarse. Y eso no es lo que quieres como inversor.

También señalar su base de inversores, que el 30% son *insiders*, que son los empleados o los gestores. Está el gestor junto con los analistas, que tienen el 30%. Y otro 21% son inversores institucionales. Y la otra mitad, son patrimonios altos, porque en Gator con menos de 250.000 dólares no puedes entrar. Muy top, un fondo muy top.