

“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.

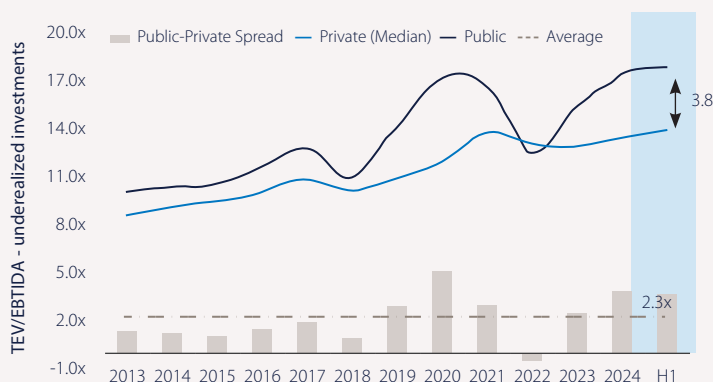
A final de septiembre se formalizó la suscripción en Transtrend Multitrend, después de meses de papeleos y algún que otro rifirrafe administrativo. De este fondo neerlandés esperamos, además de que mantenga su trayectoria de rentabilidades excelentes en el largo plazo, que actúe como un buen complemento 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.

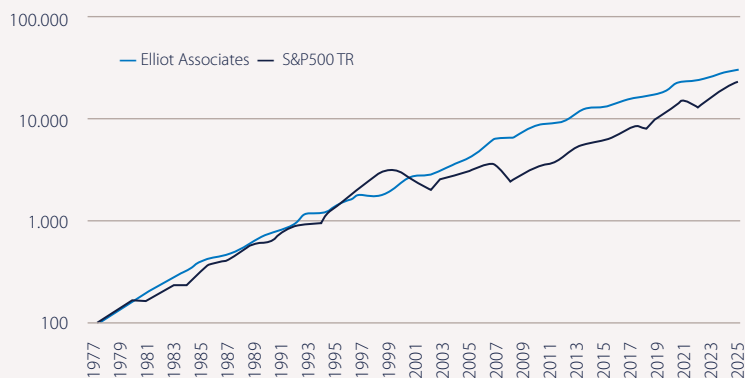
ACTIVOS ANALIZADOS

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.

“

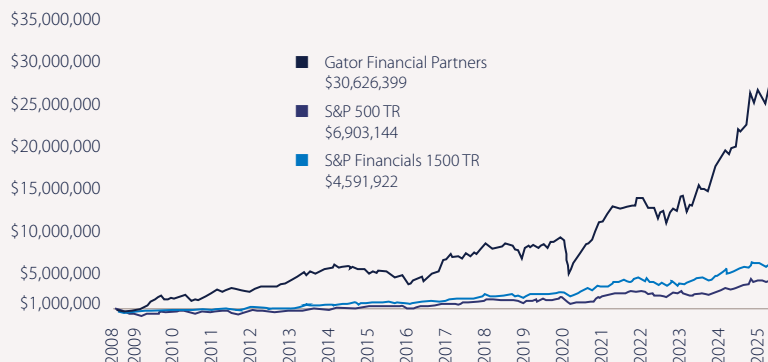
El fondo encaja bien en la cartera del FIL dado que nos permite aumentar la ponderación del sector financiero en la parte de renta variable cotizada

”

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