

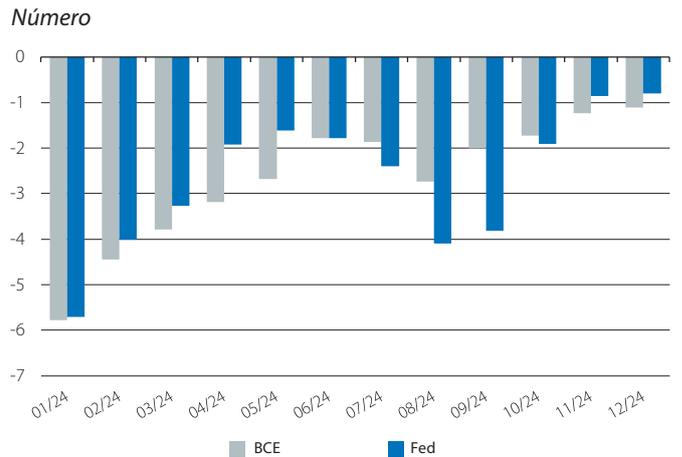
La Fed y las incógnitas sobre el crecimiento global condicionan el cierre de año de los mercados financieros

Los protagonistas de 2024 marcan el camino para 2025. El pasado 2024 fue el año del inicio de la distensión monetaria. Gran parte de los movimientos de los activos financieros se desarrollaron en torno al ajuste de expectativas de política monetaria de los inversores, con algunos episodios de cambios bruscos en las expectativas de unos mercados que, a la estela de los bancos centrales, se ajustaron según el flujo de datos macroeconómicos. El otro evento protagonista fue la victoria de Donald Trump, con unos inversores que reaccionaron con expectativas de mayor inflación y algunas dudas sobre el crecimiento económico global. Los mercados financieros vivieron otros hitos remarcables: el Banco de Japón puso fin a la era de tipos negativos, las tensiones geopolíticas se recrudecieron en Oriente Próximo, las expectativas de los beneficios de la inteligencia artificial (IA) impulsaron el dominio de las compañías tecnológicas en la renta variable, el S&P 500 encadenó dos años consecutivos de ganancias por encima del 20% (por primera vez en más de 25 años), el bitcoin alcanzó los 100.000 dólares y los activos financieros de Francia sufrieron una reevaluación (la prima de riesgo francesa prácticamente se duplicó y se consolidó en niveles por encima de la española). Con todo lo vivido, 2024 cerró en positivo para la renta variable, con el dólar como la divisa más fortalecida, pero con un repunte significativo en los tipos soberanos ante la perspectiva de mayor inflación en EE. UU., las incógnitas alrededor del futuro geopolítico global y la incertidumbre sobre cuánto más se distenderá la política monetaria.

El BCE y la Fed convergen en dirección, divergen en velocidad. En diciembre, tanto el BCE como la Fed bajaron los tipos de interés en 25 p. b., dejando el *depo* en el 3,00% y el *fed funds* en el rango de 4,25%-4,50%. En ambos casos, 100 p. b. por debajo de los máximos alcanzados en 2023. El tono del BCE apuntó a más bajadas en los próximos meses, respaldadas por una mayor confianza en el descenso final de la inflación al objetivo del 2% en 2025, y por la expectativa de que la redinamización de la actividad sea más lenta. Así, los mercados cotizan otra bajada de 25 p. b. en enero y apuntan a más recortes en la primera mitad del año, dejando un *depo* entre el 1,75% y el 2,00% a lo largo del 2S 2025. En cambio, el tono de la Fed fue mucho más cauto y se basó en una mayor expectativa de inflación para los próximos dos años y menores riesgos de enfriamiento del mercado laboral. En el *dot plot*, los miembros del FOMC proyectaron tan solo dos recortes en 2025, frente a los cuatro señalados en la actualización de septiembre. Con ello, los mercados financieros descuentan plenamente una sola bajada para mediados de 2025 (*fed funds* en el rango de 4,00%-4,25%), con una probabilidad ligeramente por encima del 50% de un segundo recorte para finales de año.

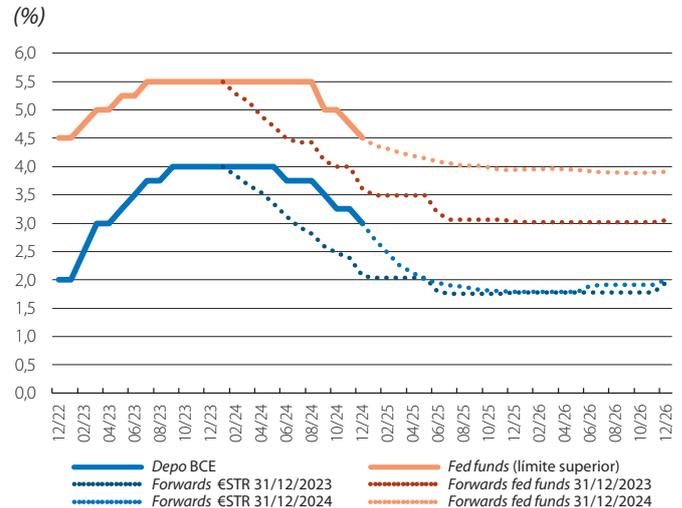
Fuerte repunte en las rentabilidades soberanas. Los mercados de deuda soberana hicieron una lectura *hawkish* del mensaje de la Fed y los tipos de interés de los *treasuries* repuntaron más de 15 p. b. en las referencias de medio y largo plazo desde la reunión hasta el fin de mes. Y es que, a pesar de que la Fed ha rebajado los

Expectativas implícitas de recortes de tipos de interés a diciembre de 2024



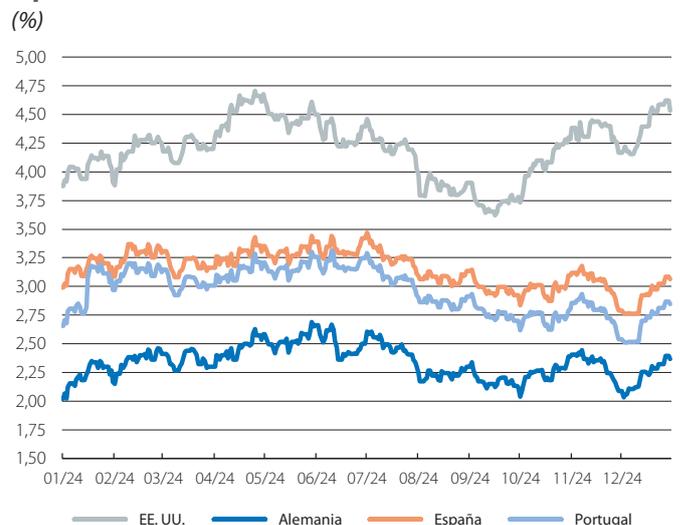
Notas: Implícitos tomados de las curvas de forwards sobre EFR y €STR. El número se refiere al promedio mensual. Cada recorte corresponde a 25 p. b.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Expectativas de tipos de interés (%)



Nota: Forwards sobre el EFR y el tipo €STR de la eurozona a partir de curvas de interés de mercado.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal, del BCE y de Bloomberg.

Tipos de interés soberanos a 10 años (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

tipos en 100 p. b., la expectativa de una mayor inflación junto con una distensión monetaria más cauta a futuro ha impulsado al alza las rentabilidades soberanas. De hecho, la rentabilidad de los *treasuries* en los tramos largos de la curva ha mostrado un comportamiento diametralmente opuesto al del *fed funds*, repuntando más de 90 p. b. desde el inicio de los recortes. Al otro lado del Atlántico, si bien el mensaje del BCE fue *dovish*, los tipos soberanos se contagiaron por sus contrapartes estadounidenses y repuntaron 30 p. b. en diciembre, con las primas de riesgo periféricas manteniéndose relativamente estables.

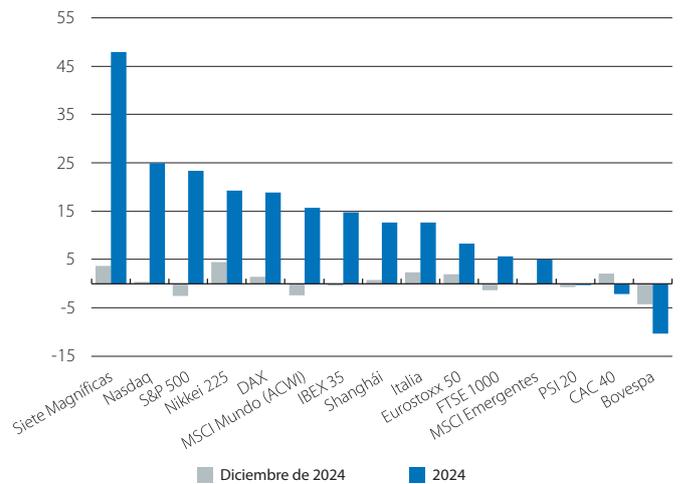
Año positivo, pero diciembre mixto, en el desempeño de las bolsas. El año 2024 fue, en líneas generales, positivo para las bolsas globales. El índice global MSCI ACWI acumuló ganancias de hasta un 15% (tras un +20% en 2023) y, salvo algunos casos excepcionales, la mayoría de los principales índices bursátiles cerraron el año en verde. Destacaron las Siete Magníficas (Apple, Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla) con ganancias acumuladas de casi un 50% en 2024, espoleadas por las expectativas de la IA, así como la bolsa japonesa (+19%), beneficiada por unos tipos de interés todavía cercanos al 0% junto a una divisa debilitada. Sin embargo, el *rally* de 2024, con un impulso en noviembre tras la victoria de Trump, perdió fuelle desde que la Fed enfrió las expectativas de recortes de tipos en la reunión de diciembre y, salvo las grandes tecnológicas, la renta variable registró un último mes de ligeras pérdidas en EE. UU. y en algunos países de la eurozona. Y es que, de cara a 2025, la incertidumbre de los efectos de las políticas económicas de Trump y del camino de la política monetaria pesó en el sentimiento inversor a finales de año. La mayor caída y volatilidad de diciembre se registró en Brasil (el Bovespa cayó un 4% y un 10% en el año), donde el deterioro de las perspectivas fiscales conllevó una pérdida significativa de confianza de los inversores.

El dólar se fortalece. El dólar continuó apreciándose, con ganancias superiores al 2%, frente a una cesta de divisas avanzadas (+5% desde la victoria de Trump y +7% en el conjunto de 2024) y alcanzó su nivel más alto desde 2022. Frente al euro, el dólar se fortaleció un 2% en diciembre, llegando incluso a alcanzar los 1,03 dólares (mínimo de dos años). Frente al yen, la apreciación fue aún superior (+11,5% en 2024 y +5% en diciembre) debido al amplio diferencial de tipos de interés y a la resistencia del Banco de Japón a volver a subir los tipos (se mantuvo en el 0,25% en diciembre). En las emergentes, la divisa con peor desempeño fue el real brasileño, con una caída superior al 20% frente al dólar en el conjunto del año, en medio de las turbulencias fiscales.

Relativa estabilidad en los precios del petróleo y relativa volatilidad en los del gas. En diciembre, el barril de Brent cotizó en una banda estrecha entre 72 y 74 dólares, en un mercado marcado por una oferta relativamente abundante y la expectativa de una demanda lastrada por la debilidad de las economías china y europea. Así, los precios del barril Brent cerraron 2024 cuatro dólares por debajo del inicio de año, y lejos de los 90 dólares vistos en los momentos álgidos de tensión en Oriente Próximo. Por su parte, los precios del gas natural TTF experimentaron movimientos de ida y vuelta el pasado mes, y finalmente cerraron casi en 50 euros/MWh (frente a un precio promedio de 35 euros/MWh en el conjunto de 2024), condicionados por el fin del acuerdo que permitía al gas ruso fluir a través de un gaseoducto que atraviesa Ucrania.

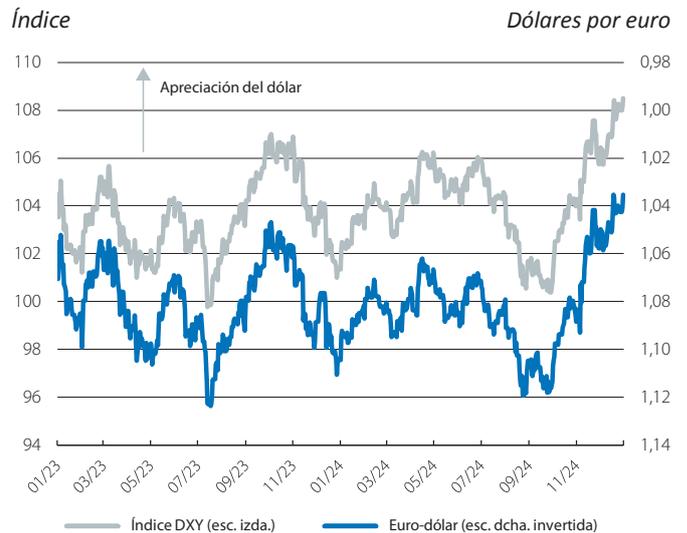
Principales índices bursátiles

Variación en el periodo (%)



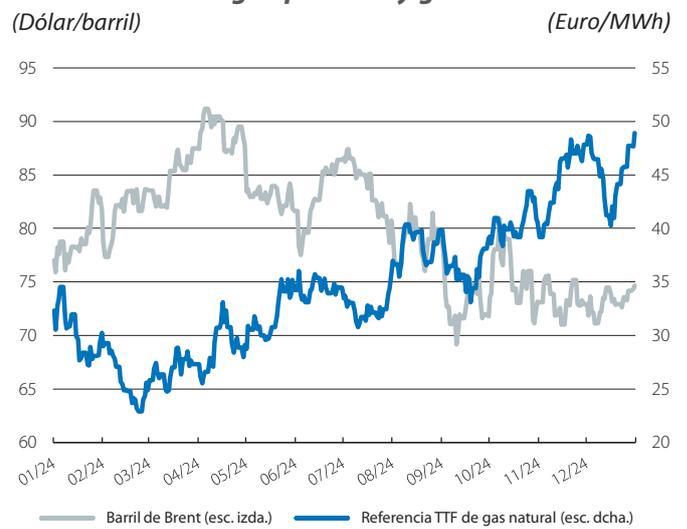
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Evolución del dólar



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Precios de la energía: petróleo y gas



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.