

La rendibilitat que obté un inversor en renda variable pot venir explicada pel negoci de la companyia, i a vegades també per *factors externs* que poden afectar la seva valoració.

En aquesta nota tècnica abordarem **quins són els factors, per què importen com a inversor i com els integrem a CE Gestió.**

Quins són aquests factors?

- **Creixement (growth):** companyies de moda o amb potencial de créixer molt.
- **Valor (value):** bon preu per davant de tot.
- **Qualitat (quality):** fluxos estables i baix deute.
- **Baixa volatilitat (low vol):** cau menys en les correccions.
- **Momentum:** seguir la tendència del mercat.
- **Grandària (size):** prima per capitalització o liquiditat.

Aquests factors funcionen com l' "ADN", una vegada invertit en una companyia t'exposes a un o més factors que expliquen part de la rendibilitat de la inversió.

Des de fa dècades, economistes i acadèmics han intentat mesurar i desglossar d'on procedeix la rendibilitat d'una acció, però no va ser fins a principis dels noranta, que **Fama i French** van fer un salt important i van mostrar que gran part de les diferències de rendibilitat entre diferents carteres no s'expliquen només per "estar invertit en borsa", sinó per les diferents exposicions sistemàtiques. Per a això, imaginem en un entorn macroeconòmic recessiu dues carteres amb accions diferents i pesos diferents, però totes dues carregades d'empreses value (per exemple, bancs o sectors cíclics). Encara que no comparteixin els mateixos noms, és raonable esperar que totes dues tinguin un comportament semblant i en canvi tindrien un comportament no necessàriament similar si la cartera estigués composta únicament d'empreses de baixa volatilitat, qualitat, growth o de baixa capitalització.

Seguint amb el món acadèmic, **Carhart** en 1997, va incorporar el factor momentum, capturant una realitat que molts inversors han vist mil vegades i és que el mercat no sempre ajusta les expectatives de cop i a vegades les tendències duren més del que creiem i es formen cicles molt més llargs. Finalment, en 2015, **Fama i French** van ampliar el seu model amb dues peces addicionals que, a nivell intuïtiu, encaixen molt bé amb la filosofia de **Caixa Enginyers Gestió**, es tracten de la *rendibilitat operativa* i de la *gestió del capital* per part dels directius.

En termes simples: les empreses més rendibles tendeixen a fer-ho millor, i les que inverteixen de forma molt agressiva i amb un dubtós valor afegit tendeixen a oferir rendibilitats inferiors. Per formalitzar-ho, ho van plasmar amb la següent equació:

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

Sense entrar profundament en l'equació, els cinc factors del model queden així:

-MKT-RF (Mercat – Actiu lliure de risc): l'excés de rendibilitat del mercat sobre l'actiu lliure de risc per exemple l'Euribor. És el “preu” o la prima d'estar exposat als actius de risc, en aquest cas la borsa.

-Factor Grandària: SMB (Petita capitalització – Gran capitalització): la diferència de rendibilitat entre empreses petites i empreses grans.

-Factor Value: HML (Accions barates (value) – Accions cares (growth)): la rendibilitat d'accions barates menys la d'accions cares o “growth”.

-Factor Qualitat: RMW (Empreses de qualitat – Empreses de baixa qualitat): empreses amb beneficis més robustos tendeixen a comportar-se millor que les de rendibilitat feble i CMA (Conservadors - Agressius): empreses amb inversió més conservadora (disciplina) enfront de les quals inverteixen agressivament, perquè moltes vegades “créixer en actius” no és el mateix que crear valor per a l'accionista.

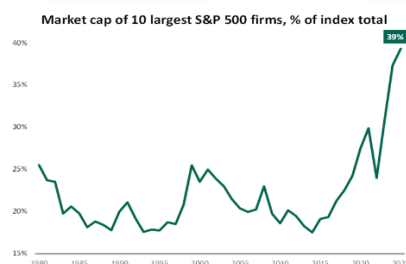
En aquesta nota usarem el model de Fama & French com a base, perquè resumeix prou bé els grans factors que es repeteixen en el temps i afecten aquestes companyies d'una forma o una altra. En un any concret, la teva cartera pot fer-ho bé no perquè “hagis triat genial les companyies”, sinó perquè aquest any t'han afavorit exactament la teva combinació de factors. I pots fer-ho malament, al contrari, encara que les companyies siguin bones.

1. Grandària (size)

El factor grandària mesura de forma molt simple, si les companyies petites (small caps) han ofert més rendibilitat que les companyies grans (large caps). **Fama i French** argumenten que la grandària pot ser un senyal de riscos macroeconòmics no observats o de riscos no diversificables, ja que les petites són més fràgils davant els xocs econòmics i per això, a llarg termini, els inversors haurien *d'exigir una prima*.

Les small caps solen ser menys líquides, amb major sensibilitat a l'accés al crèdit, amb bases de capital més petites i, de mitjana, amb beneficis més volàtils i major incertesa sobre els fluxs de caixa futurs. En expansió tendeixen a tenir millor comportament (més palanquejament operatiu/financer i més “beta de cicle”), però en les correccions econòmiques pateixen més, precisament per aquesta vulnerabilitat. Aquesta seria la lògica de per què el factor grandària, en part és una compensació per risc de cicle. Moltes small caps tenen menys cobertura d'analistes i aquesta menor atenció pot augmentar la dispersió de preus i el risc percebut per part dels inversors.

En fases com les que hem viscut en els últims anys més recents, el mercat ha premiat les empreses grans, líquides i amb narratives fortes. De fet, la concentració del S&P 500 ha pujat moltíssim en l'última dècada, on el pes de les 10 majors va passar del 17,9% a finals de 2015 al 39% a finals de 2025. Per tant, el factor grandària no ha funcionat en l'última dècada a favor de les petites companyies.



2. Valor (Value)

Quan pensem en value, pensem en **Warren Buffett** o la frase típica de comprar barat. Les accions poden trobar-se “barates” en relació amb alguna variable fonamental, com els beneficis, les vendes, o també els actius, i haurien de comportar-se millor en el llarg termini que les companyies cares, encara que no tenen un comportament lineal.

Les empreses value solen estar més prop de la part difícil del cicle econòmic, per exemple, pensem en el sector de l'automòbil o l'industrial, que són negocis més cíclics, amb més pressió competitiva, marges en revisió o balanços més tensats. En altres paraules, a vegades, una companyia ens pot semblar barata per alguna mètrica, però el mercat i els inversors estan descomptant problemes reals que puguin tenir la companyia en el llarg termini.

Quan el value funciona, gairebé sempre hi ha alguna cosa al darrere que canvia el relat del mercat, es normalitzen marges, millora el cicle, baixa la pressió financera o, simplement, el mercat deixa de castigar un sector. És a dir, el value no sol guanyar per “màgia”, sinó perquè l'entorn deixa de ser hostil per a companyies més cícliques o més tibants de balanç.

3. Momentum

El factor momentum és, literalment, la idea de seguir la tendència del mercat. Els actius que ho han fet bé (i malament) en el passat recent tendeixen a continuar fent-ho bé (i malament) durant un temps prolongat. És una de les anomalies més persistents del mercat perquè, en la pràctica, el mercat no ajusta les expectatives de cop, sinó que la informació i els fluxos es van digerint i per això s'allarguen les tendències en el temps. No hi ha dubte que mentre hi ha tendència, el momentum funciona bé, però quan el mercat gira de manera brusca (el que era guanyador es converteix en perdedor), pot patir caigudes fortes en poc temps.

I a més té un problema molt terrenal: per a capturar-lo has de girar bastant la cartera, i aquesta rotació implica comissions, forquilles en els diferencials de compra/venda i impostos.

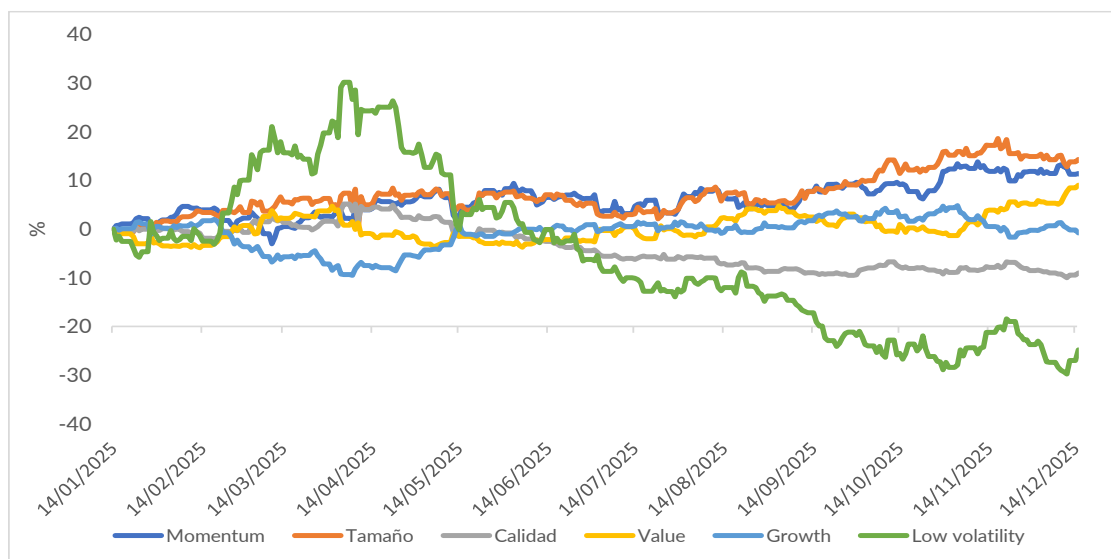
També és un factor que es barreja amb la concentració del mercat, com hem vist abans amb el factor size, on unes poques companyies dominen l'índex i porten anys pujant i liderant el comportament i el propi índex s'ha tornat “pur momentum” perquè les guanyadores pesen cada vegada més.

Per contextualitzar, des del llançament de ChatGPT (30 de novembre de 2022), s'ha vist una versió molt clara de per què existeix el momentum i per què a vegades sembla “imbatible”: un grapat de companyies lligades a la IA han concentrat gran part del rendiment de l'índex. En una nota de JPMorgan AM (“Eye on the Market”), Michael Cembalest quantifica que les accions lligades a IA han explicat aproximadament el 75% de la rendibilitat del S&P 500 des d'aquest moment (i, a més, al voltant del 80% del creixement de beneficis i el 90% del creixement de la despesa en capital).

4. Baixa volatilitat (Low volatility)

El factor low volatility captura l'excés de rendibilitat de les accions amb menor volatilitat, baixa beta o risc sistemàtic (el que és més difícil de diversificar). Les estratègies de baixa volatilitat tendeixen a tenir una forta exposició al factor qualitat en el temps i menys exposició a companyies growth. La intuïció és gairebé de sentit comú: si caus menys en les correccions de mercat, necessites menys rendibilitat després per tornar al punt de partida gràcies a la matemàtica de l'interès compost.

Però en mercats alcistes, el factor low volatility és normal que es quedi enrere. Durant l'any passat, amb les tensions comercials que vam viure el mes d'abril, el factor va funcionar perfectament; en canvi quan el mercat va recuperar, va ser el factor amb pitjor comportament del 2025. El factor momentum i grandària són els que millor comportament van tenir.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg.

5. Calidad (Quality)

Per a definir qualitat, utilitzarem les directrius de **Peter Seilern** i en el seu llibre *Tan sols els millors l'aconsegueixen* on va escriure les regles per a definir si una empresa és de qualitat o no. Les regles més importants serien:

a. Que el model de negoci sigui escalable

Un negoci de qualitat ha de poder créixer sense que els seus costos creixin al mateix ritme. És a dir, que pugui augmentar vendes i beneficis en el futur sense necessitar duplicar estructura o inversió. Per això importa tant que operi en mercats amb creixement estructural (no sols un rebot cíclic).

b. Major creixement que la mitjana del seu sector i que posseeixi avantatges competitiu

Per a demostrar que una companyia és superior a la resta de la seva competència, aquesta ha de mostrar un creixement superior al dels seus competidors, ja que això ens indicarà que l'empresa està guanyant quota de mercat contra els competidors, un senyal que demostra la superioritat del seu producte enfront de la resta. Un avantatge competitiu és aquella barrera que protegeix les empreses dels seus competidors i mantenir uns elevats retorns sobre el capital.

c. Baixa intensitat de capital al costat d'un elevat RoCe (Retorn sobre el capital empleat)

Les companyies de baixa intensitat de capital són aquelles que no depenen de grans inversions en actius fixos com a maquinària o edificis per a dur a terme la seva activitat operativa. A diferència de les empreses d'elevada intensitat en capital com serien les del sector industrial o energètic, les companyies de baixa intensitat en capital no han de reinvertir constantment els seus beneficis que generen per al manteniment dels seus actius, per això aquestes solen posseir un RoCe més elevat.

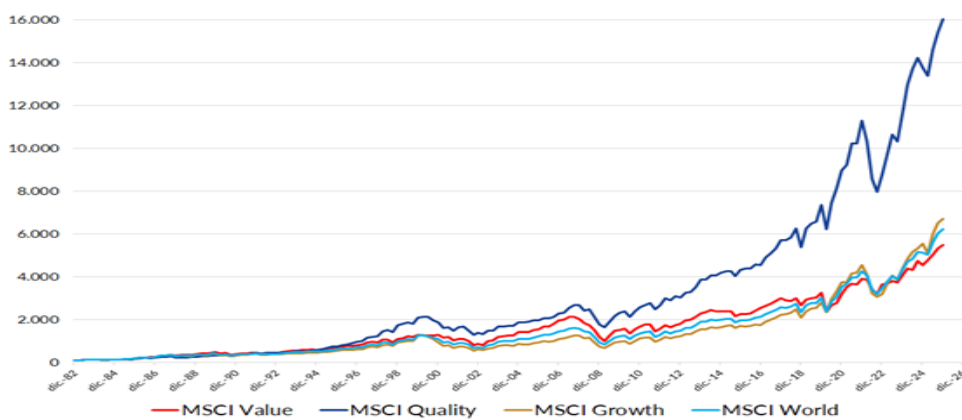
d. Balanços sòlids

Una empresa pot tenir un gran negoci, però un mal balanç pot arruïnar-lo tot. Un deute alt significa dependència de refinançament, vulnerabilitat a pujades de tipus i poc marge de maniobra en crisi. Una companyia de qualitat hauria de tenir capacitat d'aguantar un entorn advers sense diluir l'accionista ni prendre decisions desesperades.

e. Equip directiu excepcional

La qualitat no és sol el que fa el negoci, sinó com el gestionen. Un bon equip directiu assigna bé el capital: reinverteix quan hi ha retorns atractius, compra quan té sentit, i retorna capital a l'accionista quan no hi ha oportunitats clares. I el més important, que estigui alineat amb l'accionista (incentius, comunicació i disciplina).

Sens dubte el factor qualitat (quality) ha estat el que millor comportament ha tingut, però sempre dependrà de l'horitzó que utilitzem:



Font: Elaboració pròpia a partir de dades Bloomberg

Una vegada entès el mapa de factors, l'important és aterrar-lo a una filosofia real de gestió.

A Caixa Enginyers Gestió no invertim perseguint el “factor guanyador” de l'any. Construïm carteres amb una lògica consistent, on l'objectiu és clar: capturar rendibilitat a llarg termini sense dependre de modes, evitant riscos estructurals i protegint el capital quan el mercat es complica. Construïm les nostres carteres sobre quatre pilars estratègics que defineixen tant la nostra manera d'invertir com la nostra proposta de valor.



Pilar I: Qualitat.

Companyies amb models de negoci sòlids, avantatges competitius defensables i capacitat de generar de manera recurrent una alta rendibilitat sobre el capital. Busquem negocis ben gestionats, amb balanços sans i generació de caixa estable.

Exemples com **Microsoft**, **Visa**, **EssilorLuxottica** o **S&P Global** encaixen en aquesta filosofia: lideratge en els seus segments, resiliència en diferents entorns i potencial de creació de valor sostingut en el temps en àrees com software, salut, mitjans de pagament o serveis d'informació financera.

Pilar II: Creixement.

Creixement estructural, però entès amb matisos: no ens interessa créixer “per créixer”, sinó fer-ho de manera rendible i sostenible. Per això invertim en companyies exposades a grans transformacions de llarg termini com la digitalització, la transició energètica o la modernització de l'economia.

TSMC (semiconductors avançats), **MercadoLibre** (comerç digital i inclusió financera a Llatinoamèrica) o **Iberdrola** (lideratge en renovables) són exemples de creixement amb motor estructural i disciplina operativa.

Pilar III: Valoració.

Una gran empresa pot convertir-se en una mala inversió si es compra a un preu que no deixa marge de seguretat. Per això apliquem disciplina: preferim perdre part del tram final d'una eufòria abans que pagar múltiples que ja descompten un escenari perfecte.

En aquesta línia, hem optat per mantenir-nos al marge o clarament infraponderats en casos com a **Tesla**, **ExxonMobil** o **Palantir**, on veiem una combinació de valoracions exigents i dubtes rellevants (ja sigui per sostenibilitat del model, qualitat del retorn o aspectes de governança).

Pilar IV: Integració ASG.

Aplicada de manera transversal i amb criteri. No és un “segell” ni un filtre cosmètic, forma part de l'anàlisi financera i condiona quines companyies entren en cartera i quines no. A més, ho acompanyem amb diàleg actiu amb les empreses, perquè moltes vegades el risc (o l'oportunitat) està en la governança, en com gestionen el capital o en com afronten impactes ambientals i socials.

Estratègies com **CE Environment ISR** o **ODS Impact ISR** prioritzen companyies que aporten solucions reals en àmbits com la transició climàtica, l'eficiència energètica o l'accés a serveis essencials.

Aquest enfocament es reflecteix en els indicadors: a tancament de 2025, *el ràting MSCI ASG agregat de la gestora és AA, enfront de l'A de l'índex MSCI World.*

En resum, els factors són l'“ADN” de la teva cartera de renda variable: grandària, valor, qualitat, momentum o baixa volatilitat expliquen bona part del seu comportament més enllà dels noms concrets que la formen.

A **Caixa Enginyers Gestió** preferim construir carteres sobre qualitat, creixement sostenible, valoració raonable i integració ASG, en lloc de perseguir el factor de moda. Per a saber a quins factors estàs exposat, pots recolzar-te en les fitxes dels fons, en l'estil declarat per la gestora i en eines com **Morningstar**, que classifiquen els productes per estil, grandària i sostenibilitat.

Bibliografia

- 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>

INFORMACIÓ LEGAL

L'informe s'ha fet amb la finalitat de proporcionar als inversors informació general sobre valors i instruments financers, en la seva data d'emissió, i està subjecte a canvis sense previ avís. La informació es proporciona basant-se en fonts considerades com a fiables, si bé CAIXA ENGINYERS GESTIÓ no garanteix seguretat ni se'n responsabilitza.

És possible que la informació es pugui referir a productes, operacions o serveis d'inversió respecte als quals hi hagi informació addicional en documentació separada, incloent-hi el document d'informació fonamental per a l'inversor i el fullet complet. Es recomana llegir aquests documents per poder prendre una decisió fundada sobre la conveniència d'invertir en aquests productes. Pot sol·licitar aquesta documentació al seu gerent personal, a qualsevol oficina de Caixa Enginyers, a www.caixaenginyers.com o a www.cnmv.es.

El contingut dels informes, en cap cas, constitueix una oferta o recomanació de compra o venda de cap producte o instrument financer. L'inversor ha de ser conscient que els valors i els instruments financers als quals es refereixen poden no ser adequats als seus objectius concrets d'inversió, per la qual cosa l'inversor ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió. A aquest efecte, CAIXA ENGINYERS GESTIÓ, SAU, en la seva condició d'emissor de l'informe, així com CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS - CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CRÉDIT, en la seva condició de comercialitzador, no es fan responsables del mal ús que es faci d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui patir l'inversor que formalitzi operacions prenent com a referència les valoracions i les opinions recollides en els informes. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que l'evolució passada dels valors o els instruments ni els resultats històrics de les inversions no garanteixen l'evolució ni els resultats futurs.

©Queda prohibida la reproducció, la duplicació, la redistribució i/o la comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, ni tan sols citant-ne les fonts, llevat que es tingui el consentiment previ per escrit de CAIXA ENGINYERS GESTIÓ, SGIIC, SAU. Tots els drets reservats.