



Francisco Simón, CFA
Director de Estrategia de Inversión en Santander Asset Management

Marco Global Macro Cuantamental: escenarios y mapa de riesgos

De la incertidumbre a la oportunidad en asset allocation

Resumen ejecutivo

En una era donde la abundancia de datos convive con una elevada incertidumbre, las decisiones de inversión exigen más que intuición o modelos: necesitan síntesis. El marco Cuantamental de Santander Asset Management (SAM) proporciona esa síntesis al integrar análisis sistemático con visión macroeconómica, convirtiendo la incertidumbre en oportunidad.

Este documento forma parte de una serie que explica cómo el marco Cuantamental de SAM lleva a la práctica nuestra filosofía de inversión Global Macro dentro del proceso de asset allocation. Cada entrega profundiza en una dimensión específica del proceso, mostrando cómo el análisis económico, la modelización sistemática y la evaluación del riesgo convergen en la toma de decisiones de cartera.

En esta primera entrega se describe cómo los escenarios macroeconómicos y nuestro mapa de riesgos se conectan con el proceso de inversión. Mediante la combinación de un análisis macro riguroso con la construcción estructurada de escenarios, mostramos cómo el equipo de Global Asset Allocation (GAA) transforma los insights globales en decisiones disciplinadas y prospectivas de asignación de activos.

Un proceso Cuantamental construido sobre una visión Global Macro

El equipo GAA de SAM combina profundo conocimiento económico con un entendimiento integral de los mercados financieros para ofrecer soluciones de inversión que abarcan desde recomendaciones estratégicas y carteras modelo hasta mandatos totalmente personalizados para clientes internos y externos.

Su fortaleza reside en un marco disciplinado y metódico que integra perspectivas cuantitativas y cualitativas, garantizando rigor analítico, consistencia y solidez intelectual. Este proceso estructurado permite mantener una visión continua y coherente de los mercados globales—una visión que no depende de decisiones discrecionales individuales, sino de una experiencia colectiva respaldada por una toma de decisiones sistemática.

Nuestra filosofía de inversión en asset allocation se basa en un enfoque Global Macro que enmarca la interpretación de economías, mercados y sus interconexiones con una orientación claramente prospectiva. El enfoque macro busca obtener rentabilidad aprovechando movimientos amplios del mercado, entendiendo las tendencias de crecimiento e inflación, divergencias regionales y sectoriales, cambios en políticas económicas, y su impacto en la valoración de los activos.

Aunque los escenarios macroeconómicos, la fase del ciclo y el momentum del crecimiento forman el núcleo de la filosofía, también se consideran dinámicas de precios, potencial de revalorización, interconexiones de mercado y sentimiento inversor, con el fin de evaluar la atractividad relativa entre activos. Este enfoque constituye la base sobre la que construimos e interpretamos nuestros escenarios macro, que luego trasladamos al mapa de riesgos, el puente práctico entre comprensión macro y decisiones de inversión.

Nuestro enfoque lleva a la práctica nuestra filosofía Global Macro mediante un marco cuantamental disciplinado que integra la modelización sistemática con un proceso de inversión fundamental más amplio. Los métodos cuantitativos aportan amplitud de cobertura, coherencia interna y una visión objetiva con la que interpretamos los datos fundamentales y la acción del mercado. El análisis fundamental y cualitativo añade profundidad, contexto e interpretación, permitiéndonos entender no solo qué señalan los modelos, sino también por qué esas señales pueden sostenerse —o no— bajo distintos regímenes de mercado o shocks imprevistos. Este conocimiento profundo del comportamiento de los modelos permite al equipo adaptar los marcos analíticos a nuevas realidades y reconocer cuándo las señales cuantitativas requieren discreción o una recalibración.

La combinación de análisis sistemático con una interpretación macro informada aporta al proceso del GAA mayor consistencia y solidez, a la vez que reduce los sesgos conductuales propios de la inversión puramente discrecional.

Del análisis macro a los escenarios

El análisis de escenarios se sitúa en el núcleo de nuestro proceso de Global Asset Allocation. Es el marco a través del cual interpretamos la economía global, evaluamos la incertidumbre y trasladamos la comprensión macro en convicción de inversión. Los escenarios representan nuestra manera de interpretar el mundo. En lugar de elaborar previsiones puntuales o estimaciones basadas en modelos, nos centramos en definir el entorno económico en el que operamos: identificar el escenario macroeconómico más probable, la fase del ciclo económico, el régimen de mercado dominante y los estados alternativos del mundo que podrían materializarse si nuestro escenario central no se cumple. El propósito de este marco es determinar la direccionalidad, definir el contexto y delimitar el rango de riesgos que podrían poner a prueba nuestro escenario central.

El diseño de escenarios es un esfuerzo conjunto entre nuestros equipos de análisis macro, de estrategia de inversión y research cuantitativo, que combina el análisis económico top-down con la modelización cuantitativa. Utilizamos ambos enfoques para aportar estructura y disciplina a lo que es, por naturaleza, un proceso no determinista, en el que las relaciones económicas y de mercado pueden evolucionar de múltiples formas posibles. El análisis incorpora un amplio conjunto de variables macroeconómicas —crecimiento, inflación, output gap, generación de superávit operativo, política monetaria y fiscal, balances públicos y privados, condiciones financieras, valoraciones de activos y entorno de riesgo— así como indicadores de actualidad como política comercial, regulación y sentimiento de mercado. Los inputs cuantitativos, incluidos los modelos de identificación de regímenes, momentum de crecimiento, valoración y dislocaciones de mercado, proporcionan una base no sesgada que permite traducir una realidad compleja en un conjunto de ejes esenciales para la evaluación de la inversión.

Nuestro marco produce un escenario central —el resultado más probable, en el que nuestra convicción es mayor— y escenarios alternativos, que representan distintos “estados del mundo” que podrían surgir si se materializan riesgos clave o si la evolución de los acontecimientos cuestiona nuestras hipótesis centrales. Estos últimos son especialmente relevantes en períodos de incertidumbre elevada. A cada escenario se le asigna una probabilidad que refleja tanto la evidencia analítica como el juicio experto, lo que garantiza que el ejercicio capture no solo evaluaciones basadas en datos, sino también la dimensión cualitativa de la incertidumbre.

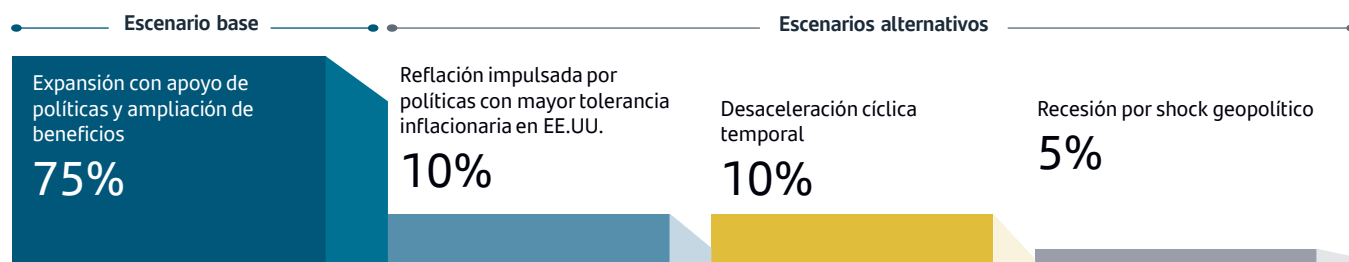
Actualmente, nuestro escenario central —Aterrizaje suave con desinflación más lenta— refleja un impacto transitorio en el crecimiento asociado a los aranceles comerciales, junto con un proceso de desinflación más pausado también influido por esos mayores gravámenes. A medida que ha mejorado la visibilidad sobre la transmisión de los aranceles, hemos incrementado la probabilidad asignada a este escenario, reforzando la convicción de que el impacto sobre el crecimiento será moderado y de corta duración. Al mismo tiempo, monitorizamos varios riesgos clave: riesgos de crecimiento (ya sea por una resiliencia mayor de la esperada o por una desaceleración más intensa), riesgos de reflación (si la desinflación se estanca y las dinámicas de precios vuelven a acelerarse) y riesgos fiscales (ante déficits estructurales elevados y un entorno de tipos altos), entre otros. Estos escenarios guían nuestra estrategia de asignación de activos entre clases de activo, regiones y sectores, así como nuestro posicionamiento de valor relativo a lo largo de las curvas de tipos. A su vez, nos ayudan a decidir qué exposiciones mantener, ajustar o cubrir dentro de las estrategias de cartera.

Las probabilidades de los escenarios reflejan la evaluación del GAA a cierre de enero 2026 y están sujetas a cambios a medida que evolucionen las condiciones macroeconómicas y de mercado.

Escenarios de inversión: enero 2026

Fuente: Santander Asset Management

El marco de escenarios del GAA integra análisis cuantitativo y juicio macroeconómico para evaluar el entorno global y establecer el contexto en el que se adoptan las decisiones de inversión. Cada escenario refleja una combinación entre crecimiento, inflación y dinámicas de política económica, lo que nos ayuda a traducir desarrollos globales complejos en una visión estructurada de riesgos y oportunidades.



Nuestro escenario base — **Expansión con Apoyo de Políticas y Ampliación de Beneficios**— sigue siendo la trayectoria más probable (75%), respaldado por la flexibilidad de las políticas económicas, balances sólidos del sector privado y una ampliación gradual de los beneficios entre sectores y regiones. Este escenario es consistente con un comportamiento constructivo de los activos de riesgo y una volatilidad contenida.

Los escenarios alternativos —**Reflación impulsada por políticas con mayor tolerancia a la inflación en EE.UU., Desaceleración Cíclica del Crecimiento y un Shock Geopolítico que desencadene Recesión**— recogen las principales asimetrías en torno a la persistencia de la inflación, el impulso cíclico y el riesgo geopolítico.

Este marco no está diseñado para prever resultados precisos, sino para **contextualizar la incertidumbre y anclar nuestras opiniones de inversión**. Al asignar probabilidades y reevaluar continuamente su evolución, mantenemos un enfoque disciplinado y con un enfoque prospectivo en la estrategia de cartera y en la gestión del riesgo.

El mapa de riesgos – cómo convertir los escenarios en una visión de riesgos operativa

El Mapa de Riesgos del GAA está diseñado para identificar y situar los riesgos globales más relevantes según su probabilidad de ocurrencia y su posible impacto en los mercados. Algunos riesgos son lo suficientemente significativos como para alterar el escenario macroeconómico central, mientras que otros pueden influir en la dinámica de mercado sin modificar la visión de fondo. El mapa cumple así una doble función, defensiva y oportunista: ayuda a evitar una exposición excesiva a vulnerabilidades, al tiempo que señala ámbitos donde dislocaciones de mercado o riesgos mal valorados pueden generar oportunidades de creación de valor.

Actualizado mensualmente como parte del proceso del GAA —y monitorizado de forma continua— el Mapa de Riesgos combina indicadores cuantitativos con juicio cualitativo. Integra datos procedentes de las principales variables macroeconómicas, de los diferenciales financieros, de las medidas de volatilidad, del seguimiento de eventos y de los índices de incertidumbre geopolítica y de política económica. Los riesgos se agrupan en tres grandes categorías —macroeconómicos, financieros y geopolíticos— y se evalúan según su probabilidad, su capacidad para alterar el escenario central y su impacto estimado sobre los fundamentales y las valoraciones. Este enfoque estructurado captura tanto las fuentes cíclicas como las estructurales de incertidumbre, cuantificando su relevancia a través de las distintas clases de activo.

El Mapa de Riesgos desempeña un papel central en nuestro proceso de asignación de activos y construcción de carteras. Guía nuestras estrategias tácticas y de valor relativo en renta fija, renta variable, divisas y materias primas, y orienta las decisiones de diversificación y cobertura. También contribuye a la comunicación con stakeholders y clientes, ofreciendo una visión coherente y prospectiva de los principales riesgos que configuran el panorama de inversión.

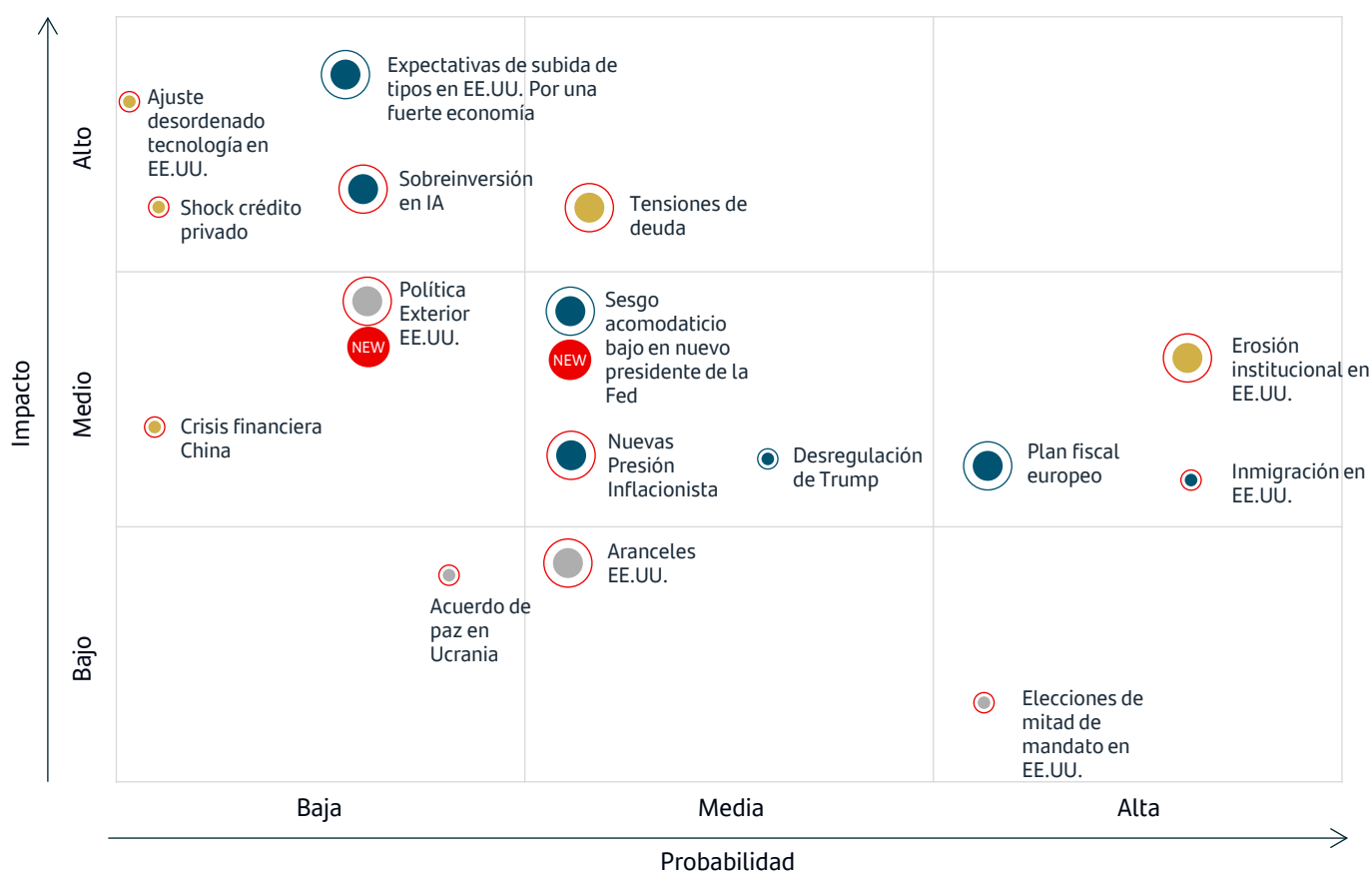
A título ilustrativo, una de las áreas de atención actuales en nuestro marco se refiere a las tensiones de deuda y a la sostenibilidad fiscal en los mercados desarrollados. Las elevadas ratios de deuda soberana sobre PIB, los déficits estructuralmente altos y un entorno de tipos de interés persistentemente elevados han incrementado las vulnerabilidades a lo largo de los tramos largos de las curvas soberanas —en particular en Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Francia—. Esto aumenta el riesgo de una renovada presión del mercado sobre la credibilidad fiscal, de un mayor empinamiento de las curvas y de una posible mayor tolerancia a una inflación más alta bajo dinámicas de dominancia fiscal. Asimismo, eleva la probabilidad de esfuerzos de consolidación fiscal y refuerza el papel del oro y otros activos reales como coberturas preferentes en carteras multiactivo.

Mapa de riesgos del GAA

Evaluación de la probabilidad y del impacto en mercado de los principales riesgos globales

Fuente: Santander Asset Allocation

- Riesgo geopolítico negativo
- Riesgo financiero negativo
- Riesgo macroeconómico negativo
- Riesgo material para el escenario
- Riesgo geopolítico positivo
- Riesgo financiero positivo
- Riesgo macroeconómico positivo
- Riesgo no material para el escenario



El Mapa de Riesgos del GAA resume nuestra evaluación de los principales riesgos macroeconómicos, financieros y geopolíticos que configuran el panorama global. Cada riesgo se sitúa según su probabilidad y su impacto estimado en los mercados, destacando aquellos que podrían amenazar o reforzar nuestro escenario central.

Conclusión

Escenarios macro y mapa de riesgos: de la incertidumbre a la oportunidad

Nuestra filosofía Global Macro proporciona la base para un proceso de inversión disciplinado, coherente y adaptable. Se centra en comprender cómo el crecimiento, la inflación y las dinámicas de política económica configuran los mercados —y cómo ese contexto macro puede traducirse en decisiones de inversión aplicables. Esta filosofía orienta un marco cuantamental que combina la objetividad y la estructura de los modelos cuantitativos con la amplitud informativa y la comprensión contextual del análisis fundamental. En conjunto, estos elementos conforman un proceso a la vez riguroso y flexible, capaz de funcionar de forma eficaz incluso en entornos de elevada incertidumbre.

Al integrar la ciencia de la modelización sistemática con el arte de la interpretación macroeconómica, el proceso del GAA combina la disciplina basada en datos con el criterio humano. Esta síntesis nos permite reducir sesgos, formar convicciones más sólidas y aumentar la consistencia en nuestras evaluaciones de inversión. En la práctica, esta filosofía se materializa en un marco estructurado de escenarios que define un caso central —nuestra representación más probable y coherente de la economía y los mercados globales— junto con escenarios alternativos que recogen las asimetrías y posibles desviaciones respecto a esa base. Estos escenarios, junto con el Mapa de Riesgos, traducen nuestra comprensión macro en una evaluación tangible de oportunidades y vulnerabilidades a través de los distintos mercados. La interacción continua entre los escenarios, el Mapa de Riesgos y la asignación de activos mantiene el marco dinámico y autocorregido, garantizando que nuestras perspectivas capturen y se adapten a los cambios del ciclo en lugar de reaccionar a ellos.

En última instancia, nuestra filosofía consiste en reducir la incertidumbre y definir el marco de referencia del entorno de inversión. Invertimos siendo conscientes de que pueden surgir escenarios alternativos y con la flexibilidad necesaria para ajustar las carteras o cubrir riesgos conforme evolucionan las condiciones. Nuestro objetivo es transformar la complejidad en claridad y la incertidumbre en oportunidad —a través de un enfoque Global Macro disciplinado, coherente y orientado al futuro.

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.