



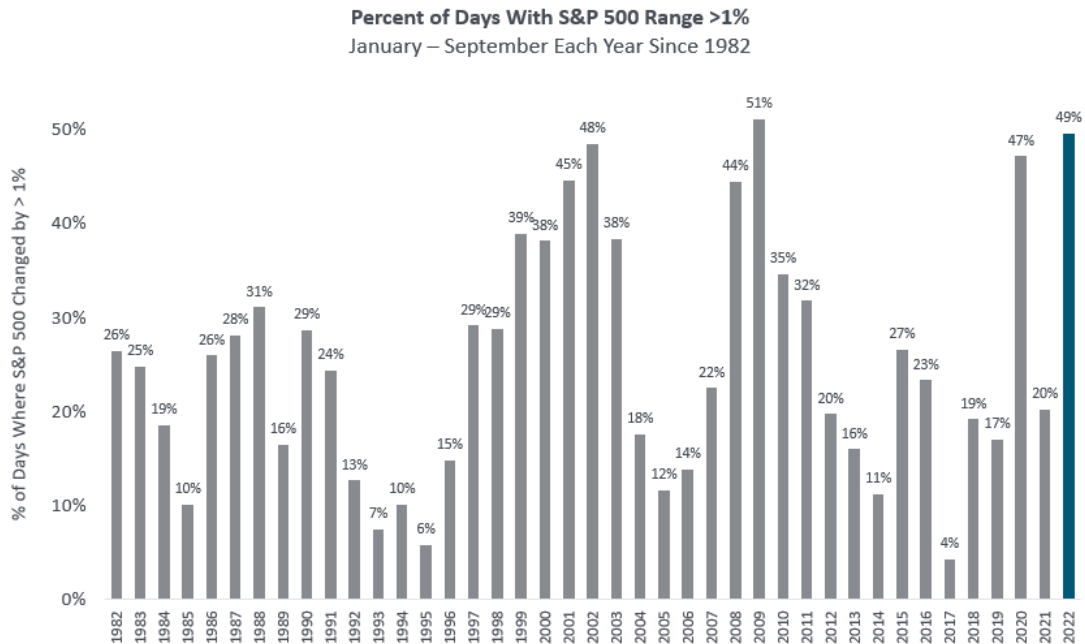
## Solo sé que no sé nada.

---

En una conversación con un cliente, surgió la pregunta de porque con un mal dato de IPC en USA publicado la semana pasada, los mercados bursátiles habían reaccionado al alza. El pésimo IPC estadounidense mostro tanto en su dato general (+8,2% a/a) como en subyacente (+6,6% a/a) cifras superando las expectativas, liderados por los desorbitados precios de los servicios. Sin embargo, ese día, el S&P 500 protagonizó una de las reversiones intradía más fuertes de los últimos años, aproximadamente un 5% entre máximo y mínimo. Exactamente la mayor reversión desde marzo de 2020, y el primer día en el que el S&P 500 bajó más del 2 % intradía, pero cerró con una subida de más del 2 % desde octubre de 2011. ¡Estos movimientos de mercado resultan más difíciles de predecir que el resultado de un derbi! Solo sé que no sé nada, dijo Sócrates y él cliente. Y no les falta razón.

Este gráfico muestra el % de días que el SP500 se movió más de un 1% por día. En 2022 se ha cumplido un 49% de las ocasiones, y si lo medimos intradía la cifra asciende al 88%!

## One Measure of Volatility Is The Highest Since The GFC

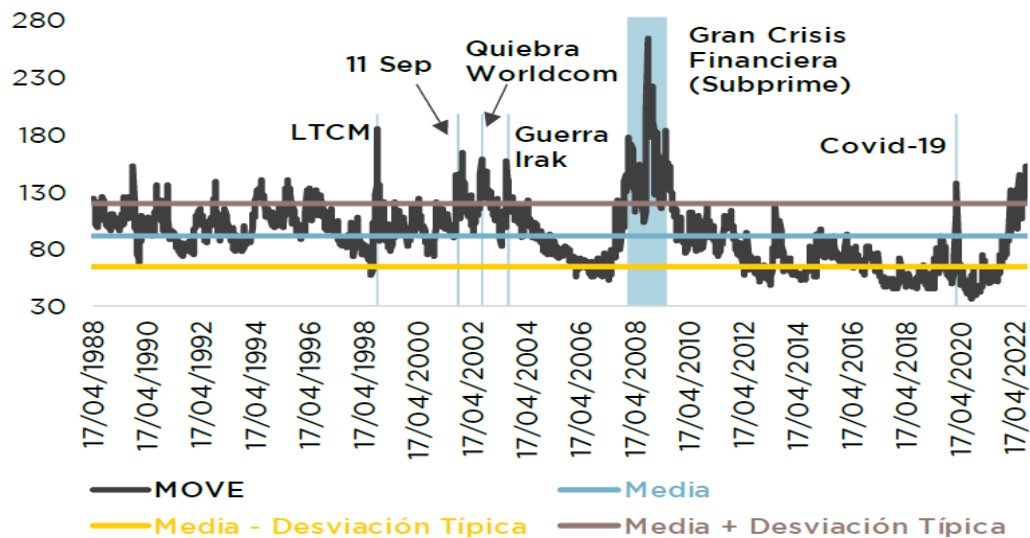


Source: FactSet. Daily data as 4 January 1982 to 30 September 2022 for S&P 500 Index. Price returns in USD. Intraday data provided by Strategas.

**Measured intraday, the S&P 500 has moved more than 1% on 88% of the days to 30 September 2022**

Estos datos ponen de manifiesto la fuerte volatilidad que estamos viviendo, así como la relevancia del momento actual, que se está caracterizando por un cúmulo de despropósitos tanto económicos como políticos. Muchas son las contradicciones a las que se enfrenta el mercado, y que están produciendo eventos de elevada volatilidad. Quizás los titulares sean en renta variable, pero son de mayor relevancia para los activos mundiales, lo que está pasando en la renta fija gubernamental, así como en las divisas.

Pasa desapercibido, como la volatilidad del mercado de renta fija pública está muy tensionado, tal y como demuestra el índice MOVE, que mide la volatilidad de los bonos del tesoro americano a corto plazo a través de la fijación de precios de opciones en diferentes plazos. Es el índice equivalente al VIX en Renta Fija.



Un primer argumento clave en estos fuertes repentes de volatilidad, sin duda es la normalización llevada a cabo por los principales bancos centrales del mundo, que se ha visto acelerada por los fuertes repentes de inflación. Ser muy alcista en tipos, ser "hawkish" está de moda. La Reserva Federal, está realizando más subidas y rápidas de lo esperado hace apenas unos meses. Esto no había sucedido en los últimos 40 años. Este año que estamos sufriendo, se recordará. Es excepcional. Cascabel al gato. Ver gráfico.



Hemos tenido años terroríficos en renta variable y en renta fija por motivos muy diversos. Sin embargo, esta vez, el detonante principal de las caídas es la normalización de los mercados de renta fija, que han estado artificialmente intervenidos durante años. Además, La FED se está encargando de que los participantes de mercado no se relajen, propiciando un continuo "repricing" de las expectativas. Por ejemplo, esta semana ha sido Kaskari, representante de la FED de Minneapolis, que ha comentado que la Reserva Federal debería seguir subiendo tipos hasta el entorno del 4.5%- 4.75% a no ser que se observen progresos en la inflación subyacente. Por su parte, Bostic, de la Fed de Atlanta, declaró que la estabilidad de precios es necesaria para lograr el máximo empleo.

Pero adicionalmente hay otro factor que añade volatilidad a los mercados financieros y en particular a los Govis y sus divisas. La falta de rigor e inconsistencia de algunos gobiernos. El mejor ejemplo, lo sucedido en Reino Unido. El mercado de gilts ha estado bajo presión desde el llamado mini presupuesto del Reino Unido de hace unas semanas. Este paquete fiscal ha sido considerado imprudente por los mercados y ha provocado un aumento de los rendimientos, subida de rentabilidad desde 3,3% hasta 4,5%, no tanto porque los mercados no valoren políticas fiscales liberales, sino porque no venía acompañado del oportuno ajuste de gasto y por tanto de deuda. Esto, a su vez, ha provocado peticiones de liquidez en los denominados planes de fondos de pensiones, y estas peticiones de liquidez deben satisfacerse con la venta de otros activos, como los bonos corporativos, por lo que ha provocado un círculo vicioso. Es una historia de activos cruzados volátil y fascinante.

Esta delicada situación, de momento ya ha propiciado la dimisión ayer de la primera ministra Lizz Truss, amplios ajustes en el plan fiscal para intentar ganar tiempo, recuperar la confianza perdida tras el impacto generado en la rentabilidad los bonos, la depreciación de la libra, y la obligada intervención del Banco de Inglaterra, anunciando un plan de compras de bonos para frenar el fuerte aumento de rentabilidades, cuando hace unas semanas, su intención era reducir balance. Debemos de recordar, que el Reino Unido es la sexta economía más grande del mundo y se enfrenta a una serie de desafíos complicados e interrelacionados.

Y los ejemplos aumentan, generando más distorsiones en un entorno ya complejo. Esta crisis tiene muchas aristas, y los problemas de Europa no son los mismo que en USA, y nada tiene que ver por ejemplo con Japón, o los del Reino Unido. Así, mientras Europa se enfrenta a una de las mayores crisis energéticas jamás vivida, cada vez queda más patente

que la solidaridad entre los miembros de la UE comienza a resquebrajarse. Países como España y Portugal hablan de sus condiciones particulares como “excepción energética”, mientras que los países del norte, con Alemania a la cabeza, pone en funcionamiento un plan de gasto para proteger en sus ciudadanos y empresas, mientras en Europa se habla de controlar la inflación o de elaborar una estrategia conjunta. Y en Japón, nos encontramos con un banco central que nada contracorriente, mientras mantiene un programa de compras, conviviendo con una inflación al alza, lo que está propiciando que su divisa tenga que soportar esa presión, llevándola a niveles críticos. Ver gráfico euro/yen.



Por lo tanto, no podemos ser optimistas a corto plazo.

Los precios al consumo, que, si bien es cierto podemos estar viendo cifras máximas, sus efectos se están extendiendo y resultando más “pegajosos” de lo esperado hace unos meses. Tampoco podemos ser muy optimistas respecto al voluntarismo de los mercados en pensar que los bancos centrales llegados un punto tenderán a relajar sus políticas, o que se producirá un aterrizaje suave en el frente económico, como en la ardua labor de reducir balance. Así pues, mantenemos un escenario donde los principales bancos centrales mantienen su tono duro, mientras sufrimos una desaceleración de la economía y caídas de beneficios empresariales. Por estas razones, desconfiamos de las subidas a corto plazo de los mercados de renta variable en este entorno, mientras que vemos los bonos como una fuente cada vez más atractiva de potencial de rendimiento y diversificación de la cartera, y cuya estabilización es necesaria para recobrar confianza en los mercados bursátiles.



## Welcome AM

917 829 206

[info@wamiberia.com](mailto:info@wamiberia.com)

Paseo de la Castellana 110, 4ª planta, 28046, Madrid.

*El presente documento ha sido elaborado por Welcome Asset Management, SGIC, S.A. ("Welcome AM SGIC") con el fin único y exclusivo de recoger las opiniones y expectativas del equipo de profesionales de dicha sociedad sobre la actualidad de los mercados financieros. Dichas opiniones y expectativas no constituyen, en ningún caso, recomendaciones en materia de inversión ni una oferta para la adquisición o suscripción de instrumentos financieros. El contenido del presente documento está basado en información que se considera correcta y que ha sido obtenida de la información pública disponible y de las propias estimaciones del equipo de profesionales de Welcome AM SGIC. No obstante, ni Welcome AM SGIC ni ninguno de sus respectivos administradores, directivos y empleados garantizan la integridad y exactitud del contenido del presente documento, el cual no deberá interpretarse como que refleja íntegramente el pasado, presente y futuro de las entidades que se mencionan en el mismo. Las conclusiones del presente documento se fundamentan en condiciones económicas y de mercado vigentes a fecha de hoy, las cuales podrían experimentar alteraciones, lo que obligaría a revisar algunas de las hipótesis asumidas en el mismo. Welcome AM SGIC no ha realizado ni obtenido de un experto una verificación independiente acerca de la exactitud e integridad de la información que ha servido de base para la elaboración del presente documento, ni una confirmación de la razonabilidad de las hipótesis utilizadas para el mismo. La información que se incluye en el presente documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye no sea ni incierta ni equívoca*

en el momento de su publicación, no se garantiza que sea exacta y completa. El presente documento lleva implícito la formulación de juicios subjetivos. En particular, gran parte de los criterios utilizados se basan, en todo o en parte, en estimaciones sobre los resultados futuros de las entidades mencionadas en el mismo, por lo que dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se han definido. Este documento no constituye, y no puede ser utilizado como una oferta para la inversión, suscripción o adquisición de instrumentos financieros. Cualquier decisión de compra o venta sobre los valores emitidos por las entidades mencionadas en el mismo, deberá adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto o folletos registrados en los organismos supervisores correspondientes. Los receptores de este documento deberán tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que el mismo se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros. En consecuencia con todo lo anterior, ni Welcome AM SGIC, ni sus respectivos socios, administradores, directivos y empleados, asumen responsabilidad alguna por los daños o perjuicios que, directa o indirectamente, pudieran derivarse de las decisiones que se adopten sobre la base del presente documento ni del uso que sus destinatarios hagan de la misma. Sus datos personales se encuentran albergados en un fichero automatizado en nuestras oficinas de Madrid, en Paseo de la Castellana, 110, 4ª Planta - 28046 Madrid. A menos que se especifique lo contrario, estos datos pueden ser utilizados por Welcome AM SGIC con el propósito de remitirle comunicaciones comerciales. En caso de querer ejercer sus derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición, por favor, póngase en contacto con nosotros a través de la dirección de email [dpo@wamiberia.com](mailto:dpo@wamiberia.com). En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Welcome AM SGIC, por favor notifíquenoslos a través de la dirección del email [dpo@wamiberia.com](mailto:dpo@wamiberia.com). Welcome Asset Management, SGIC, S.A., inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al tomo 43.333, folio 83, hoja M-765.532, y con CIF A-58.373.812, e inscrita en el Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV") con el número 78.