

¿Qué aporta diversificar como un Endowment?

<https://www.icariacapital.es/post/qu%C3%A9-aporta-diversificar-como-un-endowment>

En el [simulador de carteras](#) hay una cartera nueva, «Endowment simplificado», que reproduce el reparto por categorías con el que trabajo en el modelo endowment. Antes de enseñar un solo número conviene decir lo más importante. **No es una réplica de Icaria Patrimonio FIL**, el fondo que gestiono, y no puede serlo. Lo que comparten es el reparto por categorías y nada más. Dentro del simulador no hay ni un solo liquidativo del fondo, la elección de gestor solo existe en la parte de bolsa y los pesos se quedan fijos todo el periodo.

Lo que sí ha cambiado, y es la razón de esta entrada, son los datos. El private equity, el inmobiliario, los activos reales y la deuda privada ya no se aproximan con vehículos cotizados, sino con los índices de esas mismas categorías no cotizadas. Eso acerca mucho la simulación a lo que de verdad le pasa a una cartera como esta, y tiene dos peajes. La historia se acorta, porque el periodo común a las cuatro categorías empieza en 2005, así que son veintiún años y no cuarenta y seis. Y el riesgo que sale en pantalla es más suave de lo que fue, porque esas categorías se valoran con tasaciones y una vez por trimestre. Lo enseño con números al final.

Cómo está construida

La cartera son catorce categorías. En bloques, un 29 % en bolsa, un 12 % en private equity, un 8 % en inmobiliario y activos reales, un 5 % en oro, un 24 % en estrategias alternativas y un 22 % en crédito alternativo. Estos son los pesos, uno a uno, y para qué está cada pieza.

Categoría	Peso	Para qué está
Renta variable	29,2 %	El motor de la rentabilidad a largo plazo
Private equity no cotizado	12,0 %	Empresas fuera de bolsa, con más plazo y más control
Long/short de renta variable	7,5 %	Bolsa comprando y vendiendo, para depender menos del índice
Macro discrecional	7,1 %	Gana cuando se mueven los tipos, las divisas y la inflación
Seguimiento de tendencia	7,1 %	El seguro que suele funcionar en las crisis largas
Trade finance	5,0 %	Financiar comercio real a plazos de semanas
Inmobiliario no cotizado	5,0 %	Alquileres y ladrillo, que acompañan a la inflación
Oro	4,9 %	Defensa cuando falla la confianza en el dinero
Deuda privada	4,9 %	Préstamos directos a empresas, casi todos a tipo variable
Deuda frontera	4,9 %	Tipos altos en países pequeños que casi nadie mira
Bonos catástrofe	4,9 %	Cobra por asumir terremotos y huracanes, no riesgo de mercado
Activos reales no cotizados	3,0 %	Infraestructuras, recursos naturales, madera y agricultura
Retorno absoluto	2,5 %	Busca rentabilidad sin depender de la dirección del mercado
Microfinanzas	2,0 %	Crédito muy pequeño en países emergentes

El sentido es fácil de contar. Una cartera clásica tiene dos fuentes de rentabilidad, la bolsa y los bonos, y cuando las dos fallan a la vez, como en 2022, no queda dónde apoyarse. Aquí hay seis motivos distintos por los que la cartera puede ganar dinero. Que las empresas crezcan (bolsa y private equity), que alguien pague un alquiler o use una infraestructura (inmobiliario y activos reales), que alguien pague intereses por un préstamo (deuda privada, frontera, trade finance y microfinanzas), que no haya un huracán (bonos catástrofe), que un gestor acierte (macro, long/short y retorno absoluto) y que las tendencias del mercado se prolonguen (seguimiento de tendencia). **Ninguna pieza pesa lo suficiente para hundir la cartera sola, y casi ninguna depende de lo mismo que la de al lado.** El oro va aparte, porque es lo único que no paga nada y aun así hace falta cuando lo que falla es la confianza en el dinero.

Cuatro categorías van ahora con datos de mercados privados de verdad. El private equity, el inmobiliario no cotizado y los activos reales (infraestructuras, recursos naturales, madera, minería y agricultura) usan los índices de PitchBook de fondos cerrados, con rentabilidades trimestrales netas de comisiones y de carry. La deuda privada usa el Cliffwater Direct Lending Index, que mide los préstamos directos a empresas en Estados Unidos. El oro va con su precio de siempre y las estrategias alternativas (seguimiento de tendencia, macro discrecional, long/short, retorno absoluto, cat bonds, deuda frontera, crédito sin rating, trade finance y microfinanzas) con los datos oficiales de fondos representativos de cada categoría. De 2025 PitchBook ha publicado el año cerrado de cada categoría y solo dos de sus trimestres, así que esos dos van con el dato publicado y el segundo semestre se reparte a partes iguales, de modo que el año cierra exactamente en la cifra oficial.

La renta variable es la única pieza que ya va con los fondos de verdad. Desde septiembre de 2015 se calcula con los liquidativos oficiales de los fondos de bolsa de la cartera, con datos oficiales de las gestoras, como el resto de categorías. Tres cuartas partes del peso van a los fondos concentrados de autor desde que existe cada uno, repartidas en cuatro partes iguales, y lo que todavía no ocupan pasa al bloque de fondos globales. Ese bloque se reparte a partes iguales entre los que hay disponibles, con un mínimo de tres, y la bolsa mundial solo entra a completar cuando quedan menos de tres. Eso deja de pasar en 2019. Antes de septiembre de 2015 toda la renta variable es bolsa mundial. Con las alternativas pasa algo parecido al principio de la serie. El trade finance y las microfinanzas se aproximan con la deuda privada, el long/short con el retorno absoluto y

la deuda frontera con los bonos emergentes y el high yield, y solo hasta 2005, sin estirar nada más atrás. El macro discrecional, el retorno absoluto y los bonos catástrofe no necesitan aproximación, porque su serie ya empieza antes.

Los pesos son los del fondo, sin liquidez y sin la parte de volatilidad, que reparto entre el resto. La simulación va en euros, rebalancea cada enero y no lleva costes ni impuestos. Como los datos de los mercados privados son trimestrales, el cálculo entero se hace por trimestres y arranca en 2005, el primer año completo con las cuatro categorías dentro. Enfrente pongo las dos referencias de siempre, una cartera 60/40 de bolsa mundial y bonos a diez años y la bolsa mundial entera, medidas sobre el mismo periodo y también por trimestres.

Los números de veintiún años

2005-2025, en euros	Endowment	60/40	Bolsa mundial
Rentabilidad anual nominal	10,2%	7,2%	9,9%
Rentabilidad anual real	7,9%	5,0%	7,7%
Volatilidad	6,5%	8,7%	14,6%
Ratio de Sharpe	1,39	0,69	0,60
Ratio de Sortino	3,30	1,17	0,94
Ratio de Calmar	0,78	0,31	0,21
Índice Ulcer	2,8%	6,3%	12,4%
Peor década real de las 45	6,0%	2,9%	3,9%
10.000 euros de 2005	76.848 €	43.385 €	72.699 €

Los cuatro ratios dicen lo mismo desde cuatro sitios distintos. El de Sharpe mide cuánta rentabilidad se saca por cada unidad de volatilidad, por encima de lo que daba la liquidez. El de Sortino hace lo mismo pero contando solo la volatilidad de las caídas, que es la que molesta. El de Calmar compara la rentabilidad con la peor caída que hubo que aguantar. Y el índice Ulcer resume lo profundas y largas que fueron todas las caídas del periodo, así que cuanto más bajo, mejor. **En los cuatro gana la cartera endowment y esta vez con holgura.** Una parte de esa ventaja es real y otra es la calma de las tasaciones trimestrales, así que conviene leerla como un techo y no como una medida exacta.

Cómo se comporta en las caídas	Endowment	60/40	Bolsa mundial
Peor año	-10,7%	-16,5%	-36,9%
Peor trimestre	-6,4%	-10,3%	-19,5%
Caída máxima	-13,1%	-23,3%	-46,5%
Años en positivo (de 21)	19	17	16
Captura de las subidas de la bolsa	63%	64%	100%
Captura de las bajadas de la bolsa	18%	55%	100%
Máximo tiempo sin recuperar, en real	33 meses	48 meses y sigue	75 meses

Las dos filas de captura son las que mejor explican el conjunto. Cuando la bolsa mundial sube, esta cartera se lleva algo más de seis décimas de la subida, casi lo mismo que la 60/40. Cuando la bolsa baja, se come un 18% de la bajada, mientras que la 60/40 se come más de la mitad. **Subir parecido y bajar mucho menos es, al final, todo el negocio de diversificar bien.** Ese 18% hay que cogerlo con pinzas, porque una parte no es diversificación sino retraso. Un índice de fondos no cotizados valora una vez por trimestre, así que cuando la bolsa se desploma en marzo la tasación llega en junio y más suave.

Con todo eso, la cartera endowment saca tres décimas a la bolsa mundial con menos de la mitad de su volatilidad y con treinta y tres puntos menos de caída máxima. A la 60/40 le saca casi tres puntos al año con menos riesgo por cualquiera de las medidas. Y sus dos únicos años en negativo fueron 2008 y 2022, frente a cuatro de la 60/40 y cinco de la bolsa. En 2025, el último año cerrado, ganó un 6,6% mientras la 60/40 ganaba un 3,8% y la bolsa un 7,5%.



El tiempo que pasas esperando

La caída máxima es el número que todo el mundo mira, pero el que de verdad se sufre es otro. Es el tiempo que pasas por debajo del máximo anterior, esperando a recuperar lo que ya tenías. Ahí es donde la diversificación por fuentes de rentabilidad se nota de verdad.

Esta cartera tocó fondo en marzo de 2009 y recuperó su máximo un año más tarde, en marzo de 2010. Contando el episodio entero, desde el máximo de junio de 2007, fueron treinta y tres meses, los mismos que tardó la 60/40. La bolsa mundial, desde ese mismo máximo, tardó sesenta y nueve, es decir cinco años y nueve meses.



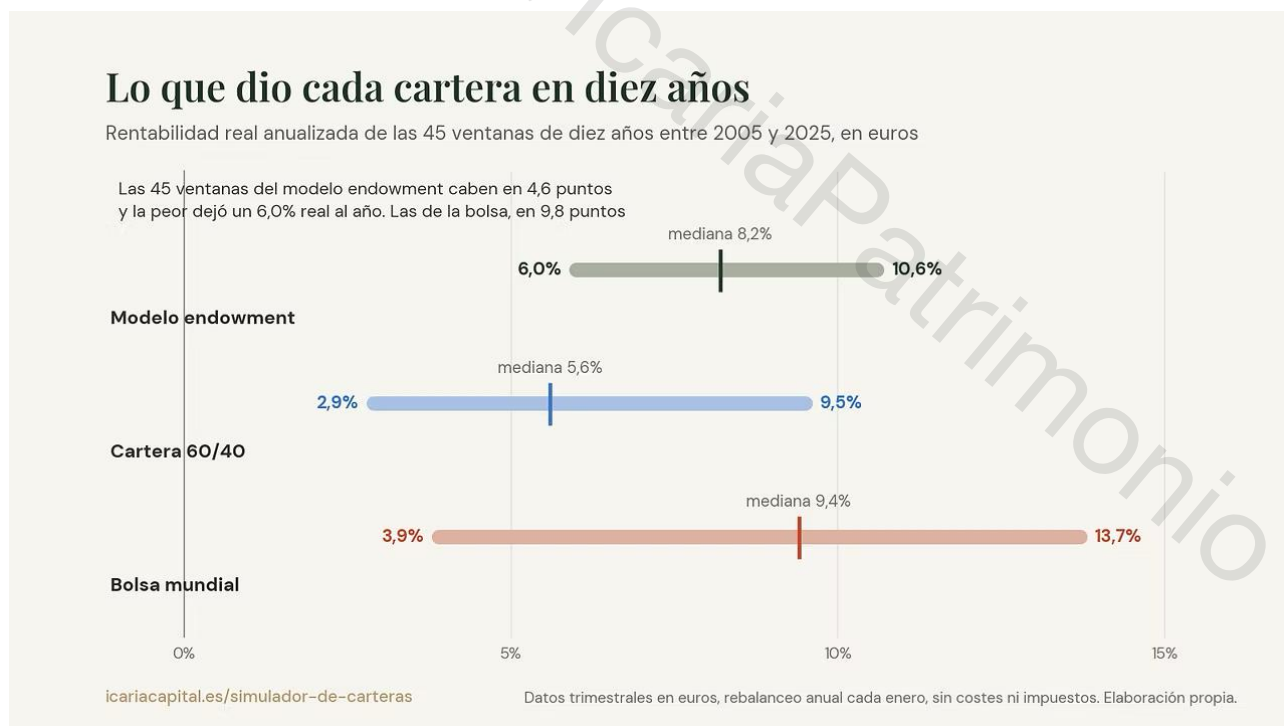
Descontando la inflación, que es como hay que mirarlo cuando el plazo es largo, la distancia se ensancha. La caída máxima real de esta cartera fue del 15,9% y volvió a máximos en marzo de 2010. La de la 60/40 en aquel episodio fue del 25,8% y tardó tres años y medio. La de la bolsa mundial llegó al 48,3% y se pasó seis años y tres meses por debajo del máximo anterior. **La caída máxima es el número que se cuenta, pero el tiempo de espera es el que hace abandonar el plan.**

Con 2022 pasó algo parecido y más cercano, aunque aquí hay que ser cuidadoso. En nominal esta cartera acabó el año plana, mientras que la 60/40 perdió un 16,5% y la bolsa mundial un 12,6%. Descontando la inflación perdió un 8,5% y volvió a máximos en

marzo de 2024, y la 60/40, en términos reales, todavía no ha recuperado el máximo de 2021. Una parte de esa resistencia es real, porque el oro subió un 6,7%, el seguimiento de tendencia un 13,8%, el macro discrecional un 18,4%, los activos reales un 13,5% y la deuda privada a tipo variable un 6,3%, justo el año en que el bono alemán a diez años se dejó un 22,3%. Otra parte es el retraso de las tasaciones, que reparte el golpe entre varios trimestres en vez de concentrarlo en uno.

Lo que se ve a diez años

Hay 45 ventanas de diez años entre 2005 y 2025, contadas trimestre a trimestre. Ninguna acabó en negativo después de descontar la inflación, y eso vale también para la 60/40 y para la bolsa mundial, porque estos veintiún años han sido buenos para casi todo. La diferencia está en el rango. Las del modelo endowment caben entre el 6,0% y el 10,6% real, cuatro puntos y seis décimas de distancia. Las de la bolsa mundial van del 3,9% al 13,7%, casi diez puntos. La bolsa tuvo mejores décadas que esta cartera y también bastante peores, y es el suelo el que decide si aguantas dentro.



Con veintiún años de datos no se puede calcular una tasa de retirada a treinta, así que aquí no la pongo. Lo que sostiene cualquier plan de retiradas es el suelo de las décadas, y ese suelo está dos puntos por encima del de la bolsa mundial y tres por encima del de la 60/40. No es un detalle académico, es la diferencia entre poder vivir de una cartera o tener que esperar unos años más.

Qué es Icaria Patrimonio FIL

Es el fondo que gestiono en Andbank Wealth Management y es mi forma de llevar el modelo endowment a una cartera concreta. Reparte el patrimonio entre renta variable, capital privado, activos reales, estrategias alternativas y crédito alternativo, y en cada una de esas piezas busca al especialista que lleva décadas haciéndolo bien en vez de intentar hacerlo todo dentro de casa. Lo que persigo no es ganar al índice en un trimestre, es que la cartera aguante entera los años malos y componga durante décadas.

Es una Institución de Inversión Colectiva de Inversión Libre, de acceso restringido y suscribible únicamente a través de la gestora. Aquí no vas a encontrar rentabilidades ni mínimos, porque esto es divulgación y no publicidad. La información oficial y legal (folleto, DFI e informes periódicos) la publica la gestora en [la web de Andbank](#), que es donde debe consultarse.

Si quieres seguirlo de cerca, tienes las [cartas y comentarios de los fondos](#), el [repaso mensual en vídeo](#) donde cuento cómo va la cartera y qué voy incorporando, [los análisis de los fondos que la componen](#) uno a uno y [la página del modelo endowment](#), con la filosofía entera y de dónde sale.

En qué se diferencia el fondo de esta simulación

Esta es la parte que más me importa dejar clara. La cartera del simulador no es el fondo ni su histórico. No lleva ni un solo liquidativo del fondo, no es un backtest del fondo y las categorías aparecen sin nombres, con el histórico oficial de un fondo representativo de

Diferencias	Esta simulación	El fondo
Qué lleva dentro	Índices de categoría, cuatro de mercados privados	Fondos reales, muchos no cotizados
Cómo se valora	Tasación trimestral del índice, mercado en bolsa y oro	Liquidativo de cada fondo
Quién elige	Solo hay elección de gestor en la bolsa	La elección de gestor en cada pieza
Los pesos	Fijos, rebalanceo cada enero	Se gestionan y cambian con el ciclo
Liquidez y volatilidad	Repartidas entre el resto	Son dos piezas más de la cartera
Costes e impuestos	No lleva	Los de cualquier vehículo real
Histórico	21 años simulados	El suyo propio, más corto

cada una. Lo que comparten es el reparto por categorías, y hasta ahí llega el parecido.

Las dos diferencias que más pesan en los números son cómo se valora cada pieza y quién la elige. Un índice de categoría no elige gestor y un precio de bolsa no espera a la tasación, así que la simulación se lleva el riesgo de todo el mercado y casi ninguna de las decisiones. **Por eso la uso para lo que sirve, para medir si la idea aguanta el examen más duro posible, y no para enseñar lo que ha hecho el fondo.** Eso está en las cartas y en la documentación oficial de la gestora.

Lo que sí es

Lo que sí es, y por eso lo he publicado, es la mejor prueba que puedo montar con datos verificables de una idea muy concreta. La idea de que repartir el riesgo entre muchas fuentes de rentabilidad distintas, en vez de entre dos, mejora la experiencia del inversor sin renunciar a la rentabilidad. **Con índices cotizados la idea aguantaba y con los datos de las categorías reales aguanta mejor, aunque una parte de esa mejora sea la calma de las tasaciones.**

Cómo lo aplico yo

Con las categorías reales, que es justo lo que el simulador no puede enseñar. Fondos de deuda frontera, de crédito sin rating, de trade finance, de microfinanzas, de cat bonds y de private equity evergreen, más las estrategias de tendencia, macro y long/short. Cada una aporta una fuente de rentabilidad que no depende de que la bolsa suba, y ninguna pesa lo suficiente como para hundir el conjunto si falla.

El resultado que busco es el que se ve en los dos gráficos del medio. Caídas más pequeñas, esperas más cortas y un rango de resultados a diez años mucho más estrecho. Sobre esa base, quien quiera la versión conservadora y sencilla tiene la [Cartera Permanente](#), y quien quiera entender el reparto completo lo tiene explicado en la [página del modelo endowment](#).

Puedes abrir la cartera, cambiar los pesos, la divisa o el año de inicio y comparar con lo que quieras en el [simulador de carteras](#). En la pestaña «Datos y método» está el detalle de cada serie, con la fecha desde la que hay datos de la categoría y qué activo hace de aproximación antes de esa fecha.

Esta entrada tiene carácter divulgativo y educativo. No es asesoramiento ni una recomendación de inversión, no es publicidad de ningún producto financiero y no es una oferta ni una invitación a suscribir participaciones de ningún vehículo. Icaria Patrimonio FIL es una Institución de Inversión Colectiva de Inversión Libre gestionada por Andbank Wealth Management SGIIC, entidad supervisada por la CNMV, y su información oficial está en la web de la gestora y en la CNMV. Invertir conlleva riesgo de pérdida del capital y las rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.