Xavier Brun, TREA AM

"El 90% de nuestro fondo son compounders de calidad, sacamos 15 puntos de ventaja a nuestros competidores"

Entrevistamos a Xavier Brun, director de Renta Variable de Trea AM, para analizar la situación de los mercados financieros y las perspectivas del sector tecnológico. El gestor destaca que el ritmo inversor en Inteligencia Artificial alcanzará su límite financiero entre 2028 y 2029, advirtiendo de que no ve una burbuja en la valoración de las tecnológicas, pero sí en las expectativas de sus beneficios futuros. En este sentido, señala que para justificar la inversión actual en IA tendrían que crearse 10 Microsofts o 16 Metas nuevas en solo cinco años. Asimismo, defiende la resiliencia del software tradicional y de servicios basados en la confianza humana frente a la irrupción de la IA, y concluye que el capital europeo migra a EE. UU. en busca de beneficios estables frente al perfil excesivamente cíclico del mercado europeo.

23-10-2026, 06:40:00

Manuel López Torrents. de Estrategias de Inversión
Xavier Brun. Director de renta variable europea de TREA AM

- Vídeo completo

¿Cómo están estructuradas las carteras de renta variable de Trea y cuál es su filosofía?

Trea es una de las mayores gestoras independientes de fondos en España, con unos 12.000 millones de euros bajo gestión. Nuestro negocio es principalmente B2B, lo que

significa que nuestros clientes son otras entidades como Mediolanum o Cajamar, aunque también tenemos una pequeña vertical de fondos propios o de autor. De esos 12.000 millones, **aproximadamente un 10% (unos 1.200 millones) corresponden al departamento de equity**. Aquí gestionamos dos estrategias principales: la internacional, que representa el 90% de los activos, y una más pequeña centrada en España.

En la estrategia internacional, la gran mayoría del volumen se destina a nuestros clientes bancarios, pero tenemos un fondo de convicción llamado Trea Global Flexible que concentra nuestra esencia. Mientras en los fondos bancarios mantenemos unas 90 posiciones, en este fondo de convicción gestionamos entre 30 y 40 compañías. Somos **totalmente agnósticos respecto al índice** y a los sectores, entendiéndolos como el resultado de nuestro proceso de inversión.

Tenemos un sesgo muy fuerte hacia compañías de calidad: un 90% son lo que llamamos compounders. El porcentaje restante lo destinamos a negocios más cíclicos, lo que nos diferencia de otros competidores de estilo quality. Lanzamos esta estrategia hace unos 21 meses con rentabilidades positivas acumuladas del 15%, lo que supone s**acarles una media de entre un 15% y un 16% de ventaja a otros fondos comparables**. Estamos muy contentos con el lanzamiento.

¿Está justificado que el Nasdaq siga marcando máximos históricos gracias a la inteligencia artificial?

Desde un punto de vista fundamental, sí está justificado. Nosotros **valoramos una compañía de forma similar a un inmueble**: multiplicando los metros cuadrados por el precio del metro cuadrado. En bolsa, los metros cuadrados son los beneficios y el precio del metro cuadrado es el múltiplo.

Este año vemos que los beneficios de las grandes tecnológicas están creciendo a ritmos del 30%, mientras que los mercados han subido un 15%. Esto implica que el precio por metro cuadrado (la valoración) está en la parte alta, pero no exageradamente cara ni fuera de la realidad.

Para evaluar si esto se mantendrá a futuro, debemos analizar qué hay detrás de este crecimiento del 30%. La causa principal es la Inteligencia Artificial y todo su ecosistema: no solo las 'Siete Magníficas', sino también las compañías industriales que proveen infraestructura, aire acondicionado, cables o energía. Todo este ecosistema se ha visto impulsado por los masivos planes de inversión de los grandes hiperescaladores.

¿Qué cifras de inversión manejan los hiperescaladores y hasta cuándo son sostenibles?

En 2025 los siete principales hiperescaladores invirtieron unos 400.000 millones de dólares. En 2026 están invirtiendo 800.000 millones; para 2027 prevén 1,1 billones de dólares y en 2028 se esperan 1,4 billones. Las estimaciones del consenso asumen que estas cifras se mantendrán o subirán hasta 2030.

Sin embargo, hay que preguntarse de dónde sale el dinero. Grandes tecnológicas como Microsoft, Amazon, Meta u Oracle generan abundante caja con sus negocios tradicionales, pero este 2026 sus flujos de caja libres consolidados han llegado a cero. Esto significa que los 800.000 millones invertidos agotan su generación interna de caja.

Par**a pasar a los 1,1 billones en 2027 o 1,4 billones en 2028, necesitarán financiación externa**: deuda bancaria, emisión de bonos o ampliaciones de capital (equity). Ya estamos viendo cómo se duplica la emisión de bonos y se realizan grandes ampliaciones de capital, como la de Alphabet por 80.000 millones previa a la salida de SpaceX, o los planes de Anthropic y OpenAI.

Calculamos que el límite de endeudamiento razonable se situará en torno a 3 veces Ebitda. Con las métricas actuales, ese techo de financiación se alcanzará entre 2028 y 2029. A partir de ahí, las inversiones tendrán que reducirse como mínimo al nivel del flujo de caja generado. Por tanto, las expectativas de crecimiento continuo del 30% pueden no ser realistas a largo plazo.

¿Existe entonces una burbuja en torno a la inteligencia artificial?

No vemos una burbuja en las valoraciones actuales (Nvidia cotiza a un PER razonable de 24 veces), pero sí creemos que hay una burbuja en las expectativas de beneficios futuros. Esto se debe a un fenómeno de **"marginalidad del beneficio".** Es como intentar meter a 200 personas en un avión de 100 plazas: los billetes se encarecen drásticamente porque la demanda supera a la oferta.

Hoy existen cuellos de botella que elevan temporalmente los márgenes de los proveedores. Cuando aumente la capacidad de producción para cubrir la demanda, los precios y los márgenes marginales bajarán.

¿Se siguen aplicando los criterios tradicionales de valoración a este tipo de empresas?

Sí, en las empresas cotizadas consolidadas los criterios siguen siendo los de siempre: beneficios, flujo de caja y endeudamiento. Cosa distinta son las valoraciones en el segmento deep growth o privado (OpenAI, Anthropic, SpaceX), donde aún no hay beneficios que justifiquen su valor y se recurre al Total Addressable Market (TAM). Se proyecta, por ejemplo, que las aplicaciones de IA generarán 22 billones de dólares de negocio (el equivalente al PIB de EE.UU.).

Si dividimos 22 billones entre los 8.000 millones de habitantes del planeta, resulta que **cada persona del mundo tendría que gastar unos 2.400 dólares anuales (unos 200 dólares al mes) en inteligencia artificial**. Si a la gente le cuesta pagar 15 dólares por Netflix, dudo que el ciudadano medio vaya a gastar 200 dólares al mes en IA.

Si analizamos el retorno necesario para justificar los 4.000 o 5.000 mil millones que los hiperescaladores habrán invertido acumuladamente para 2028, se tendrían que crear entre 10 Microsofts o 16 Metas nuevas en los próximos cinco años para mantener los márgenes actuales. Es una hipótesis matemáticamente muy difícil de cumplir.

¿Exige este entorno un cambio de modelo para mejorar la renta per cápita y la productividad en Europa?

Absolutamente. Joseph Schumpeter acuñó hace más de 80 años el concepto de "destrucción creativa". Desde la Revolución Industrial o la llegada del automóvil hasta la irrupción de Internet, todas las grandes transformaciones han generado temor al desempleo. Sin embargo, hoy **estamos en mínimos históricos de desempleo global.**

La tecnología no destruye el empleo de forma masiva, sino que transforma las tareas. Un estudio reciente en EE.UU. analizaba el impacto de la IA no por puestos de trabajo, sino por las tareas diarias que los componen. Ocurrió con los radiólogos: se decía que desaparecerían, se formaron menos profesionales y hoy faltan radiólogos porque la IA solo asumió la automatización de ciertas tareas, no la función completa.

Con la IA ocurre algo similar a las macros de Excel: democratiza la programación simplificando instrucciones, pero la complejidad sigue requiriendo tiempo, supervisión y estructura. Por ello, las empresas de software seguirán siendo necesarias para integrar estas soluciones.

¿Cómo influye el perfil cultural y económico de cada región en el desarrollo empresarial?

Hay un matiz fundamental en los orígenes de la riqueza. En Estados Unidos **se premia el éxito temprano**: las mayores fortunas son jóvenes que empezaron desde cero en un garaje. En Europa, las grandes fortunas suelen ser dinásticas y generacionales.

Esta diferencia cultural permite que en EE.UU. crezcan empresas de perfil compounder (con beneficios estables y crecientes año tras año, como el S&P 500). En cambio, el índice europeo (Stoxx 600) está compuesto por negocios mucho más cíclicos: banca, química, automoción e industria. Al ser sectores cíclicos, el mercado les aplica múltiplos de valoración más bajos. Para corregir esto, Europa debe dar más libertad al pensamiento emprendedor, eliminar trabas burocráticas a la creación de empresas y fomentar un ecosistema que permita el desarrollo de compañías con ventajas competitivas sostenibles.

¿Qué sectores se beneficiarán cuando se modere la inversión masiva en infraestructura de IA?

Conviene analizar primero dónde no va a irrumpir la inteligencia artificial. Quedarán al margen las actividades muy intensivas en mano de obra física (hasta que llegue la robótica avanzada, como en la agricultura) y los servicios donde la confianza humana sea determinante.

Donde la IA sí irrumpe es en la velocidad de procesamiento de datos. No creemos que el software tradicional vaya a desaparecer, ni tampoco sectores como los corredores de seguros. Una cosa es contratar una póliza personal en un comparador web y otra asegurar todos los riesgos corporativos de una multinacional como Repsol; eso no se va a delegar en un agente conversacional.

Además, las grandes tecnológicas tienen tanta caja y tal volumen de clientes que, si surge una innovación o startup que amenace su negocio, simplemente la comprarán o copiarán el servicio integrándolo en su propio ecosistema. Sucedió con Zoom cuando Microsoft y Google potenciaron Teams y Meet dentro de sus paquetes de usuario. Por tanto, **los grandes ganadores de este proceso seguirán siendo los grandes actores consolidados**.

¿Ha perdido Europa definitivamente la batalla de la productividad frente a Estados Unidos?

Es un problema de fondo difícil de revertir a corto plazo. El capital busca la estabilidad del crecimiento de beneficios que ofrece el mercado estadounidense. Parte del dinero

europeo se va a financiar el crecimiento en EE.UU., y luego ese mismo capital regresa para comprar activos en Europa.

Si Europa quiere reengancharse, debe reducir las trabas normativas, flexibilizar la creación de empresas y construir un ecosistema atractivo que no penalice al emprendedor. Sin un cambio estructural en las políticas públicas, la brecha seguirá abriéndose.