RENTA VARIABLE MUNDIAL

LA FIEBRE DEL ORO DE LA IA: DESENTERRANDO LOS TESOROS DEL CRECIMIENTO DE CALIDAD



Alexandre Narboni
Analista / Gestor de carteras



Laure Négiar, CFA
Analista / Gestor de carteras



Zak Smerczak, CFA
Analista / Gestor de carteras



- *Del mismo modo que los mineros de la fiebre del oro necesitaban herramientas, las aplicaciones y modelos de inteligencia artificial (IA) necesitan infraestructuras. Nuestra estrategia Comgest Global Equities busca estas empresas esenciales, favoreciendo a aquellas con altas barreras de entrada y un fuerte poder de fijación de precios.*
- *En los dos últimos años, la «fiebre del oro» de la IA ha hecho que el índice MSCI World se concentre en un puñado de valores relacionados con la IA.*
- *Tendemos a evitar invertir en modelos y software de IA fundacionales en fase inicial debido a las preocupaciones asociadas con la intensa competencia o la posible comoditización.*

En 1848, el colono suizo-alemán John Sutter encontró oro en Sacramento (California), lo que desencadenó un frenesí de buscadores de fortuna y el inicio de la Fiebre del Oro de California. En 1852, unas 300.000 personas, entre industriales, ingenieros y exploradores, habían emigrado a California para sacar provecho.[1]



Fuente: Getty Images

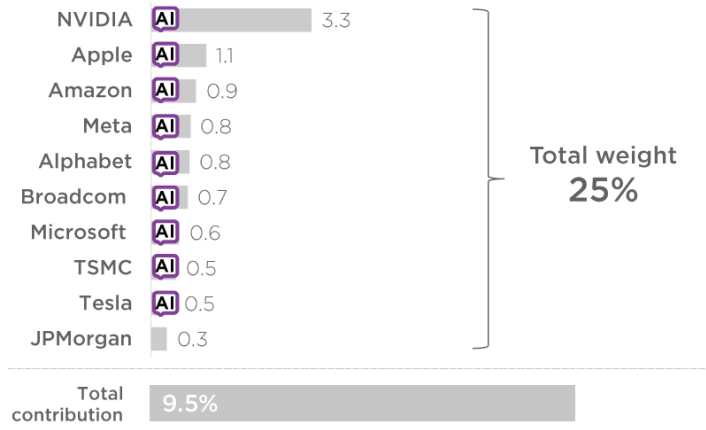
En la actualidad, una oleada similar de interés comercial por la IA y los grandes modelos lingüísticos ha cautivado a los mercados mundiales. Los recientes avances en IA se han visto impulsados por enormes ganancias en potencia de cálculo, gracias a las mejoras en los chips informáticos y la tecnología. Empresas de todo el mundo se apresuran a integrar la IA en sus modelos de negocio para aumentar la eficiencia, reducir costes e impulsar la innovación.

EL BOOM DE LA AI IMPULSA LA CONCENTRACIÓN DEL MERCADO

Al igual que ocurrió con el oro en el siglo XIX, la IA se está convirtiendo rápidamente en un recurso estratégico tanto para las empresas como para los gobiernos. El poder geopolítico, militar y económico está cada vez más estrechamente asociado a los chips informáticos, la fabricación de semiconductores y la cadena de suministro de la IA. El entusiasmo de los inversores por los valores de IA ha seguido el mismo camino.

[1] "California as I Saw It: First-Person Narratives of California's Early Years, 1849 to 1900." Biblioteca del Congreso. Consultado el 12 de febrero de 2025.

Figura 1 MSCI ACWI - 10 principales contribuyentes - 2024 (% USD)



Fuente: Datos y análisis financieros de Comgest/FactSet, salvo que se indique lo contrario. Datos a 31 de diciembre de 2024 expresados en USD..

En los últimos años, el mercado bursátil mundial se ha concentrado cada vez más en un puñado de valores de IA. Ocho de los diez principales valores del índice MSCI AC World (MSCI ACWI) en 2024 eran valores estadounidenses relacionados con la IA, como muestra la figura 1. Como selector activo de valores, Comgest cree que esta concentración en valores relacionados con la IA suscita preocupación sobre la diversificación y el potencial de beneficios a largo plazo de estos valores líderes.

Nuestra estrategia Comgest Global Equity se centra en identificar empresas que dominen una cuota de mercado significativa en una amplia variedad de sectores, incluidos los servicios sanitarios y de datos críticos. Miramos más allá de los índices y tratamos de construir nuestra cartera con empresas que potencialmente puedan exhibir sólidas ventajas competitivas, formidables barreras de entrada y un sustancial poder de fijación de precios. Según nuestra experiencia, estos atributos pueden posicionar a una empresa para lograr un crecimiento sostenible de los beneficios a largo plazo.

ARGUMENTOS PARA INVERTIR EN LAS «PALAS Y PICOS» DE LA AI

La fiebre del oro de California y el auge de la IA comparten varias similitudes, ya que ambas desataron oleadas de miedo y oportunidades. A menudo idealizada a través de las historias de los «cuarenta noventa», la Fiebre del Oro vio cómo aventureros de todo el mundo acudían a California en busca de oro. Sin embargo, a menudo se pasan por alto los verdaderos motores de la fiebre del oro: su cadena de suministro y sus economías de escala, incluidos trenes, vagones, puertos y máquinas hidráulicas de minería. Sin herramientas esenciales como palas y picos, la Fiebre del Oro quizá nunca se hubiera producido.

Del mismo modo, en la fiebre del oro de la IA, creemos que ha habido una tendencia a centrarse en los productos finales en lugar de en las distintas etapas de la cadena de valor global de la IA (como se muestra en la *figura* 2). Al igual que se utilizaron palas y picos para buscar oro, los fabricantes de chips, los centros de datos y los desarrolladores son cruciales para la creación de modelos de IA. Por ello, tendemos a evitar las secciones de la cadena de valor de la IA en las que las empresas compiten por dominar un pequeño segmento del mercado. Desde nuestro punto de vista, los ganadores finales en estas secciones del mercado no están claros debido a la rápida innovación y disrupción en todo el sector. Esto incluye modelos fundacionales, de los que OpenAI fue pionera y a los que siguieron rápidamente empresas emergentes como DeepSeek, Mistral y Anthropic. Estas empresas representan sólo una pequeña parte del mercado global de la IA. Al mismo tiempo, las grandes empresas de software que están invirtiendo en IA corren el riesgo potencial de verse perturbadas por estas empresas más jóvenes. En este momento, creemos que aún es demasiado pronto para determinar si un modelo de IA o varios emergerán como líderes en el futuro.

Figura 2. Etapas de la cadena de valor de la IA



Fuente: Comgest

ELIMINANDO LA COMPETENCIA

La estrategia Global Equity de Comgest invirtió por primera vez en **Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC)**, el mayor fabricante de chips del mundo, allá por 2007, cuando la carrera por crear chips informáticos más pequeños y sofisticados se aceleraba. Desde su creación en 1987, TSMC se ha centrado en la fabricación de chips diseñados por desarrolladores como **Apple**. Este modelo de negocio de fundición selectiva ha permitido a TSMC establecer fuertes vínculos con los diseñadores de chips, reducir costes, optimizar su proceso de producción y ganar cuota de mercado.

El gasto de capital y la tecnología necesarios para fabricar la generación más avanzada de chips se han convertido en barreras formidables para los nuevos competidores que intentan desplazar el liderazgo de TSMC en el mercado. En la actualidad, TSMC fabrica la mayoría de los chips más avanzados del mundo para ejecutar cargas de trabajo de IA, incluidos los diseñados por **Nvidia**, **Arm** y **Broadcom**.[2] A pesar de estas crecientes demandas, las extensas operaciones de fundición de TSMC han generado constantemente un flujo de caja positivo, lo que ha permitido la reinversión y el crecimiento orgánico.

PERFECCIONANDO LA AI EN TODA LA CADENA DE VALOR

A medida que los datos proliferan en todo el mundo, **Microsoft** se posiciona para proporcionar servicios a lo largo de la cadena de valor de la IA , incluido el apoyo a las empresas con aplicaciones front-end e infraestructura de back-office.[3] La amplia cartera de Microsoft, que incluye herramientas de productividad, redes de TI, juegos y realidad virtual, ha fomentado las relaciones a largo plazo con los clientes.[4]

Con Azure, la plataforma de computación en la nube de la empresa, Microsoft proporciona a los clientes el conjunto necesario de productos de servicios en la nube y una red de centros de datos para desarrollar y ejecutar aplicaciones de IA.[5] El espacio de infraestructura de IA está muy consolidado con tres hiperescaladores dominantes[6], incluyendo **Microsoft**, **Amazon** y **Alphabet** (la empresa matriz de Google). Microsoft ha tomado medidas para integrar modelos avanzados en su software y servicios en la nube, en particular a través de su asociación con OpenAI.[7] Partir de enero de 2025, Azure logró un crecimiento interanual de los ingresos del 31%, con los servicios de IA marcando un aumento interanual del 157%.[4] Debido a los importantes gastos de capital de los hiperescaladores en

[2] TSMC 2023 Annual Report
[3] Microsoft 2024 Annual Report
[4] Microsoft 2024 Annual Report
[5] Sweetman, Steve. "Announcing a New OpenAI Feature for Developers on Azure: Blog Azure: Microsoft Azure." Blog Azure, 7-Aug-2024.
[6] Los hiperescaladores son centros de datos a gran escala, respaldados por empresas tecnológicas líderes, que proporcionan a los clientes acceso a servicios e infraestructuras de computación en nube.
[7] Microsoft 2024 Annual Report

centros de datos, existe incertidumbre a corto plazo con respecto a su rendimiento del capital. Sin embargo, creemos que el crecimiento y la rentabilidad serán potencialmente significativos a largo plazo, dadas las elevadas barreras de entrada del sector.

EXCAVANDO DATOS DE CALIDAD

El auge del desarrollo de la IA ha aumentado la demanda de datos de alta calidad, ya que los datos incompletos o inexactos pueden provocar costosos fallos o alucinaciones de la IA.[8] **Intuit**, especializada en software fiscal y financiero, utiliza los avances de la IA para perfeccionar sus productos.[9] TurboTax, el software de preparación de impuestos insignia de la empresa, se ha convertido en un producto básico para clientes minoristas y profesionales en Estados Unidos.[10]

Aunque Intuit no se encuentra entre las empresas de infraestructura de IA que figuran en nuestra estrategia, la empresa posee una ventaja competitiva en la fiebre del oro de la IA: décadas de datos de calidad.[11] Hay varias startups en el espacio de los desarrolladores de software, pero los desarrolladores heredados como Intuit han establecido barreras de entrada arraigadas en relaciones duraderas con los clientes y amplios repositorios de datos de calidad.[12]

MÁS ALLÁ DE LA FIEBRE DEL ORO: MANTENER UN CONJUNTO DE HERRAMIENTAS VERSÁTILES

Comgest pretende ir más allá de la fiebre del oro de la IA. A medida que la tecnología de IA esté más disponible, creemos que habrá menos distinciones entre los modelos fundamentales. Por lo tanto, nuestro objetivo es centrarnos en las empresas que se asemejan a las palas y picos de la última fiebre del oro: los fabricantes.

Aunque nuestra estrategia Comgest Global Equity incluye una selección de valores de IA, no nos limitamos a un único tema, sector o geografía. Reconocemos que la IA aún está evolucionando y que gran parte de su potencial aún está por explotar. Dada la naturaleza cíclica de las inversiones en IA y la actual concentración bursátil, preferimos invertir en lo que consideramos empresas de crecimiento de calidad en diversos sectores, como la sanidad y los servicios de datos críticos, con visibilidad a largo plazo. Basándonos en casi 40 años de experiencia inversora, nuestro objetivo es construir carteras resistentes capaces de ofrecer un crecimiento sostenible de los beneficios a largo plazo, independientemente de las condiciones del mercado.

---

[8] Weise, Karen, and Cade Metz. "When A.I. Chatbots Hallucinate." *The New York Times*, 1-May-2023.
[9] "Our Strategy." Intuit. Accessed 7-Mar-2025.
[10] Yuk, Pan Kwan. "AI Boom Can Even Work on Your Taxes." *Financial Times*, 22-Apr-2024.
[11] Peel, Michael. "The Problem of 'Model Collapse': How a Lack of Human Data Limits AI Progress." *Financial Times*, 24-Jul-2024.
[12] Melendez, Steven. "In the AI Era, Data Is Gold. and These Companies Are Striking It Rich." *Fast Company*, 1-Jul-2024.

PRINCIPALES RIESGOS

- Invertir implica riesgos, incluida la posible pérdida de capital.
- El valor de todas las inversiones y los ingresos derivados de las mismas pueden tanto disminuir como aumentar.
- Las variaciones de los tipos de cambio pueden afectar negativamente tanto al valor de su inversión como al nivel de ingresos percibidos.
- Los mercados emergentes pueden ser más volátiles y menos líquidos que los mercados más desarrollados, por lo que pueden entrañar mayores riesgos.



Alexandre Narboni - Analista / Gestor de carteras
Alexandre Narboni se unió a Comgest en 2009 y es un Analista y Gestor de Cartera especializado en acciones globales. También es miembro del Comité de Inversiones del Grupo Comgest.
Alexandre es responsable de desarrollar y supervisar las estrategias Flex de Comgest, las primeras estrategias de inversión de la firma que emplean técnicas de cobertura con el objetivo de reducir la volatilidad y las caídas. Anteriormente, trabajó en el equipo de acciones de EE. UU. del Grupo. Antes de unirse a Comgest, trabajó en Nueva York en valores respaldados por activos en Société Générale de 2005 a 2007 y luego como Analista de crédito de hedge funds en HSBC.
Alexandre se graduó de la Escuela Nacional de Estadística y Administración Económica (ENSAE) en París y de la Universidad de Columbia en Nueva York, donde obtuvo un máster en Matemáticas Financieras.



Laure Négiar, CFA - Analista / Gestor de carteras
Laure Négiar se unió a Comgest en 2010 y es Analista y Gestora de Cartera especializada en acciones globales. También es miembro no ejecutivo del Consejo de Socios y gestora del equipo de Renta Variable Global.
Laure co-gestiona las estrategias Global y EAFE (Global ex EE. UU.) de Comgest, así como las cuentas segregadas del equipo. Antes de unirse a Comgest, trabajó en BNP Paribas Equities & Derivatives en París y Londres, y anteriormente ocupó varios roles dentro del gobierno de EE. UU.
Laure obtuvo una licenciatura en Políticas Públicas de la Universidad de Stanford (con honores y Phi Beta Kappa) antes de graduarse en la lista del Decano con un máster en Gestión de la escuela de negocios HEC en Francia. También es titular del título CFA®.



Zak Smerczak, CFA - Analista / Gestor de carteras
Zak Smerczak se unió a Comgest en 2016 y es un Analista y Gestor de Cartera especializado en acciones globales. También es miembro del Comité de Inversiones del Grupo Comgest.
Zak comenzó su carrera en 2006 en Deloitte en Londres, inicialmente en Servicios de Aseguramiento y Asesoría, antes de pasar a Servicios de Transacción, donde fue responsable de la debida diligencia operativa y financiera. En 2011, Zak se unió a Mirabaud Asset Management, donde trabajó como Analista cubriendo acciones globales. En 2015, se trasladó a Polar Capital Holdings, donde ocupó el puesto de Analista / Gestor de Cartera para la estrategia de ingresos multi-activos globales de la firma.
Zak tiene una licenciatura en Ciencias Empresariales con honores en Finanzas de la Universidad de Ciudad del Cabo. Es titular del CFA® y ha sido miembro del Instituto de Contadores Públicos de Escocia desde 2009.

INFORMACIÓN IMPORTANTE - SOLO PARA INVERSORES PROFESIONALES

Este documento ha sido elaborado exclusivamente para inversores profesionales/cualificados y sólo puede ser utilizado por éstos..

No constituye asesoramiento en materia de inversión

El presente comentario tiene carácter meramente informativo y no constituye asesoramiento en materia de inversión. No debe considerarse una solicitud de compra ni una oferta de venta de un valor. No tiene en cuenta los objetivos de inversión, estrategias, situación fiscal u horizonte de inversión particulares de ningún inversor.

No constituye una recomendación de inversión

Ningún análisis de empresas concretas debe considerarse una recomendación de compra o venta de un valor o inversión en particular. Las empresas mencionadas no representan todas las inversiones anteriores. No debe asumirse que ninguna de las inversiones comentadas haya sido o vaya a ser rentable, ni que las recomendaciones o decisiones que se tomen en el futuro vayan a ser rentables. Comgest no proporciona asesoramiento fiscal o jurídico a sus clientes y se recomienda encarecidamente a todos los inversores que consulten a sus propios asesores fiscales o jurídicos en relación con cualquier inversión potencial.

No es un estudio de inversión

La información contenida en esta comunicación no es un «estudio de inversiones» y está clasificada como una «comunicación de marketing» de conformidad con MIFID II. Esto significa que esta comunicación comercial (a) no ha sido elaborada de conformidad con los requisitos legales destinados a promover la independencia de los informes de inversiones (b) no está sujeta a ninguna prohibición de negociación previa a la difusión de los informes de inversiones.

Exención de responsabilidad sobre la rentabilidad

La rentabilidad pasada no es un indicador fiable de resultados futuros. Las declaraciones, datos o previsiones prospectivas pueden no cumplirse.

Exención de responsabilidad sobre marcas e índices

Los datos de MSCI sólo pueden ser utilizados para su uso interno, no pueden ser reproducidos o redifundidos en ninguna forma y no pueden ser utilizados como base para un componente de cualquier instrumento financiero o productos o índices. Ninguna información de MSCI pretende constituir un asesoramiento de inversión o una recomendación para tomar (o abstenerse de tomar) cualquier tipo de decisión de inversión y no puede ser considerada como tal. Los datos y análisis históricos no deben tomarse como indicación o garantía de ningún análisis, previsión o predicción de rendimiento futuro. La información de MSCI se proporciona «tal cual» y el usuario de la misma asume todo el riesgo derivado del uso que haga de ella.

MSCI, cada una de sus filiales y cualquier otra persona involucrada o relacionada con la compilación, computación o creación de cualquier información MSCI (colectivamente, las «Partes MSCI») renuncian expresamente a todas las garantías (incluyendo, sin limitación, cualquier garantía de originalidad, exactitud, integridad, puntualidad, no infracción, comerciabilidad e idoneidad para un fin determinado) con respecto a esta información. Sin perjuicio de lo anterior, ninguna de las Partes de MSCI será responsable en ningún caso de ningún daño directo, indirecto, especial, incidental, punitivo, consecuente (incluido, entre otros, el lucro cesante) o de cualquier otro tipo. (www.mscibarra.com)

Información sujeta a cambios sin previo aviso

Todas las opiniones y estimaciones constituyen nuestra opinión en la fecha de este comentario y están sujetas a cambios sin previo aviso. Es posible que las carteras a las que se hace referencia en este documento no se mantengan en el momento de recibir esta publicación y están sujetas a cambios sin previo aviso.

Restricciones al uso de la información

Este comentario y la información contenida en el mismo no podrán ser reproducidos (total o parcialmente), republicados, distribuidos, transmitidos, mostrados o explotados de cualquier otra forma por terceros sin el previo consentimiento por escrito de Comgest.

Limitación de responsabilidad

Determinada información contenida en este comentario ha sido obtenida de fuentes consideradas fiables, pero no puede garantizarse su exactitud. Comgest no se hace responsable de la exactitud o integridad de la información.

Divulgación de la entidad jurídica

Comgest S.A es una sociedad de gestión de carteras regulada por la Autorité des Marchés Financiers y con domicilio social en 17, square Edouard VII, 75009 París.

Comgest Asset Management International Limited es una sociedad de inversión regulada por el Central Bank of Ireland y registrada como Investment Adviser en la U.S. Securities and Exchange Commission. Su domicilio social se encuentra en 46 St. Stephen's Green, Dublín 2, Irlanda.

Comgest Far East Limited está regulada por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. Comgest Asset Management Japan Ltd. está regulada por la Agencia de Servicios Financieros de Japón (registrada en la Oficina Financiera Local de Kanto (nº Kinsho1696)).

Comgest US L.L.C está registrada como asesor de inversiones en la U.S. Securities and Exchange Commission.

Comgest Singapore Pte Ltd, es una Sociedad Gestora de Fondos Autorizada y Asesor Financiero Exento (para Inversores Institucionales y Acreditados) regulada por la Autoridad Monetaria de Singapur.

Los profesionales de la inversión que figuran en este documento son empleados de Comgest S.A., Comgest Asset Management International Limited, Comgest Far East Limited, Comgest Asset Management Japan Ltd. o Comgest Singapore Pte. Ltd.

Sólo para el Reino Unido:

Este comentario no está siendo distribuido por, ni ha sido aprobado a los efectos de la sección 21 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000 (FSMA) por una persona autorizada en virtud de la FSMA. Este comentario se comunica únicamente a personas que sean profesionales de la inversión a las que se aplique el artículo 19(5) de la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (la FPO). Las Inversiones están disponibles únicamente para profesionales de la inversión, y cualquier invitación, oferta o acuerdo de compra se realizará únicamente con profesionales de la inversión. Toda persona que no sea un profesional de la inversión no deberá basarse en este comentario ni en ninguno de sus contenidos, ni actuar en consecuencia. Las personas en posesión de este documento deben informarse de cualquier restricción pertinente. Ninguna parte de este comentario debe publicarse, distribuirse o ponerse a disposición de cualquier otra persona, en su totalidad o en parte.

Sólo para Australia:

Comgest Far East Limited está regulada por la Comisión de Valores y Futuros bajo las leyes de Hong Kong, que difieren de las leyes australianas. Comgest Far East Limited está exenta del requisito de poseer una licencia de servicios financieros australiana en virtud de la Ley de Sociedades Australianas con respecto a los servicios financieros que presta. Este comentario está dirigido únicamente a «clientes mayoristas» y no está destinado a «inversores minoristas» (tal y como se definen en la Ley de Sociedades Anónimas de Australia) ni debe ser utilizado por éstos.

Comgest Singapore Pte. Ltd. está regulada por la Autoridad Monetaria de Singapur en virtud de las leyes de Singapur, que difieren de las leyes australianas. Comgest Singapore Pte. Ltd. está exenta de la obligación de poseer una licencia australiana de servicios financieros en virtud de la Australian Corporations Act con respecto a los servicios financieros que presta. Este comentario está dirigido únicamente a «clientes mayoristas» y no está destinado a «inversores minoristas» (tal y como se definen en la Australian Corporations Act) ni debe ser utilizado por éstos.

comgest.com

AMSTERDAM
BOSTON
BRUSSELS
DUBLIN
DUSSELDORF
HONG KONG
LONDON
MILAN
PARIS
SINGAPORE
SYDNEY
TOKYO
VIENNA