

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

Comentario de Mercado Septiembre 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. Los escenarios, simulaciones y stress tests descritos son ilustrativos, se basan en supuestos que pueden no cumplirse y no constituyen previsiones ni garantías de resultado. La cobertura descrita no elimina el riesgo de pérdida.

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.

> *Tenemos esa flexibilidad porque Andbank cree en la gestión de autor y porque la estructura de un FIL (Fondo de Inversión Libre) lo permite.*

Icaria Patrimonio es un fondo que invierte en mercados cotizados y mercados privados bajo el modelo Endowment. El fondo no tiene la obligación de invertir en una sola familia de activos: puede combinar renta variable, renta fija, high yield, mercados privados, hedge funds o cualquier otra categoría según lo que considere más apropiado en cada momento. Esto importa porque cuando un fondo solo puede invertir en una cosa, casi siempre va a defender que esa cosa es la mejor, aunque no lo sea. Tenemos esa flexibilidad porque Andbank cree en la gestión de autor y porque la estructura de un FIL (Fondo de Inversión Libre) lo permite. En definitiva, Icaria Patrimonio se construye sin una preferencia predeterminada hacia ninguna categoría, los conflictos de interés se gestionan conforme a la política interna de la gestora, y la cartera busca un equilibrio entre el mundo cotizado, con su volatilidad y liquidez, y el mundo privado, con su mayor rentabilidad esperada, menor volatilidad y menor liquidez.

> *Cerramos septiembre de 2026 prácticamente planos, con un –0,07% en la clase A, un –0,04% en la clase I y un +0,01% en la clase Z. En el año, la clase A acumula un +4,15% y la clase I un +4,43%, y desde inicio un +8,55% y un +9,00% respectivamente*

UN RECORDATORIO SOBRE LA FORMA DE CONTARTE EL MES

Como ya venimos haciendo, el bloque donde repaso lo que ha pasado en los mercados corresponde al mes que acabamos de cerrar en el calendario, mientras que las cifras del fondo son las del mes cuya valoración se acaba de publicar, que va con un mes de decalaje. En esta carta, por tanto, el cierre del fondo es el de septiembre de 2026 y el repaso de mercados es el de octubre. Lo hacemos para que tengas un pulso más cercano de lo que está ocurriendo cuando lees.

CIERRE DE SEPTIEMBRE DE 2026

Cerramos septiembre de 2026 prácticamente planos, con un –0,07% en la clase A, un –0,04% en la clase I y un +0,01% en la clase Z. En el año, la clase A acumula un +4,15% y la clase I un +4,43%, y desde inicio un +8,55% y un +9,00% respectivamente. El patrimonio bajo gestión, sumando las tres clases, cerró en 31,47 millones de euros (18,90 millones en la clase A, 11,90 en la clase I y 0,68 en la clase Z), y ha seguido creciendo respecto al mes anterior.

Ha sido un mes de los que no dejan titular, y para una cartera como esta no es mala noticia. La bolsa restó, sobre todo la parte cotizada, y dentro de ella hubo un impacto especialmente fuerte, el de Laughing Water, un fondo de pequeñas compañías americanas que se valora de forma trimestral. En septiembre recibimos su valoración del tercer trimestre, que recoge de una vez todo el periodo, con una caída del 25,6% en dólares (un 23,7% en euros, gracias al efecto divisa), después de que en junio, con la valoración del segundo trimestre, hubiera sumado un +37,9% en dólares. Por sí sola, esa posición restó en torno a un tercio de punto al fondo en el mes, es decir, sin ella septiembre habría cerrado en positivo.

Aun con un golpe así, el fondo ha terminado el mes prácticamente plano, y eso es precisamente lo que buscamos con la diversificación. Mientras Laughing Water restaba, los mercados privados y las estrategias de retorno absoluto tuvieron un mes muy bueno y compensaron buena parte del impacto. El fondo está construido para que unas piezas acierten y otras fallen, ya que nadie acierta con a la vez, y lo importante es que ninguna pese tanto como para descolocar el conjunto. Por eso, incluso con impactos como este, el comportamiento del fondo sigue siendo razonablemente estable.

> *El fondo está construido para que unas piezas acierten y otras fallen, ya que nadie acierta con a la vez, y lo importante es que ninguna pese tanto como para descolocar el conjunto.*

LO QUE HA PASADO EN LOS MERCADOS · OCTUBRE DE 2026

2026 está siendo un año duro para los fondos conservadores de toda la vida. Durante años, un fondo prudente de renta fija era sinónimo de tranquilidad, se compraban bonos de Estados y de empresas de calidad y se cobraba un cupón pequeño pero seguro. Este año esa receta no ha funcionado, porque los tipos de interés han seguido subiendo, y cuando los tipos suben los bonos que ya estaban emitidos pierden valor.

Para que se entienda con ejemplos, sin señalar a nadie, muchos fondos conservadores de referencia llevan el año en plano o en negativo. Uno de los más conocidos del mercado, de renta fija flexible global, pierde en torno a un cinco por ciento en lo que va de año, que para un producto que vende prudencia es muchísimo. Y lo mismo vale, en menor medida, para los fondos de bonos corporativos de calidad y para los de deuda pública, que son precisamente los que suele tener en cartera un ahorrador conservador. La deuda pública europea, medida por sus índices, está en negativo en el año. El culpable es siempre el mismo, la duración, es decir, cuántos años de vida le quedan de media a los bonos de la cartera, ya que cuanto más largos son, más caen cuando los tipos suben.

Detrás de todo está la deuda de los Estados, que ha vuelto a ser el tema del que habla el propio mercado. El bono americano a diez años paga ya alrededor del cinco por ciento, un

nivel que no se veía desde 2002, y algo parecido ocurre con el británico. Francia, segunda economía del euro, ha llegado a pagar por su deuda casi lo mismo que Estados Unidos, y estos meses incluso más que Italia, no tanto por cuánto debe como por la falta de un plan creíble para ordenar sus cuentas. El Fondo Monetario calcula que las economías avanzadas cerrarán el año con un déficit cercano al cinco por ciento de lo que producen, el más alto desde 2021. Cuando casi todos los gobiernos piden prestado a la vez, y encima la factura de la inteligencia artificial se financia también con mucha deuda, el dinero se encarece para todos.

El Fondo Monetario calcula que las economías avanzadas cerrarán el año con un déficit cercano al cinco por ciento de lo que producen, el más alto desde 2021. Cuando casi todos los gobiernos piden prestado a la vez, y encima la factura de la inteligencia artificial se financia también con mucha deuda, el dinero se encarece para todos.

El oro es un capítulo aparte. Después de un 2025 extraordinario, en el que subió con mucha fuerza, este año se ha tomado un respiro y cotiza por debajo de los máximos que marcó en enero. No lo veo como una decepción, sino como lo normal tras una subida tan grande, ya que ningún activo sube en línea recta, y sigue cumpliendo su papel de refugio para el día en que las demás defensas fallan.

Así que la foto del año es la de un entorno en el que el oro, la renta fija y la deuda de los gobiernos han sufrido a la vez. La pregunta que de verdad importa es si seguirán sufriendo. Y aquí soy prudente, pero no pesimista. Con la deuda en los niveles en los que está, con la guerra todavía abierta y con los déficits donde están, parece imprescindible que los gobiernos empiecen a contener el gasto y que los tipos dejen de subir. Si eso ocurre, y tarde o temprano suele ocurrir porque el propio mercado lo acaba forzando, sería justo una de las palancas que necesitan esos activos para recuperarse. No sé cuándo pasará ni me hace falta acertar la fecha, pero el punto de partida de hoy, con los bonos pagando lo que llevaban años sin pagar, es mucho mejor que el de hace dos años.

¿Qué saco de todo esto para Icaria Patrimonio? Que un año así se lleva mejor desde una cartera que no depende de una sola cosa. Un fondo que solo tuviera renta fija conservadora estaría pasándolo mal, como lo están pasando muchos. Nosotros tenemos renta fija, sí, pero también bolsa, mercados privados, oro, materias primas, estrategias de retorno absoluto y crédito de nicho que apenas se entera de lo que hacen los tipos. Cada pieza trabaja por un motivo distinto, y por eso en un año en el que lo conservador sufre el fondo aguanta en positivo. A eso se suma que llegamos a este entorno con el seguro de la cartera ya contratado, de modo que estamos defensivos hoy y con liquidez para comprar donde aparezca el estrés mañana.

Cada pieza trabaja por un motivo distinto, y por eso en un año en el que lo conservador sufre el fondo aguanta en positivo.

RENTABILIDAD POR CATEGORÍAS EN SEPTIEMBRE DE 2026

A continuación se incluye la rentabilidad de cada categoría en septiembre de 2026, calculada sobre el patrimonio final de cada categoría. 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.

Sub-categoría	Rent % s/Pf	
Equity	-2,20%	La parte cotizada de la bolsa fue el principal lastre del mes, en un septiembre en el que las acciones se tomaron un descanso tras varios meses buenos. A eso se sumó la valoración trimestral de Laughing Water, de la que hablo al principio de la carta, que recoge de una vez todo el tercer trimestre. Es la cara de la misma moneda: la categoría que más suma en los meses buenos es también la que más resta en los flojos, y por eso pesa solo una parte de la cartera.
Private Equity	+3,31%	El mejor mes de la cartera, un recordatorio de por qué tenemos mercados privados. Mientras la bolsa cotizada restaba, la parte privada volvió a sumar con la consistencia que esperamos de ella.
Lonf Short Equity	+0,09%	La categoría cumplió su función de descorrelación y acabó el mes prácticamente plana, defendiendo bien en un mes flojo para la bolsa.
Macro/CTA	+1,12%	Mes positivo para las estrategias de tendencia, que se apoyaron en los movimientos sostenidos de tipos y divisas. Entre ellas, AQR Managed Futures, una de las incorporaciones de las que hablo más abajo, tuvo un buen mes.
Real Assets	-0,20%	Ligeramente en negativo. El oro se tomó un respiro en el mes, dentro de la pausa de la que hablaba más arriba, y las infraestructuras compensaron buena parte.
Cat Bonds	+1,09%	Otro mes sólido y, como siempre, ajeno al ruido del resto del mercado. Su rentabilidad no depende de los tipos ni de la bolsa, sino del clima.
Deuda Frontera y Emergente	+0,44%	Buen comportamiento de la deuda de mercados frontera y emergentes, con sus ciclos propios y poca dependencia de la Reserva Federal.
Non Rated HY	+0,12%	Aportación discreta pero positiva del crédito sin rating oficial y el high yield.
Retorno Absoluto	+2,78%	Un mes excelente para las estrategias que buscan rentabilidad con independencia de la dirección del mercado. Justo cuando la bolsa flojeaba, esta categoría hizo su trabajo y tiró del conjunto.
Trade Finance	+0,72%	La financiación del comercio y del circulante de empresas, a plazos cortos y con colateral, sigue aportando carry sin sobresaltos.
Microfinance	+0,33%	Otro mes de consistencia. Rentas estables y descorrelación casi total con los mercados tradicionales.
Private Debt	+0,55%	Aportación positiva del parallel lending, con el cupón ajustándose al alza en un entorno de tipos más altos.
Volatility	+0,74%	En septiembre vendimos dos de los fondos de este bloque, dentro del cambio que explicamos en la carta anterior, en el que su función pasa a la cobertura con puts, y la venta dejó un resultado ligeramente positivo.
TOTAL FIL	**-0,07%(A)/-0,04%(I)**	

CINCO GESTORES NUEVOS EN LA CARTERA

En los últimos meses han entrado en la cartera varios fondos de los que aún no te había hablao, cada uno con un trabajo concreto dentro de ella. Los resumo brevemente.

El primero es AQR Managed Futures, una estrategia de las llamadas de tendencia, que invierte a la vez en bolsa, bonos, divisas y materias primas, y que puede ganar tanto cuando los mercados suben como cuando bajan. Lo tenemos por su papel de protección, ya que este tipo de estrategias suele comportarse bien justo en los momentos de estrés prolongado, cuando el resto de la cartera lo pasa peor, y aporta una fuente de rentabilidad que no depende de que la bolsa o los bonos acompañen.

En crédito han entrado dos fondos de Man Group, que también hemos incorporado en Icaria Renta. Man Dynamic Income es un fondo de crédito global muy flexible, sin índice de referencia, que solo compra un bono cuando su diferencial exagera el riesgo real de impago. Lo gestiona Jonathan Golan desde su lanzamiento en 2022 y desde entonces ha cerrado en positivo 46 de sus 50 meses, sin ningún año natural en pérdidas. Nos gusta porque es contracíclico de verdad, es decir, compra cuando el resto del mercado tiene miedo, como hizo con la deuda inmobiliaria europea en 2022 o con las financieras en 2023, cuando nadie las quería.

El otro es Man EM Corporate Credit Alternative, una estrategia long/short de bonos de empresas emergentes, que combina posiciones compradas con cortos en emisores concretos y coberturas, por lo que puede ganar tanto cuando ese crédito sube como cuando baja. Desde su lanzamiento en 2023 ha recogido más que el propio índice en los meses de subida y, de media, ha ganado en los meses en los que el índice caía. Encaja en la parte de frontera y emergentes, un mercado con ciclos propios y poca dependencia de la Reserva Federal.

Y en activos reales ha entrado Ninety One Global Natural Resources, un fondo de bolsa de recursos naturales (energía, metales, oro y agricultura) que lleva siete años seguidos por delante de su índice. Su trabajo en la cartera es protegernos cuando la inflación aprieta, junto al oro y al resto de activos reales, y además cubre algo que hoy casi ha desaparecido de los índices, ya que en el índice mundial de MSCI Nvidia pesa más que todo el sector energético. Es un fondo volátil, por eso su peso es pequeño y no es el centro de la cartera.

El autor de este documento está o puede estar invertido en los fondos mencionados a través de los fondos que gestiona. Su mención describe la cartera de Icaria Patrimonio FIL y no constituye una recomendación de inversión.

LAS MÉTRICAS DEL FONDO DESDE SU LANZAMIENTO

Con septiembre cerrado, el fondo suma ya quince meses de vida, y conviene mirar el conjunto más que el mes suelto, ya que un mes dice poco y lo que de verdad define a una cartera es cómo se comporta a lo largo del tiempo. Los datos corresponden a la clase I y van desde julio de 2025 hasta el cierre de septiembre de 2026.

Julio 2025-septiembre 2026 · Clase I

+9,0%	+7,1%	+3,3%	2,15	3,54	13 de 15
Rentabilidad acumulada	Rentabilidad anualizada	Volatilidad	Ratio de Sharpe	Ratio de Sortino	Meses en positivo

Evolución del valor liquidativo



La rentabilidad acumulada en estos quince meses es cercana al +9%, lo que equivale a algo más de un +7% anualizado. De los quince meses, trece han cerrado en positivo.

La rentabilidad acumulada en estos quince meses es cercana al +9%, lo que equivale a algo más de un +7% anualizado. De los quince meses, trece han cerrado en positivo. El único mes claramente negativo fue marzo de 2026, con un –2,25%, el mes de la escalada entre Estados Unidos e Irán, y lo compensó el fondo en las semanas siguientes.

Donde más orgulloso estoy del trabajo de este año y pico es en el riesgo, que es al final lo que mide si uno gana por buen gestor o por haberse jugado el dinero. La volatilidad del fondo ha sido de alrededor del 3,3% con datos mensuales. Para ponerlo en contexto la renta fija europea de calidad en torno al 4%. El fondo se ha movido menos que la renta fija de calidad y aun así ha dado cerca de un 9% en quince meses.

Con esas cifras, el ratio de Sharpe, que es la rentabilidad que se obtiene por cada unidad de riesgo asumido, ha sido de 2,15, y el de Sortino, que mide lo mismo pero mirando solo las caídas, de 3,54. Y esa es exactamente la vara con la que me gusta que se mida este fondo, porque el objetivo nunca ha sido ganar lo máximo posible, sino ganar lo máximo posible por cada unidad de riesgo que asumimos. En ese terreno, comparado con lo que ha hecho la media de los fondos este año, creo que podemos decir que vamos cumpliendo con buena nota. Estas cifras se refieren al periodo cerrado a 30 de septiembre de 2026 y no son un indicador fiable del comportamiento futuro del fondo.

CIERRE

Hasta aquí nuestro comentario mensual de Icaria Patrimonio FIL relativo al mes de septiembre de 2026, con lectura de mercado de octubre. Ha sido un mes tranquilo dentro de un año que está siendo difícil para quien lo tiene todo en lo conservador, y creo que esa es la mejor defensa de la forma en que construimos la cartera. Aprovecho para agradecer un mes más 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 SGIIC, 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, SGIIC, 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