



Agustín Carles, CFA
Director de Macroeconomía en Santander Asset Management

Análisis del ciclo económico: un marco macroeconómico estructurado (parte I)

Conectando los fundamentales económicos con las previsiones de crecimiento para el proceso de inversión

Introducción

Identificar la fase actual del ciclo económico es esencial para los inversores, ya que condiciona las decisiones de asignación de activos, construcción de carteras y gestión del riesgo. Este artículo presenta un marco macroeconómico estructurado que evalúa la coyuntura económica actual y anticipa su probable evolución en los próximos trimestres. En la práctica, actúa como una brújula, proporcionando una orientación sobre el ciclo económico más que una previsión puntual.

El marco constituye la base del enfoque macroeconómico y basado en escenarios utilizado en Santander Asset Management y, a su vez, configura elementos clave de nuestras perspectivas de inversión, desde la previsión de crecimiento e inflación hasta la elaboración de supuestos de mercado de capitales (CMAs), y desde la asignación estratégica de activos (SAA) hasta la asignación táctica de activos (TAA).

Análisis de los principales componentes del PIB a lo largo del ciclo económico

Comprender en qué punto se sitúa una economía dentro del ciclo económico es fundamental para la elaboración de previsiones macroeconómicas y las decisiones de inversión. Nuestro marco se apoya en una consolidada literatura académica sobre la interacción entre las condiciones financieras y las fuerzas de la economía real (Borio, 2012; Bernanke, Gertler y Gilchrist, 1999) y establece una forma estructurada de analizar cómo los fundamentales económicos subyacentes se transmiten a los distintos componentes del PIB y, en última instancia, al nivel agregado de producción.

El objetivo es doble: por un lado, identificar la fase actual del ciclo y, por otro, detectar las fuerzas que puedan estar provocando un cambio. El punto de partida es el desglose del PIB en sus principales componentes y la evaluación de su relevancia relativa para el crecimiento a medio plazo. Tanto nuestro análisis interno como la evidencia externa (OCDE, 2012) sugieren que el grado en que cada componente se mueve en consonancia con el PIB total suele ofrecer una señal cíclica más clara que sus tasas de crecimiento aisladas. En efecto, el equilibrio entre el gasto de los hogares, la inversión empresarial, la actividad pública y el comercio determina cómo responde la economía cuando cambian las condiciones y dónde es probable que surjan tensiones.

Componentes del PIB

Exportaciones

Inversión
empresarialInversión
residencialConsumo
privado

Gasto público

Escenario
macroeconómico

En este sentido, la composición del PIB difiere de forma significativa entre países. En Estados Unidos, la inversión empresarial —gasto en maquinaria, equipos, software y propiedad intelectual— representa un componente muy significativo, aunque no dominante, de la actividad económica. Aunque su peso en el PIB es tan solo en torno al 10 por ciento, juega un papel desproporcionado en la determinación del ciclo económico. Ello se debe no solo a su importante influencia en el empleo, en la renta de los hogares y, en definitiva, en el consumo privado, sino también a su volatilidad intrínseca y a su naturaleza cíclica.

Por este motivo, la inversión empresarial es a menudo más importante que el propio consumo privado (que representa en torno al 70 por ciento del PIB) a la hora de determinar el entorno de crecimiento. La inversión residencial y otros tipos de inversión en construcción tienen menor relevancia que la inversión empresarial, tanto por su menor peso en el PIB (alrededor del 6-7 por ciento) como por su menor impacto sobre el empleo.

En Eurozona, por el contrario, aunque la inversión empresarial es también muy importante, el ciclo económico es relativamente más sensible a la demanda externa, lo que refleja una mayor dependencia del comercio (Comisión Europea, 2024; FMI, 2018). Como resultado, la aceleración o desaceleración de las exportaciones resulta más determinante para las oscilaciones del ciclo en Eurozona que en Estados Unidos.

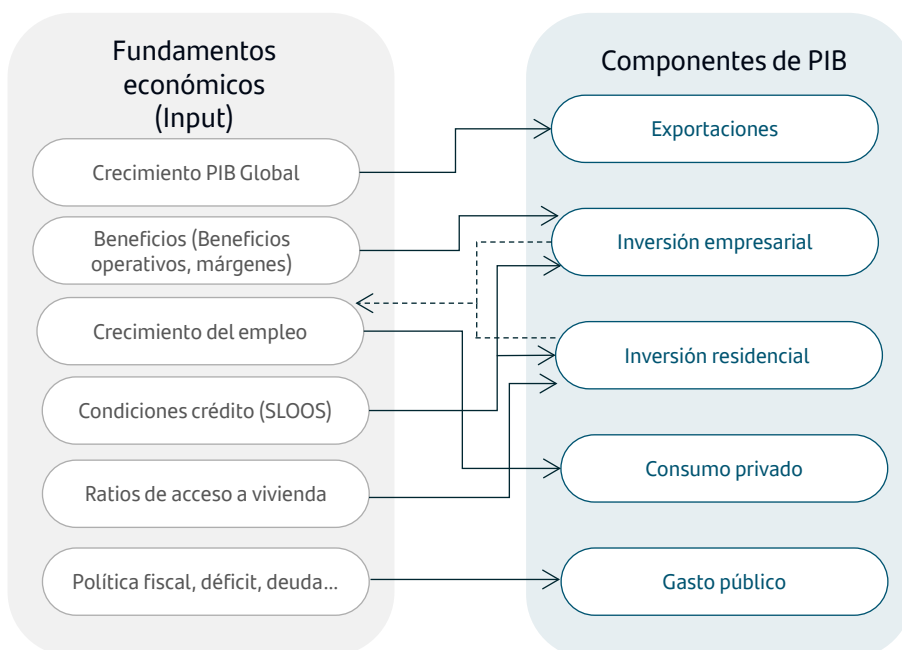
Por último, en China, al igual que en muchas economías emergentes, la inversión ha representado históricamente una proporción inusualmente elevada de la actividad, a menudo superior al 40 por ciento. Ello se debe a la intensa acumulación de infraestructuras básicas, vivienda y capacidad industrial. En consecuencia, los cambios en las condiciones de inversión o en la financiación dirigida por la política económica tienden a trasladarse con rapidez al resto de la economía.

Identificación de los fundamentales clave de los principales componentes del PIB

El siguiente paso para evaluar la posición en el ciclo es identificar las fuerzas subyacentes que determinan cada componente del PIB. Evidentemente, el sistema económico constituye una red de decisiones interrelacionadas: el gasto de los hogares impulsa los beneficios empresariales, lo que a su vez influye en la contratación y la inversión, y ello repercute nuevamente en la renta y el gasto de los hogares. No obstante, nuestro enfoque se centra en aquellos fundamentales en los que estos efectos de retroalimentación son menores. El análisis prioriza los factores que marcan la dirección de la actividad más que aquellos que simplemente reaccionan a fluctuaciones de corto plazo. En la práctica, ninguna variable es completamente exógena (esto es, inmune a efectos de retroalimentación), pero algunas son más estables e informativas que otras. El marco otorga prioridad a las influencias que tienden a evolucionar con relativa independencia del propio ciclo.

En Estados Unidos, la inversión empresarial está determinada principalmente por dos fuerzas de este tipo. La primera es la disponibilidad de crédito, que puede aproximarse mediante indicadores como el Senior Loan Officer Opinion Survey (SLOOS) de la Reserva Federal para empresas (Lown y Morgan, 2006) o el índice Financial Conditions Impulse on Growth (FCI-G) de la Reserva Federal. El SLOOS refleja la disposición de los bancos a conceder crédito a empresas no financieras. Un endurecimiento de los estándares de crédito conduce a un menor gasto en capital del que se observaría en caso contrario y, en consecuencia, a un crecimiento más débil.

La segunda fuerza son los beneficios financieros empresariales, que determinan la disposición y capacidad de las empresas para aumentar la inversión. Indicadores como el excedente bruto de explotación, los beneficios empresariales o la capacidad/necesidad de financiación, así como sus determinantes individuales — remuneración de asalariados, valor añadido bruto, impuestos, pagos de intereses, etc. — (BEA, 2019; Board of Governors of the Federal Reserve System, 2026) permiten evaluar la situación financiera de las empresas.



De forma similar, la inversión residencial depende de un conjunto distinto de fundamentales, como los estándares de concesión de crédito hipotecario, la asequibilidad de la vivienda y la solidez financiera de los hogares. La evidencia empírica muestra cómo los shocks de oferta de crédito ejercen efectos significativos sobre los ciclos inmobiliarios y la actividad agregada (Justiniano, Primiceri y Tambalotti, 2015; Mian y Sufr, 2018).

Por su parte, en el caso de la inversión en estructuras, es importante distinguir entre las infraestructuras relacionadas con la energía, que dependen en gran medida de los precios energéticos, y el resto de estructuras —que incluyen desde centros de datos hasta fábricas y nuevos espacios de oficinas— donde los estándares de crédito bancario tienen mayor relevancia. Asimismo, la política económica puede tener un impacto considerable, como se ha observado recientemente con la CHIPS Act en Estados Unidos, que incentivó un auge en la construcción de nuevas plantas para la fabricación y desarrollo de semiconductores.

Una vez evaluados los determinantes clave de cada componente de la inversión, el siguiente paso es formarse una visión sobre la inversión fija agregada. Esta variable es un determinante crítico del crecimiento del empleo —especialmente en sectores más cíclicos como las manufacturas y los servicios privados distintos de la sanidad— y, por ello, este es una variable endógena en nuestro modelo. Más allá de la inversión, las perspectivas de empleo también están influidas por variables exógenas como puede ser la migración.

Debido a que constituye el ancla principal para evaluar la situación financiera de los hogares, en nuestro marco de análisis, el empleo es el principal motor del consumo privado. No obstante, otros factores también relevantes para este van a ser el acceso al crédito al consumo, el comportamiento del ahorro y la posición financiera neta de los hogares como prestatarios o acreedores.

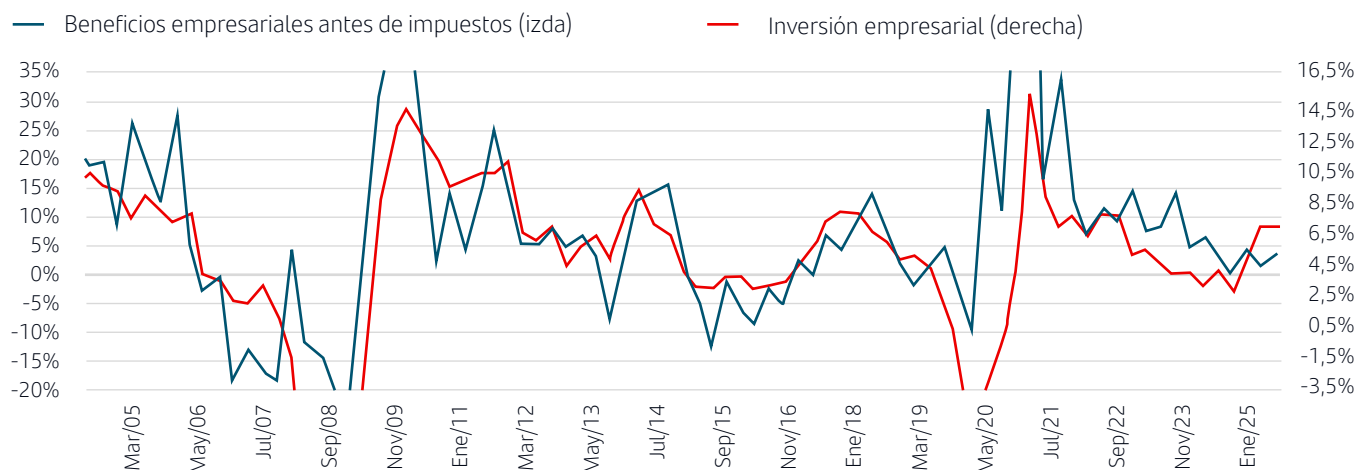
En cuanto a los restantes componentes del PIB —en particular, las exportaciones y el gasto público— el análisis se centra en el crecimiento económico global (reconociendo que no es realmente exógeno) y en la política comercial para las exportaciones, así como en la orientación de la política fiscal para el gasto público. Aunque estos componentes no suelen ser tan determinantes para las perspectivas de crecimiento como la inversión o el consumo, cambios significativos de política, como el aumento de los aranceles en Estados Unidos el año pasado o las rebajas fiscales incluidas en la One Big Beautiful Bill, pueden tener un impacto considerable.

Una visión del estado actual y de las perspectivas de los fundamentales

Una vez identificadas las fuerzas clave que configuran cada componente del PIB, el siguiente paso es evaluar su situación actual y su probable evolución a medio plazo. Un aumento de los beneficios empresariales, por ejemplo, anticipa un mayor dinamismo de la inversión empresarial, mientras que un endurecimiento de los estándares de crédito bancario apunta a una desaceleración. En la actualidad, una rentabilidad estable y una liquidez holgada sugieren que la inversión empresarial en Estados Unidos continuará expandiéndose a un ritmo moderado.

Crecimiento interanual de la inversión empresarial y de los beneficios empresariales en Estados Unidos

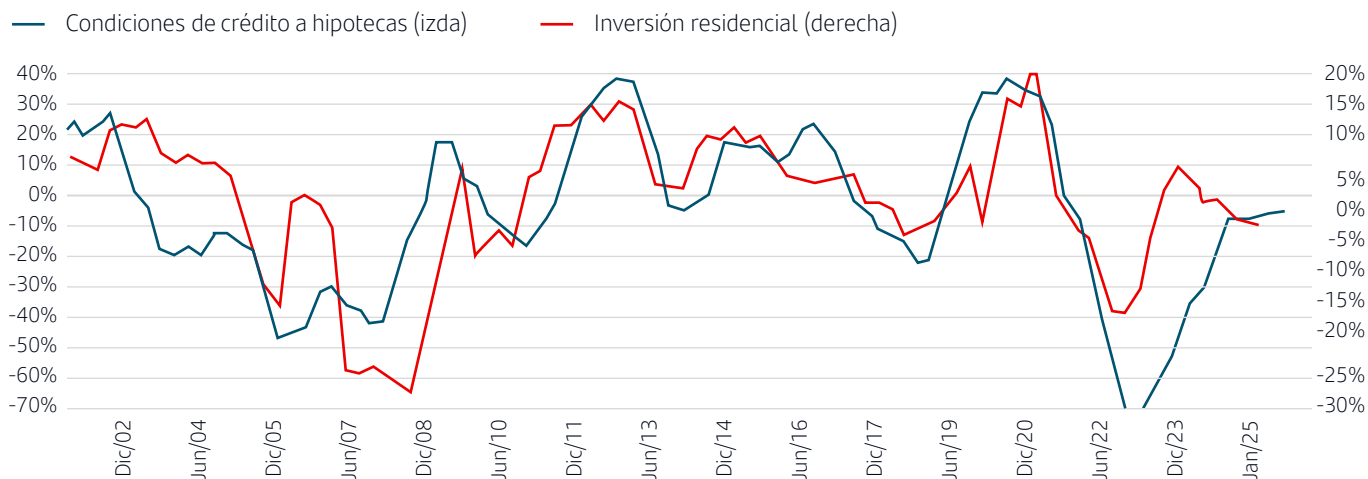
Fuente: LSGE



Al mismo tiempo, el SLOOS de la Reserva Federal indica que el crédito hipotecario es restrictivo tanto para los hogares como para los prestatarios comerciales, lo que sugiere que la inversión residencial y en estructuras se mantendrá contenida.

Condiciones de crédito a hipotecas (informe de crédito de la Fed) e inversión empresarial en Estados Unidos

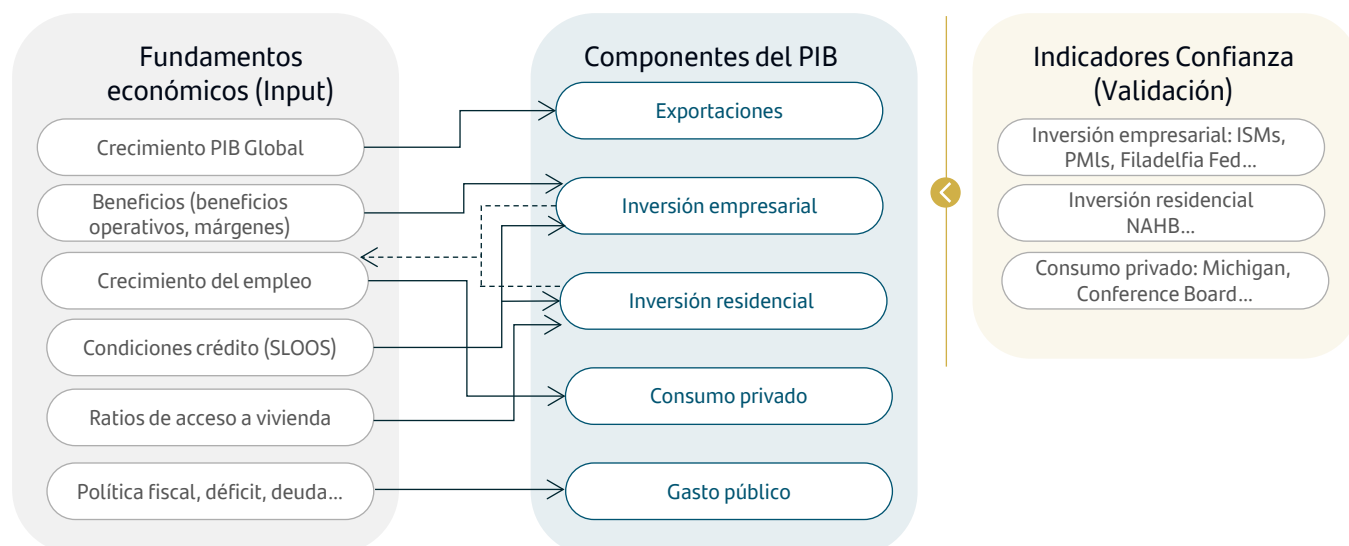
Fuente: LSGE, SAM calculations



Validación cruzada mediante indicadores de alta frecuencia

Una vez evaluados los principales determinantes económicos, se comprueba su coherencia con indicadores de mayor frecuencia, como las encuestas de confianza empresarial y de los consumidores y las herramientas propias de nowcasting de SAM (Real Time Macro, Economic Pulse,...). En Estados Unidos, las encuestas del ISM ofrecen una referencia útil del sentimiento empresarial, mientras que los indicadores de confianza de los constructores de viviendas (NAHB) proporcionan una señal temprana de la actividad residencial. Las encuestas de confianza de los consumidores (Michigan Consumer Confidence o Conference Board) se utilizan como contraste adicional para las perspectivas de gasto de los hogares.

Cuando los indicadores de corto plazo divergen de los fundamentales, se prioriza el análisis de las causas subyacentes de dicha divergencia. Al monitorizar tanto los fundamentales como las medidas de confianza a lo largo del tiempo, el marco de decisión se guía por su eventual convergencia más que por el ruido de corto plazo, reconociendo que los fundamentales tienden a proporcionar un ancla más estable y fiable para los resultados a medio plazo. Este enfoque es coherente con la evidencia que muestra que los indicadores de confianza captan de forma eficaz las fluctuaciones de corto plazo de la actividad y resultan especialmente informativos para la evaluación a corto plazo y el nowcasting, con un mayor valor incremental en horizontes reducidos (de meses a pocos trimestres) (BCE, 2008).



Conclusiones

Nuestro marco identifica y evalúa tanto la situación actual como las tendencias previstas a medio plazo de los fundamentales exógenos clave que impulsan cada componente del PIB. A continuación, contrasta la coherencia entre dichos fundamentales y los indicadores de alta frecuencia para cada componente. Una vez realizado este ejercicio, se elaboran previsiones para cada uno de los componentes y se agregan para conformar la perspectiva global del PIB. Este proceso de agregación no es una mera suma mecánica, sino que está guiado por la relevancia de cada componente clave para determinar la fase actual del ciclo económico. Por ello, el proceso de agregación varía entre países en función de la distinta importancia de sus componentes del PIB.

Al combinar previsiones detalladas del PIB desde una perspectiva bottom-up con un análisis más amplio del ciclo desde una aproximación top-down, el marco garantiza la coherencia entre las señales a nivel de componentes y la visión agregada de la economía. Este método reduce el riesgo de sobre-reaccionar a fluctuaciones de datos de corto plazo y mejora la fiabilidad de las previsiones a medio plazo.

Para Santander Asset Management, este marco constituye un puente disciplinado entre el análisis macroeconómico y las decisiones de inversión. Al vincular de forma sistemática los fundamentales económicos con la dinámica del PIB y la posición cíclica, refuerza la coherencia de nuestras previsiones de crecimiento, de nuestros supuestos de mercado de capitales y de nuestras decisiones tanto de asignación estratégica como táctica de activos. Con ello, mejora la solidez y la consistencia en el tiempo de nuestro proceso de inversión.

Referencias

Bernanke, B., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1999). The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. *Handbook of Macroeconomics*.

Board of Governors of the Federal Reserve System. (2026). *Financial Accounts of the United States* (Z.1).

Borio, C. (2012). The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? *BIS Working Papers*.

European Commission (DG ECFIN). (2024). Euro area competitiveness: trade performance and risks of trade fragmentation (Note to the Eurogroup). <https://www.consilium.europa.eu/media/l0ha5vtu/com-note-for-eurogroup-ea-competitiveness-trade-performance-and-risks-of-fragmentation.pdf>

European Central Bank (ECB). (2008). Short-term forecasts of euro area GDP growth. ECB Working Paper No. 949. <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/153383/1/ecbwp0949.pdf>

International Monetary Fund (IMF). (2018). Trade Uncertainty and Investment in the Euro Area. IMF Working Paper WP/18/281. <https://www.imf.org/-/media/files/publications/wp/2018/wp18281.pdf>

Justiniano, A., Primiceri, G., & Tambalotti, A. (2015). Credit supply and the housing boom. *Journal of Political Economy*.

Lown, C., & Morgan, D. (2006). The credit cycle and the business cycle: New findings using the SLOOS. *Journal of Money, Credit and Banking*.

Mian, A., & Sufi, A. (2018). Finance and business cycles: The credit-driven household demand channel. *Journal of Economic Perspectives*.

OECD. (2012). *OECD System of Composite Leading Indicators*.

U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). (2019). *NIPA Handbook of Concepts and Methods: Glossary*.

Información Legal Importante

Este informe ha sido elaborado por Santander Asset Management (en adelante, "SAM"). SAM es el nombre funcional del negocio de gestión de activos realizado por la entidad jurídica SAM Investment Holdings S.L. y sus sucursales, filiales y oficinas de representación.

El presente documento contiene previsiones económicas e información obtenida de varias fuentes. La información contenida en el presente documento puede haber sido recogida también de terceros. Se considera que todas estas fuentes son fiables, aunque la exactitud, integridad o actualización de esta información no está garantizada, ni implícita ni explícitamente, y está sujeta a cambios sin previo aviso. Las opiniones incluidas en este documento no pueden considerarse irrefutables y pueden diferir o ser, de cualquier manera, incoherentes o contrarias a las opiniones expresadas, ya sea verbalmente o por escrito, consejos o decisiones de inversión adoptadas por otras áreas de SAM.

El presente informe no ha sido preparado y no debe ser considerado en función de ningún objetivo de inversión. Este documento ha sido realizado con fines exclusivamente informativos, por lo que no constituye una recomendación, asesoramiento personalizado de inversiones, oferta o requerimiento de suscripción o venta de participaciones de cualquier activo o producto de inversión (en adelante "Activos Financieros"), y no debe ser considerado como base única para evaluar o valorar los Activos Financieros. Asimismo, la distribución de este documento a un tercero no constituye una oferta o asesoramiento de inversiones.

SAM no garantiza los pronósticos u opiniones expresados en este informe sobre los mercados o los Activos Financieros, incluyendo en relación con su rendimiento actual y futuro. Cualquier referencia a rentabilidades pasadas o presentes no deberá interpretarse como una indicación de los resultados futuros de los mencionados mercados o Activos Financieros. Los Activos Financieros descritos en este informe pueden no ser aptos para su distribución o venta en determinadas jurisdicciones o para ciertas categorías o tipos de inversores.

Salvo en los casos en los que así se indique de forma expresa en los documentos legales de un determinado Activos Financieros, éstos no son, y no serán, asegurados ni garantizados por ninguna entidad gubernamental, incluyendo el Federal Deposit Insurance Corporation. No representan una obligación de SAM ni están garantizados por dicha entidad y pueden estar sujetos a riesgos de inversión. Entre los riesgos cabe mencionar, a título enunciativo y no limitativo, riesgos de mercado y de tipos de cambio, de crédito, de emisor y contrapartida, de liquidez y de posibles pérdidas en la inversión principal. Se recomienda a los inversores consultar con sus asesores financieros, legales y fiscales, así como con cualquier otro asesor que consideren necesario a efectos de determinar si los Activos Financieros son apropiados en base a sus circunstancias personales y situación financiera. Santander y sus respectivos consejeros, representantes, abogados, empleados o agentes no asumen ningún tipo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño relacionado o que pueda surgir del uso de todo o de parte de este informe.

Rentabilidades pasadas no son indicadores de rentabilidades futuras. La rentabilidad puede variar debido a fluctuaciones del tipo de cambio. Cualquier referencia a aspectos fiscales debe ser entendido bajo las circunstancias personales del inversor y está sujeta a variaciones. Los costes derivados de la compra, tenencia o venta de los Activos Financieros pueden reducir su rentabilidad y no se reflejan en este informe.

Este informe no puede ser reproducido entera o parcialmente, distribuido, publicado o entregado, bajo ninguna circunstancia, a ninguna persona, ni se debe emitir información u opiniones sobre este informe sin que sea previamente autorizado por escrito, caso por caso, por SAM.

Cualquier material de terceros (incluidos logotipos y marcas comerciales) ya sea literal (artículos / estudios / informes / etc. o extractos de los mismos) o artístico (fotos / gráficos / dibujos / etc.) incluido en este informe / publicación está registrado a nombre de sus respectivos propietarios y sólo se reproducen de acuerdo con prácticas leales en materia industrial o comercial.