Ni activa ni pasiva, TEMÁTICA: El caso del software y la IA

LA INVERSIÓN TEMÁTICA TIENE LA VIRTUD DE CONTAR CON NARRATIVAS ATRACTIVAS, QUE SE VENDEN SOLAS. PERO DE LOS TRES MOTORES BÁSICOS QUE EXPLICAN CUALQUIER INVERSIÓN, LA TEMÁTICA, A MENUDO, FALLA EN DOS

TEXTO Andrés Allende Rodríguez-Losada
Managing Partner PARADIGMA VALUE CATALYST (A&G GLOBAL INVESTORS)

LA INVERSIÓN TEMÁTICA no es verdaderamente inversión activa, ni tampoco pasiva. Se parece más al "asset alocation", que al fin y al cabo es toma de decisiones, aunque sea a vista de pájaro. El problema con el método temático es que asume los riesgos de i) llegar tarde a la fiesta, y ii) quedarse en la superficie de lo que realmente importa. De este modo, de los tres motores básicos que explican la rentabilidad de cualquier inversión (mejora en los beneficios, mejora en valoración, y dividendo), la inversión temática a menudo falla en dos. Cuando se llega tarde, se compra caro, cuando el smart money pasa "la patata caliente"; (o se vende barato, tirando la toalla que recogen los que invierten a la contra). Y cuando no se profundiza suficiente, y se invierte en base a titulares que suenan bien y tienen sentido, se obvia la disciplina que confirma que todo ello redunde en más y mejores beneficios según el contexto de lo invertido. El dividendo, a menos que se trate de fondos de inversión temática en busca de distribución, normalmente ni se considera. Y sin embargo, el truco en inversión está en que los tres motores funcionen favor, y ninguno en contra.

> "La inversión pasiva, a través de ETF y temáticas, ponía el foco en los relatos, no en las valoraciones. Y ahora, ante el estruendo de la IA, vende sin freno lo que hasta hace poco compraba sin reparos"

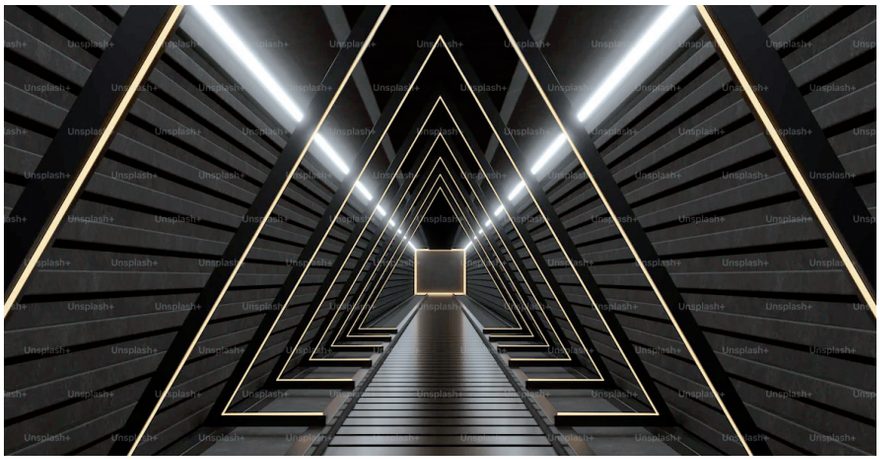
¿QUIÉN NO QUERRÍA PARTICIPAR?

La inversión temática tiene la virtud de contar con narrativas atractivas, que se venden solas. Por ello sus grandes impulsores suelen ser los departamentos comerciales. ¿Quién no querría formar parte de la revolución de la IA, la extensión de la longevidad de la humanidad, la reducción de emisiones en el planeta, o el impulso a

INVERSIÓN ACTIVA BBB.indd 32 13/04/26 12:38

la urbanización que reducirá la pobreza en el mundo? Pero al construir la casa por el tejado, o "top down", como se denomina en la industria de inversión, uno se aleja de los tres motores de rentabilidad ya mencionados. La inversión top down tiene todo el sentido para estrategias macro. Pero conocedores de las limitaciones de tomar posiciones a favor o en contra en sistemas tan complejos como lo son las economías globales, los inversores macro casi siempre se limitan a invertir en tipos de interés, divisas, índices de bolsa, y tal vez algo en materias primas. Sabiendo lo difícil que es atinar, y teniendo en cuenta que acertar el 60% de las veces implica fallar el 40%, tomar posiciones temáticas donde haya que acertar por ejemplo tan sólo 3x veces (tipos al alza o baja, aceleración de ventas respecto a lo que espera el consenso y mejora geopolítica),

> "El mercado ha disparado primero. Ya hará las preguntas después. Y en 6 meses las acciones de software han caído entre un 25 y un 50%"



matemáticamente implica un acierto del 21%...y una probabilidad de fallo del 79%. Con suerte, tal vez se acierte en unas y se falle en otras...y así todo queda en tirar una moneda al aire.

RESULTADOS SÓLIDOS, TODAVÍA

Un ejemplo de todo lo anterior que se está sufriendo en el mercado a día de hoy es el de la industria del software. Ante el riesgo de que la IA haya dinamitado todo lo que se daba por hecho, y que muchos inversores se encuentren en el lado incorrecto de la historia, en ese 79% equivocado, el mercado ha disparado primero, y ya hará las preguntas después. Los inversores en compañías de software, durante casi más tiempo del que se recuerda, las encumbraron al altar del "crecimiento, el momentum y la calidad". La inversión pasiva, a través de ETFs y temáticas, ponía su foco en los relatos, y no en las valoraciones. El software se iba "a comer el mundo", como decía el gran inversor en venture capital Marc Andreesen. Y de ese modo, comprando a "valoraciones premium", se impedía que uno de los tres motores de la rentabilidad funcionara a favor, y hasta se abría la puerta a que funcionara en contra. Aquello fue la siembra de los vientos. Y a continuación llegó la cosecha de las tempestades. Ante el estruendo de la IA, los inversores pasivos, que por definición se quedan en la superficie de los fundamentales, venden sin freno lo que hasta hace poco compra-

SOFTWARE: ALGO MÁS QUE CÓDIGO Y ALGORITMOS

TEXTO Jeremy Gleeson
CIO Global Technology Equity (Allianz)

Allá por 2011, Marc Andreessen, empresario del sector del software e inversor de capital riesgo, afirmó que «el software se está comiendo el mundo». En el periodo posterior, que se prolongó durante más de una década, las empresas de software prosperaron y disfrutaron de un crecimiento boyante, una gran generación de efectivo y beneficios.

A principios de este año se informó de que Jensen Huang, director ejecutivo de NVidia, había afirmado que «la IA se va a comer al software», aunque más tarde aclaró que la IA actuará más bien como una herramienta para el software que como un sustituto total del mismo. Además, la empresa de IA Anthropic anunció varios productos que se consideraron amenazas potenciales para la industria del software.

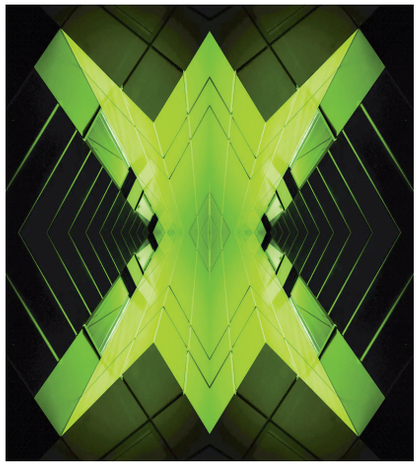
Las acciones del sector del software han tenido un comportamiento débil durante los dos primeros meses del año y se ha informado ampliamente de su bajo rendimiento en comparación con las acciones de semiconductores. Las preocupaciones sobre el valor futuro de los ingresos y las valoraciones de las empresas del sector del software han pesado mucho, y un informe reciente de Citrini Research titulado «The 2028 Global Intelligence Crisis» (La crisis mundial de la inteligencia de 2028) provocó una nueva ola de ventas.

Sin embargo, desde entonces, los precios de las acciones del sector del software se han recuperado. Es probable que el debate entre la IA y el software continúe.

El sector del software tiene un historial de saber reinventarse cuando es necesario. Por ejemplo, a principios de la década de 2000, cuando se inició el cambio del software cliente-servidor local, que se vendía mediante licencias, a un enfoque de software como servicio basado en la nube, vendido mediante suscripciones; esta transición fue un gran éxito y propició la adopción generalizada del software en muchos sectores.

No queremos caer en la complacencia y sugerir que la IA no tiene el potencial de ejercer un impacto significativo en el sector del software. Pero, al mismo tiempo, somos conscientes de que muchas empresas de software aportan algo más que «código y algoritmos» a la relación que mantienen con sus clientes, ya que la comprensión de los flujos de trabajo y el conocimiento del sector son componentes importantes para el éxito en este ámbito.

INVERSIÓN ACTIVA BBB.indd 33 13/04/26 12:38



a las de menor tamaño, el impacto del miedo en sus cotizaciones ha sido realmente dramático, con caídas de entre -25% a -50% en los últimos 6 meses.

¿HASTA DÓNDE DEBEN CAER?

Para que tales caídas tengan sentido, hace falta que el impacto sobre los fundamentales de sus negocios sea material. De hecho, algunos sugieren que el futuro de estas grandes compañías no es el de grandes inversiones, sino algo más similar al de compañías de prensa escrita, desde que llegó internet. Para que un inversor activo, fundamental, y por qué no, un inversor value, pueda plantearse invertir en algunos de estos negocios debería dar respuesta a algunas cuestiones.

1.- Respecto a sus ventas, ¿van a sufrir presión en precios, debido a una competencia cada vez mayor, fruto de la facilidad de programar, por competidores, o incluso a nivel interno, por sus propios clientes?

2.- De nuevo, respecto a sus ventas, si sus clientes pueden ser mucho más eficientes gracias a la IA, y construir agentes, ¿qué impacto tendrá en el volumen, o el número de licencias, y por lo tanto en sus ventas recurrentes? ¿O, cómo se soluciona la nueva incógnita, sobre su modelo de facturación…hacia el número de tokens/ por número de accesos…o cómo?

3.- Como compensación, ¿son capaces las empresas de software de recortar sus costes, o la competencia exige más productividad, por el mismo precio?

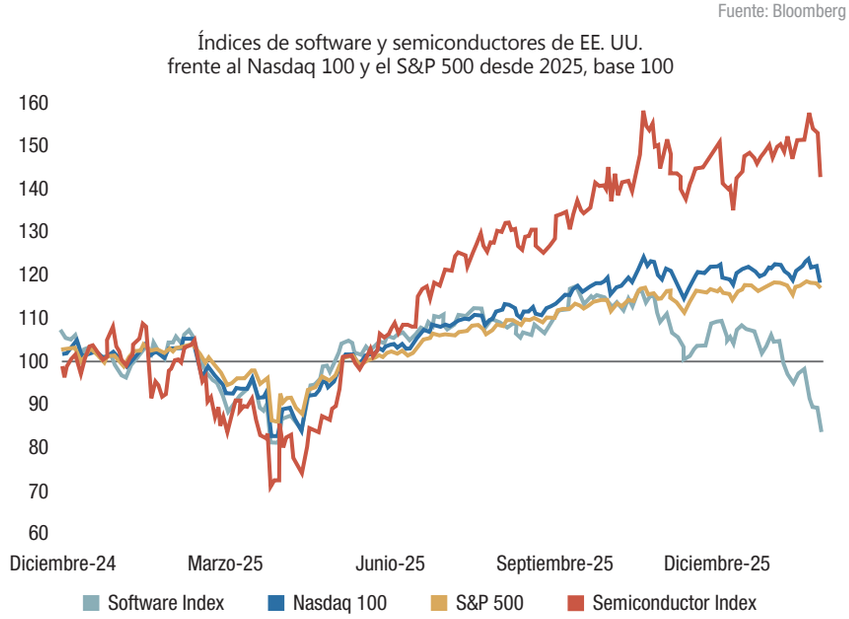
4.- Y si es cierto que la competencia es mayor, y por lo tanto la calidad del negocio es peor, ¿se reducen las barreras al cambio por parte de los clientes?

5.- Finalmente, en base a lo anterior, ¿hasta dónde deben caer las ratios de valoración, desde los niveles de partida, que reflejaban sólidos oligopolios, ventas recurrentes y tasas de crecimiento por encima del PIB?

Lo contrario de vender, no es comprar, también cabe no hacer nada. Y habrá muchos casos donde lo anterior aún ni siquiera tenga respuesta. Pero el mercado claramente ofrece alguna ineficiencia. Parece excesivo que se preocupe a la vez por el exceso de inversión en IA, y su falta de rentabilidad a futuro, mientras teme precisamente la potencia de tal impacto, que destruiría la industria del software, y del mismo modo, la de gestión patrimonial, anuncios clasificados, medios de comunicación, consultoría, seguros…y varias más. Por suerte o por desgracia, para no ser presa del pánico en el mercado, no hay más remedio que invertir en base a fundamentales, a la contra, sabiendo bien qué se compra, y por qué, y dentro de un horizonte temporal razonable. La inversión activa, en directo o de la mano de algún equipo de confianza, cumple bien esta receta. Respecto al método pasivo, cuanto más pasivo, y más barato, mejor. Y la paciencia, que tampoco falte, porque el mercado acaba siendo eficiente, pero a menudo es lento.

EL SECTOR DEL SOFTWARE CONTINÚA TENIENDO UN RENDIMIENTO SIGNIFICATIVAMENTE INFERIOR AL DEL RESTO DEL SECTOR TECNOLÓGICO

Fuente: Bloomberg



ban sin reparos. Su trabajo no es analizar y juzgar, y son presa fácil de las emociones, en este caso, del miedo.

El argumento contra el software es rápido y sencillo. Y, sobre todo, como tantos argumentos en negativo, difícil demostrar el contrario, salvo con el paso del tiempo. El mercado hoy teme que la IA, que se ha confirmado como una herramienta muy potente para programar, será terrible para el software. Los resultados empresariales en software siguen siendo muy sólidos, pero el miedo a que se cumpla lo anterior hace que el mercado no atienda a razones. Desde las compañías más monopolísticas,

> "El mercado se preocupa a la vez por el exceso de inversión en IA -y su falta de rentabilidad a futuro- y por la potencia de su impacto en la industria del software, la gestión patrimonial, los medios, los seguros…"

INVERSIÓN ACTIVA BBB.indd 34 13/04/26 12:38