

¿Cómo los factores explican la rentabilidad en renta variable?

La rentabilidad que obtiene un inversor en renta variable puede venir explicada por el negocio de la compañía, y a veces también por *factores externos* que pueden afectar a su valoración.

En esta nota técnica vamos a abordar **cuáles son los factores, por qué importan como inversor y cómo los integramos en CI Gestión**.

¿Cuáles son estos factores?

- **Crecimiento (growth)**: compañías de moda o con potencial de crecer mucho.
- **Valor (value)**: buen precio por delante de todo.
- **Calidad (quality)**: flujos estables y baja deuda.
- **Baja volatilidad (low vol)**: cae menos en las correcciones.
- **Momentum**: seguir la tendencia del mercado.
- **Tamaño (size)**: prima por capitalización o liquidez.

Estos factores funcionan como el “ADN”, una vez invertido en una compañía te expones a uno o más factores que explicaran parte de la rentabilidad de la inversión.

Desde hace décadas, economistas y académicos han intentado medir y desglosar de dónde procede la rentabilidad de una acción, pero no fue hasta principios de los noventa, que **Fama** y **French** dieron un salto importante y mostraron que gran parte de las diferencias de rentabilidad entre distintas carteras no se explican solo por “estar invertido en bolsa”, sino por las distintas exposiciones sistemáticas. Para ello, imaginemos en un entorno macroeconómico recesivo dos carteras con acciones distintas y pesos distintos, pero ambas cargadas de empresas value (por ejemplo, bancos o sectores cíclicos). Aunque no comparten los mismos nombres, es razonable esperar que ambos tendrán un comportamiento parecido y en cambio tendrían un comportamiento no necesariamente similar si la cartera estuviera compuesta únicamente de empresas de baja volatilidad, calidad, growth o de baja capitalización.

Siguiendo con el mundo académico, **Carhart** en 1997, incorporó el factor momentum, capturando una realidad que muchos inversores han visto mil veces y es que el mercado no siempre ajusta las expectativas de golpe y a veces las tendencias duran más de lo que creemos y se forman ciclos mucho más largos. Finalmente, en 2015, **Fama** y **French** ampliaron su modelo con dos piezas adicionales que, a nivel intuitivo, encajan muy bien con la filosofía de **Caja Ingenieros Gestión**, se tratan de la *rentabilidad operativa* y de la *gestión del capital* por parte de los directivos.

En términos simples: las empresas más rentables tienden a hacerlo mejor, y las que invierten de forma muy agresiva y dudoso valor añadido tienden a ofrecer rentabilidades inferiores. Para formalizarlo todo, lo plasmaron con la siguiente ecuación:

$$R_i - R_f = \alpha + \beta_{MKT}(MKT - RF) + \beta_{SMB}(SMB) + \beta_{HML}(HML) + \beta_{RMW}(RMW) + \beta_{CMA}(CMA) + \epsilon$$

Sin entrar profundamente en la ecuación, los cinco factores del modelo quedan así:

-**MKT-RF (Mercado – Activo libre de riesgo)**: el exceso de rentabilidad del mercado sobre el activo libre de riesgo por ejemplo el Euribor. Es el “precio” o la prima de estar expuesto a los activos de riesgo, en este caso la bolsa.

-**Factor Tamaño: SMB (Pequeña capitalización – Grande capitalización)**: la diferencia de rentabilidad entre empresas pequeñas y empresas grandes.

-**Factor Value: HML (Acciones baratas (value) – Acciones caras (growth))**: la rentabilidad de acciones baratas menos la de acciones caras o “growth”.

-**Factor Calidad: RMW (Empresas de calidad – Empresas de baja calidad)**: empresas con beneficios más robustos tienden a comportarse mejor que las de rentabilidad débil y **CMA (Conservadores - Agresivos)**: empresas con inversión más conservadora (disciplina) frente a las que invierten agresivamente, porque muchas veces “crecer en activos” no es lo mismo que crear valor para el accionista.

En esta nota usaremos el modelo de Fama & French como base, porque resume bastante bien los grandes factores que se repiten en el tiempo y afectan a dichas compañías de una forma u otra. En un año concreto, tu cartera puede hacerlo bien no porque “hayas elegido genial las compañías”, sino porque ese año te han favorecido exactamente tu combinación de factores. Y puedes hacerlo mal, por lo contrario, aunque las compañías sean buenas.

1. Tamaño (size)

El factor tamaño mide de forma muy simple, si las compañías pequeñas (small caps) han ofrecido más rentabilidad que las compañías grandes (large caps). **Fama y French** argumentan que el tamaño puede ser una señal de riesgos macroeconómicos no observados o de riesgos no diversificables, ya que las pequeñas son más frágiles ante los shocks económicos y por eso, a largo plazo, los inversores deberían *exigir una prima*.

Las small caps suelen ser menos líquidas, con mayor sensibilidad al acceso al crédito, con bases de capital más pequeñas y, en promedio, con beneficios más volátiles y mayor incertidumbre sobre los flujos de caja futuros. En expansión tienden a tener mejor comportamiento (más apalancamiento operativo/financiero y más “beta de ciclo”), pero en las correcciones económicas sufren más, precisamente por esa vulnerabilidad. Esa sería la lógica de por qué el factor tamaño, en parte es una compensación por riesgo de ciclo. Muchas small caps tienen menos cobertura de analistas y esa menor atención puede aumentar la dispersión de precios y el riesgo percibido por parte de los inversores.

En fases como las que hemos vivido en los últimos años más recientes, el mercado ha premiado a las empresas grandes, líquidas y con narrativas fuertes. De hecho, la concentración del S&P 500 ha subido muchísimo en la última década, donde el peso de las 10 mayores pasó de 17,9% a finales de 2015 a 39% a finales de 2025. Por tanto, el factor tamaño no ha funcionado en la última década a favor de las pequeñas compañías.



2. Valor (Value)

Cuando pensamos en value, pensamos en **Warren Buffett** o la frase típica de comprar barato. Las acciones pueden encontrarse “baratas” en relación alguna variable fundamental, como los beneficios, las ventas, o también los activos, y deberían comportarse mejor en el largo plazo que las compañías caras, aunque no tiene un comportamiento lineal.

Las empresas value suelen estar más cerca de la parte difícil del ciclo económico, por ejemplo, pensemos en el sector del automóvil o el industrial, que son negocios más cíclicos, con más presión competitiva, márgenes en revisión o balances más tensionados. En otras palabras, a veces, una compañía nos puede parecer barata por alguna métrica, pero el mercado y los inversores están descontando problemas reales que pueda tener la compañía en el largo plazo.

Cuando el value funciona, casi siempre hay algo detrás que cambia el relato del mercado, se normalizan márgenes, mejora el ciclo, baja la presión financiera o, simplemente, el mercado deja de castigar un sector. Es decir, el value no suele ganar por “magia”, sino porque el entorno deja de ser hostil para compañías más cíclicas o más tensas de balance.

3. Momentum

El factor momentum es, literalmente, la idea de seguir la tendencia del mercado. Los activos que lo han hecho bien (y mal) en el pasado reciente tienden a seguir haciéndolo bien (y mal) durante un tiempo prolongado. Es una de las anomalías más persistentes del mercado porque, en la práctica, el mercado no ajusta expectativas de golpe, sino que la información y los flujos se van digiriendo y por eso se alargan las tendencias en el tiempo. No hay duda que mientras hay tendencia, el momentum funciona bien, pero cuando el mercado gira de forma brusca (lo que era ganador se convierte en perdedor), puede sufrir caídas fuertes en poco tiempo.

Y además tiene un problema muy terrenal: para capturarlo tienes que rotar bastante la cartera, y esa rotación implica comisiones, horquillas en los diferenciales de compra/venta e impuestos.

También es un factor que se mezcla con la concentración del mercado, como lo hemos visto antes con el factor size, donde unas pocas compañías dominan el índice y llevan años subiendo y liderando el comportamiento y el propio índice se ha vuelto “puro momentum” porque las ganadoras pesan cada vez más.

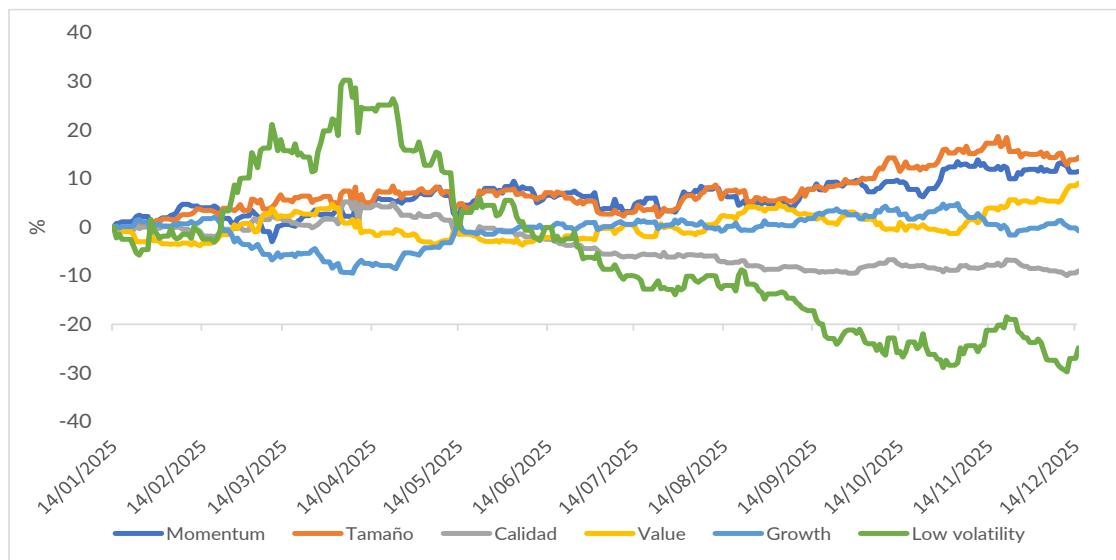
Por contextualizar, desde el lanzamiento de ChatGPT (30 de noviembre de 2022), se ha visto una versión muy clara de por qué existe el momentum y por qué a veces parece “imbatible”: un puñado de compañías relacionadas con la IA han concentrado gran parte del rendimiento del índice. En una nota de JPMorgan AM (“Eye on the Market”), Michael Cembalest cuantifica que las acciones ligadas a IA han explicado aproximadamente el 75% de la rentabilidad del S&P 500 desde ese momento (y, además, alrededor del 80% del crecimiento de beneficios y el 90% del crecimiento del gasto en capital).

4. Baja volatilidad (Low volatility)

El factor low volatility captura el exceso de rentabilidad de las acciones con menor volatilidad, baja beta o riesgo sistemático (el que es más difícil diversificar). Las estrategias de baja volatilidad tienden a tener fuerte exposición al factor calidad en el tiempo y menos exposición a compañías growth. La intuición es casi de sentido común: si caes menos en las correcciones de mercado, necesitas menos rentabilidad después para volver al punto de partida gracias a la matemática del interés compuesto.

Pero en mercados alcistas, el factor low volatility es normal que se quede rezagado. Durante el año pasado, con las tensiones comerciales que vivimos en el mes de abril, el factor funcionó

perfectamente, en cambio cuando el mercado recuperó es el factor con peor comportamiento en 2025. El factor momentum y tamaño son los que mejor comportamiento tuvieron.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg.

5. Calidad (Quality)

Para definir calidad, utilizaremos las directrices de **Peter Seilern** y en su libro *Tan solo los mejores lo logran* donde escribió las reglas para definir si una empresa es de calidad o no. Las reglas más importantes serían:

a. Que el modelo de negocio sea escalable

Un negocio de calidad debe poder crecer sin que sus costes crezcan al mismo ritmo. Es decir, que pueda aumentar ventas y beneficios en el futuro sin necesitar duplicar estructura o inversión. Por eso importa tanto que opere en mercados con crecimiento estructural (no solo un rebote cíclico).

b. Mayor crecimiento que la media de su sector y que posea ventajas competitivas

Para demostrar que una compañía es superior al resto de su competencia, esta debe mostrar un crecimiento superior al de sus competidores, ya que esto nos indicará que la empresa está ganando cuota de mercado contra los competidores, una señal que demuestra la superioridad de su producto frente al resto. Una ventaja competitiva es aquella barrera que protege a las empresas de sus competidores y mantener unos elevados retornos sobre el capital.

c. Baja intensidad de capital junto a un elevado RoCe (Retorno sobre el capital empleado)

Las compañías de baja intensidad de capital son aquellas que no dependen de grandes inversiones en activos fijos como maquinaria o edificios para llevar a cabo su actividad operativa. A diferencia de las empresas de elevada intensidad en capital como serían las del sector industrial o energético, las compañías de baja intensidad en capital no deben reinvertir constantemente sus beneficios que generan para el mantenimiento de sus activos, por eso estas suelen poseer un RoCe más elevado.

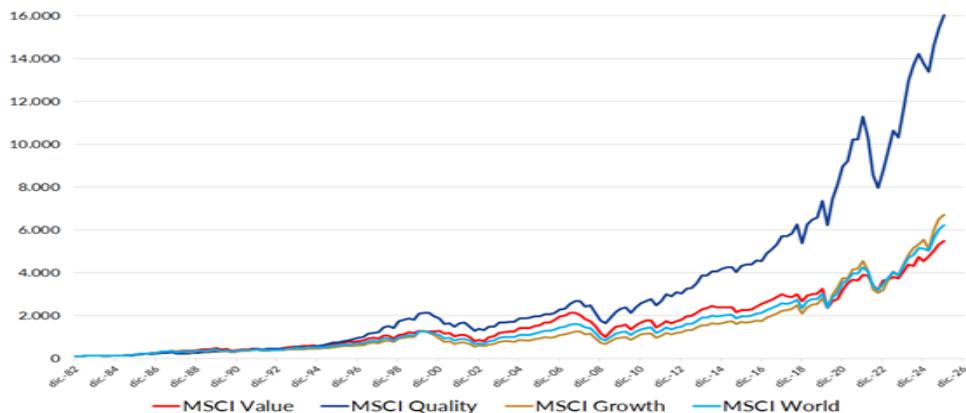
d. Balances sólidos

Una empresa puede tener un gran negocio, pero un mal balance puede arruinarlo todo. Deuda alta significa dependencia de refinanciación, vulnerabilidad a subidas de tipos y poco margen de maniobra en crisis. Una compañía de calidad debería tener capacidad de aguantar un entorno adverso sin diluir al accionista ni tomar decisiones desesperadas.

e. Equipo directivo excepcional

La calidad no es solo lo que hace el negocio, sino cómo lo gestionan. Un buen equipo directivo asigna bien el capital: reinvierte cuando hay retornos atractivos, compra cuando tiene sentido, y devuelve capital al accionista cuando no hay oportunidades claras. Y lo más importante, que esté alineado con el accionista (incentivos, comunicación y disciplina).

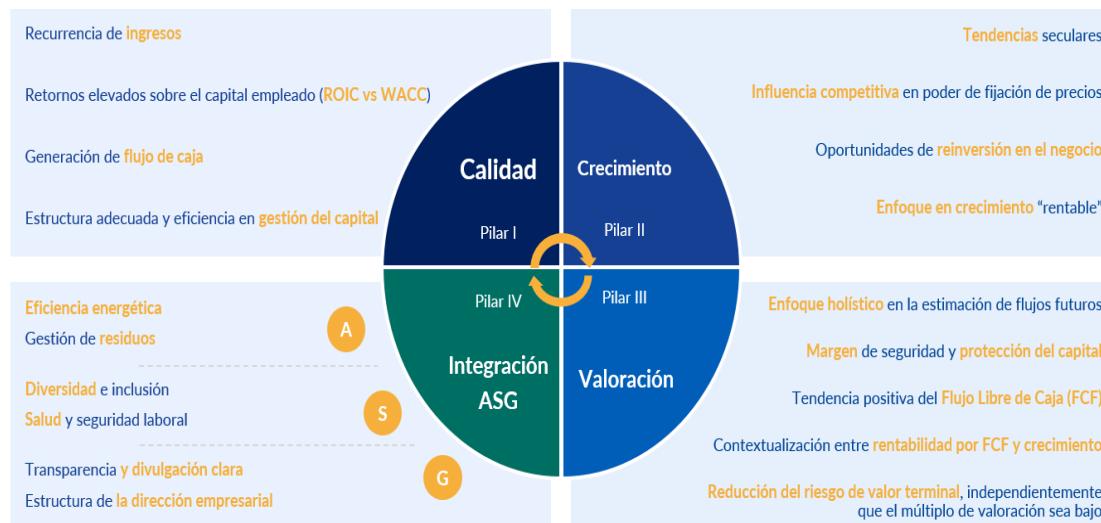
Sin duda el factor calidad (quality) ha sido el que mejor comportamiento ha tenido, pero siempre dependerá del horizonte que utilicemos:



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg

Una vez entendido el mapa de factores, lo importante es aterrizarlo en una filosofía real de gestión.

En **Caja Ingenieros Gestión** no invertimos persiguiendo el “factor ganador” del año. Construimos carteras con una lógica consistente, donde el objetivo es claro: capturar rentabilidad a largo plazo sin depender de modas, evitando riesgos estructurales y protegiendo el capital cuando el mercado se complica. Construimos nuestras carteras sobre cuatro pilares estratégicos que definen tanto nuestra forma de invertir como nuestra propuesta de valor.



Pilar I: Calidad.

Compañías con modelos de negocio sólidos, ventajas competitivas defendibles y capacidad de generar de forma recurrente una alta rentabilidad sobre el capital. Buscamos negocios bien gestionados, con balances sanos y generación de caja estable.

Ejemplos como **Microsoft**, **Visa**, **EssilorLuxottica** o **S&P Global** encajan en esta filosofía: liderazgo en sus segmentos, resiliencia en distintos entornos y potencial de creación de valor sostenido en el tiempo en áreas como software, salud, medios de pago o servicios de información financiera.

Pilar II: Crecimiento.

Crecimiento estructural, pero entendido con matices: no nos interesa crecer “por crecer”, sino hacerlo de forma rentable y sostenible. Por eso invertimos en compañías expuestas a grandes transformaciones de largo plazo como la digitalización, la transición energética o la modernización de la economía.

TSMC (semiconductores avanzados), **MercadoLibre** (comercio digital e inclusión financiera en Latinoamérica) o **Iberdrola** (liderazgo en renovables) son ejemplos de crecimiento con motor estructural y disciplina operativa.

Pilar III: Valoración.

Una gran empresa puede convertirse en una mala inversión si se compra a un precio que no deja margen de seguridad. Por eso aplicamos disciplina: preferimos perder parte del tramo final de una euforia antes que pagar múltiplos que ya descuentan un escenario perfecto.

En esa línea, hemos optado por mantenernos al margen o claramente infraponderados en casos como **Tesla**, **ExxonMobil** o **Palantir**, donde vemos una combinación de valoraciones exigentes y dudas relevantes (ya sea por sostenibilidad del modelo, calidad del retorno o aspectos de gobernanza).

Pilar IV: Integración ASG.

Aplicada de forma transversal y con criterio. No es un “sello” ni un filtro cosmético, forma parte del análisis financiero y condiciona qué compañías entran en cartera y cuáles no. Además, lo acompañamos con diálogo activo con las empresas, porque muchas veces el riesgo (o la oportunidad) está en la gobernanza, en cómo gestionan el capital o en cómo afrontan impactos ambientales y sociales.

Estrategias como **CI Environment ISR** u **ODS Impact ISR** priorizan compañías que aportan soluciones reales en ámbitos como la transición climática, la eficiencia energética o el acceso a servicios esenciales.

Y este enfoque se refleja en los indicadores: a cierre de 2025, *el rating MSCI ASG agregado de la gestora es AA, frente a A del índice MSCI World.*

En resumen, los factores son el “ADN” de tu cartera de renta variable: tamaño, valor, calidad, momentum o baja volatilidad explican buena parte de su comportamiento más allá de los nombres concretos que la forman.

En **Caja Ingenieros Gestión** preferimos construir carteras sobre calidad, crecimiento sostenible, valoración razonable e integración ASG, en lugar de perseguir el factor de moda. Para saber a qué factores estás expuesto, puedes apoyarte en las fichas de los fondos, en el estilo declarado por la gestora y en herramientas como **Morningstar**, que clasifican los productos por estilo, tamaño y sostenibilidad.

Bibliografía

- Bender, J.; Briand, R.; Melas, D.; Subramanian, R. (2013): Foundations of Factor Investing (MSCI).
- Bambaci, J.; Bender, J.; Briand, R.; Gupta, A.; Hammond, B.; Subramanian, M. (2013): Harvesting Risk Premia for Large Scale Portfolios (MSCI).
- Oberoi, R.; Rao, A.; Mrig, L.; Subramanian, R. (2016): One Size Does Not Fit All (MSCI).
- Blitz, D. (2014): How Smart Is 'Smart Beta' Investing?
- Ilmanen, A. (2012): Expected Returns on Major Asset Classes (CFA Institute Research Foundation).
- Mainie, S. (2015): The Story of Factor-Based Investing (S&P Dow Jones Indices).
- IEF (2019): Factor investing, el nuevo paradigma de la inversión.
- <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/global/en/insights/eye-on-the-market/the-blob-amv.pdf>

INFORMACIÓN LEGAL

El informe se ha realizado con la finalidad de proporcionar a los inversores información general sobre valores e instrumentos financieros, a la fecha de emisión del mismo, y está sujeto a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien CAJA INGENIEROS GESTIÓN no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada, incluyendo el documento de información fundamental para el inversor y el folleto completo. Se recomienda leer dichos documentos para poder tomar una decisión fundada sobre la conveniencia de invertir en dichos productos. Puede solicitar dicha documentación a su gerente personal, en cualquier oficina de Caja Ingenieros, en www.cajaingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contenido de los informes en ningún caso constituye una oferta o recomendación de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros a los que se refieren pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión. A tal efecto, CAJA INGENIEROS GESTIÓN, S.A.U., en su condición de emisor del informe, así como CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CRÉDITO, en su condición de comercializador, no se hacen responsables del mal uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en los informes. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

©Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, ni aun citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de CAJA INGENIEROS GESTIÓN, S.G.I.I.C., S.A.U. All rights reserved.