

# Axel Botte “Recomendamos una modesta inclinación hacia los valores pequeños”

La revisión al alza de los beneficios y el pobre desempeño de 2023 deberían servir de apoyo para la recuperación de las firmas de menor capitalización ▶ Espera que la Fed suba una vez más los tipos antes de hacer una pausa y no prevé bajadas hasta 2024

GEMA ESCRIBANO  
MADRID

**E**l terremoto financiero generado por los bancos regionales de EE UU frenó el rally en el que estaban inmersos los mercados. Aunque a finales de marzo los inversores se dejaron llevar por los nervios, Axel Botte considera que la situación actual dista mucho de la vivida en 2008. El estratega de Ostrum AM cree que las instituciones han actuado con rapidez y que sigue habiendo opciones atractivas tanto en la renta fija como en la variable.

**Los problemas de la banca regional en EE UU y el rescate de Credit Suisse revivieron los fantasmas de una crisis financiera. ¿Ha pasado ya el susto?**

Las crisis sistémicas son difíciles de predecir, pero lo que hemos visto a mediados de marzo con la caída de Silicon Valley Bank o el rescate a Credit Suisse obedece más a cuestiones específicas de las entidades que a una eventual crisis sistémica como lo que sucedió en 2008 con Le-

hman Brothers. No creemos que las instituciones implicadas en la sacudida de las últimas semanas, especialmente las estadounidenses, encajen en el guion de una crisis sistémica sino más bien se trata en muchos casos de bancos tradicionales sometidos a tensiones por la fuga de depósitos. En mi opinión, las autoridades han actuado con rapidez para aliviar las tensiones. Yellen señaló que los reguladores estaban preparados para garantizar los depósitos en caso de quiebra. Asimismo, EE UU va a fortalecer su regulación y algunas de las medidas, como el hecho de que la Fed pueda prestar dinero a las entidades si como garantía se ofrecen bonos del Tesoro, serán permanentes. Esa era una de las piezas que faltaban y que han acentuado la sacudida.

**Lo ocurrido con los bancos y los temores de recesión han rebajado las expectativas de alzas de tipos. ¿Prevén recortes de las tasas a final de año?**

El mercado llegó a descontar una tasa final del 5,5% en EE UU antes de la sacudida, pero el escenario base con el que trabajamos pasa por que la Fed suba los tipos otros 25 puntos bási-

cos. El BCE mantendrá el rumbo y continuará elevando las tasas. Eso sí, tratará de hacer una distinción entre el objetivo de domar la inflación y a la vez garantizar la estabilidad financiera. Si surgen momentos de tensión el BCE dispone de instrumentos para calmar al mercado. Los eventuales recortes de los tipos tanto en EE UU como en Europa quedan aplazados a 2024.

**Hasta el terremoto bancario, las Bolsas venían registrando un buen inicio de año. ¿Sigue teniendo recorrido la renta variable europea?**

En el primer trimestre hemos visto cómo muchos inversores transferían flujos de la renta variable estadounidense a la europea y a pesar del susto generado por los bancos hemos tenido un primer trimestre muy decente. Tras las caídas de mediados de marzo, las valoraciones se han ajustado. El precio actual al que cotiza la Bolsa europea no es un obstáculo. El problema es que con una inflación alta la capacidad de mantener márgenes se reduce. No obstante, creemos que habrá mejores oportunidades de compra más adelante. Los últimos datos ade-

lantados, como el PMI de Alemania, deberían ayudar a sostener el comportamiento de la Bolsa

**¿Cuáles son los criterios que guían su inversión en Bolsa?**

Las perspectivas cíclicas de la economía son muy importantes, ya que determinan el potencial de beneficios de las empresas. Junto al contexto macroeconómico y los beneficios, otro de los criterios que seguimos de cerca es el pago de dividendos.

**¿Qué resulta más atractivo, las pequeñas empresas o las firmas de mayor capitalización?**

En lo que va de año los valores de pequeña capitalización han obtenido peores resultados que los de gran capitalización en Europa, sobre todo en marzo, que registraron caídas en torno al 4% frente a los grandes valores, que tuvieron un comportamiento plano. A pesar de este pobre desempeño, las revisiones al alza de los beneficios de las pequeñas empresas están siendo más pronunciadas, con crecimientos del 8% a 12 meses vista. Los indicios de una incipiente recuperación de la economía de la zona del euro deberían ser más beneficioso para los va-

lores de pequeña capitalización, que tienen una mayor proporción de ingresos nacionales. Aunque sus valoraciones son más ajustadas, recomendaríamos una modesta inclinación positiva hacia las pequeñas capitalizaciones, ya que la rentabilidad inferior de 2023 debería desaparecer.

**¿Qué lecciones deja el trato dado a los bonos contingentes convertibles en la compra de Credit Suisse por UBS?**

Lo sucedido con el rescate a Credit Suisse crea un incidente peligroso que cuesta asimilar. La conclusión que se desprende es que cuando el Gobierno interviene en las instituciones financieras las reglas cambian y se trastoca el orden de prelación, dejando en el aire lo que hasta entonces se esperaba. Ante el revuelo, la Autoridad Bancaria Europea (EBA) ha intentado salir al paso diciendo que lo sucedido con la entidad suiza es un caso particular.

**¿Ven valor en la deuda? ¿Cuáles son sus principales posiciones en la renta fija?**

En un escenario como el actual, en el que las curvas de deuda están invertidas, nos centramos en los vencimientos cortos. Asimismo, vemos valor en la deuda de alto rendimiento porque ofrecen rentabilidades atractivas y creemos que la tasa de impago continúa siendo baja. En un contexto en el que esperamos que los precios se mantengan altos también vemos valor en la deuda indexada a la inflación. Si bien los rendimientos que ofrecen son bajos, los cupones se actualizan en función de los precios y esto puede aportar un extra de rentabilidad a las carteras de inversión.

**¿Cuáles son los principales riesgos para los mercados? ¿Esperan una recesión?**

El principal riesgo para el mercado es que la persistencia de la inflación obligue a los bancos centrales a endurecer la política monetaria más allá de las expectativas actuales. Los mercados prevén recortes en EE UU y solo dos, o como mucho tres, subidas de 25 puntos básicos por parte del BCE. Es poco probable que la inflación subyacente se ralentice sustancialmente este año y los precios de la energía podrían verse afectados por los recortes de la OPEP y a una mayor demanda de China. Ahora bien, no esperamos una recesión.



**La deuda de alto rendimiento ofrece rentabilidades atractivas y las tasas de impago continúan siendo bajas**



**No esperamos un escenario de recesión, aunque las presiones inflacionistas seguirán siendo altas**