

Els dividends, damnificats a curt termini però amb un futur atractiu

7 d'Abril de 2020

L'epidèmia global causada per COVID19 està impactant de manera severa a nivell sanitari, social i econòmic. En aquest entorn d'elevada incertesa sobre l'esdevenir a curt termini, les companyies òbviament no són immunes als fets que estan esdevenint. Els seus models de negoci i balanços es veuen sotmesos a un nivell d'estress desconegut en les últimes dècades mentre a l'origen de la crisi no prové dels clàssics factors de naturalesa econòmica que donen lloc a dificultats empresarials.

Per això, bona part de les corporacions estan prenent en primer lloc decisions encaminades a garantir la seva supervivència post-COVID19 a través de mesures que busquen mantenir liquiditat en balanç per a afrontar els pròxims trimestres a fi de fer front als seus compromisos de pagament, tant operatius com financers. En aquest sentit, estem assistint per tant a una priorització sense precedents d'usos del capital, de manera que:

- el **servei del deute i re-pagament de compromisos** s'han vist reforçats més si cap en l'escala de prioritats
- les **operacions corporatives** han pràcticament desaparegut dels plans estratègics.
- la **inversió en capital fix** s'ha concentrat exclusivament en el manteniment de l'activitat, deixant a un costat projectes d'increment de capacitat.
- **les polítiques de remuneració a l'accionista han estat les principals damnificades**

L'objecte d'aquesta Nota és precisament aprofundir en aquest últim punt.

Què han comunicat les companyies cotitzades fins avui?

Potser és massa aviat per a tenir una radiografia completa i entenem que la temporada de resultats empresarials corresponents al 1T20 (inici a meitat d'abril) serà un bon moment en el qual les companyies que no han comunicat encara els seus plans abordaran la qüestió sobre els dividends. Amb tot, a data 1 d'abril:

Índex	# companyies DIVIDEND CANCEL·LAT (1)	# compañías DIVIDEND DISCONTINUAT (2)	# companyies DIVIDEND OMÈS (3)
Stoxx 600 Europe	59	7	25
S&P 500	0	18	2

Font: Bloomberg

(1) Dividend aprovat i finalment no pagat

(2) Dividend que ha deixat de pagar-se o que s'ha retallat

(3) Dividend suspès. Previst que s'anés a declarar, però que finalment no és portat a votació.

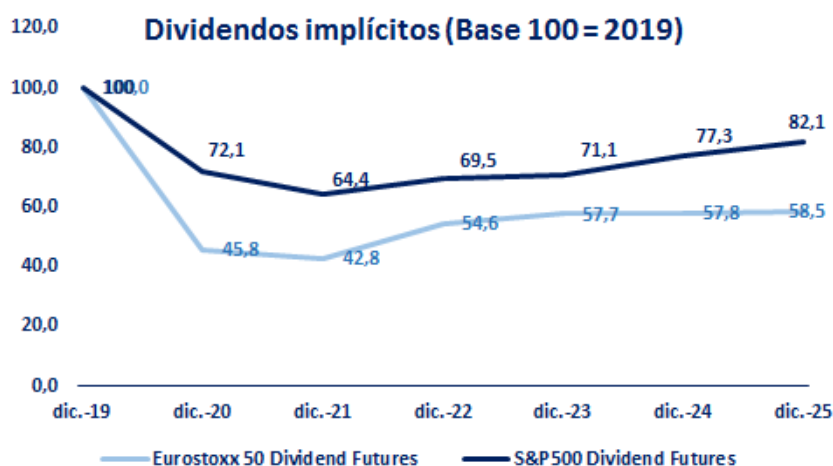
Si bé la terminologia i classificació és una miqueta ambigua a l'hora de classificar les decisions sobre la remuneració a l'accionista (també podríem parlar de dividends retinguts en balanç i el pagament del qual es posposa temporalment, com és la recomanació/imposició del Banc Central Europeu fins almenys octubre de 2020 per als bancs europeus), és evident que les companyies han preferit adoptar una aproximació conservadora en les seves polítiques de dividends. Aquest fet és especialment observable en:

- **Bancs.** Malgrat la major fortalesa de balanços de bona part del sector respecte a crisis passades, els reguladors estan demanant/exigint cautela als dirigents del sector en un moment en què l'esforç ha de concentrar-se a salvaguardar la transmissió del canal de finançament a través de préstecs.
- **Petroli & Gas.** Amb especial atenció a companyies d'exploració & producció així com companyies que proveeixen d'equipament i mitjans per al sector mentre al xoc de demanda motivat per COVID19 s'uneix el xoc d'oferta derivat de la ruptura dels acords del cartell de l'OPEP i l'excés de barrils de cru en el mercat.
- **Immobiliari.** Dins d'aquest, les companyies enfocades a la tinença, gestió i lloguer de propietats, històricament generadores de caixa i pagadores de dividend, han vist com la recol·lecció de les seves rendes per lloguer es complica o es redueix per la baixa activitat econòmica.
- **Companyies amb elevat palanquejament.** Un balanç pressionat permet afrontar l'actual conjuntura amb menor capacitat d'actuació tant en liquiditat com en endeutament, dos elements crítics per a garantir la supervivència d'una companyia.
- **En general, companyies vinculades a cicles econòmics curts.** La falta de visibilitat sobre activitat i demanda dificulta la capacitat predictiva de la generació de caixa per part dels executius.

Què ens està dient el mercat?

Si prenem com a referència els futurs sobre dividends cotitzats a tancament de març, el mercat estaria posant en preu:

- una retallada del dividend del 54% a Europa en 2020 i no es recupera el nivell de 2019 en els pròxims 10 anys. A tancament de 2019 descomptaven una alça de l'1% en 2020.
- una retallada del dividend del 28% als EUA en 2020 i no es recupera el nivell de 2019 fins a 2028. A tancament de 2019 descomptaven una alça del 4% en 2020.



Font: Bloomberg, Elaboració pròpia

Per a contextualitzar el sentiment de mercat actual, en la Gran Crisi Financera (2008) la **retallada real** (no l'implícit a través de derivats) de dividends acumulat de màxim a mínim als EUA va ser aproximadament del 25%, mentre que en el cas europeu va ser pròxim al 33%. A més, aquestes retallades en la remuneració agregada dels índexs es van produir partint de nivells d'endeutament corporatiu més elevats que els actuals, amb uns costos de finançament de partida summament superiors als presents i amb una resposta monetària i fiscal menys quantiosa i ràpida que la que en aquestes últimes setmanes s'està implementant, la qual cosa hauria d'actuar d'escut per al teixit empresarial per a evitar una deterioració profunda d'aquest.

Si ampliem l'horitzó temporal d'anàlisi, la lectura que extraïem és encara més consistent. Prenent el cas estatunidenc, on l'històric és més llarg, observem com només hi ha hagut un període des de 1890 (Gran Depressió, dècada 1930s) en el qual els dividends nominals per acció han caigut de forma sostinguda en períodes de 10 anys. **Això permet afirmar que històricament les decisions empresarials que han portat a una reducció dels dividends han tingut una vigència en el curt termini, però en el llarg termini sempre han tingut un rèdit molt positiu per als inversors.**



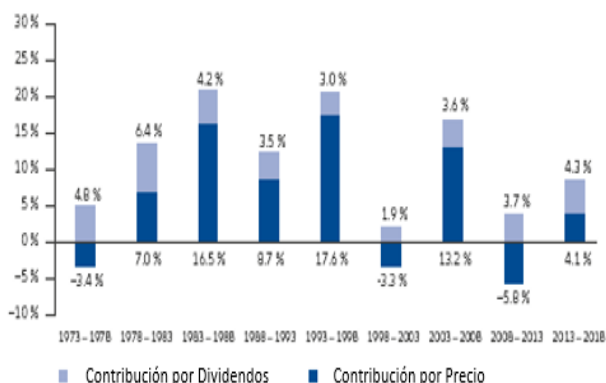
Font: Financial Times, Robert Shiller, Matthew C Klein

Què podem esperar en el mitjà i llarg termini d'una estratègia d'inversió on el retorn per dividends és clau com en el cas del CE Renda?

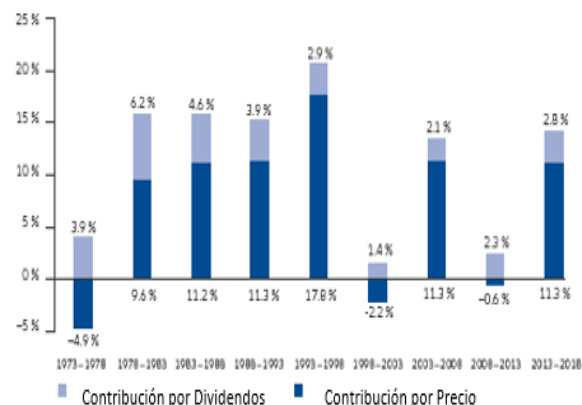
- **Retorns superiors respecte a les companyies menys propenses a retribuir a l'accionista.** Històricament, les companyies amb sòlides polítiques retributives han gaudit del favor dels inversors i han tingut rendiments totals substancialment superiors. En aquest sentit, prenent com a exemple el mercat estatunidenc, en el llarg termini les companyies del S&P 500 que han començat a pagar dividends, amb dividends creixents o que simplement han pagat dividends sense realitzar modificacions s'han revaloritzat de forma anualitzada en més de 700-800 punts bàsics respecte a aquelles que no retribueixen, han reduït o eliminat els dividends, segons un estudi de Ned Davis Research per al període comprès entre 1972 i 2010.

- **Dividends que actuen com a factor estabilitzador dels rendiments que obtenen els inversors.**
Prenent períodes de 5 anys des de 1973 fins a 2018, observem com la contribució anualitzada del rendiment per dividend sempre ha estat positiva, fins i tot en períodes correctius de preus com els registrats en els quinquennis 1998/2003 i 2008/2013.

Contribución anual por dividendo y precio del MSCI Europe en periodos de 5 años (1973-2018)

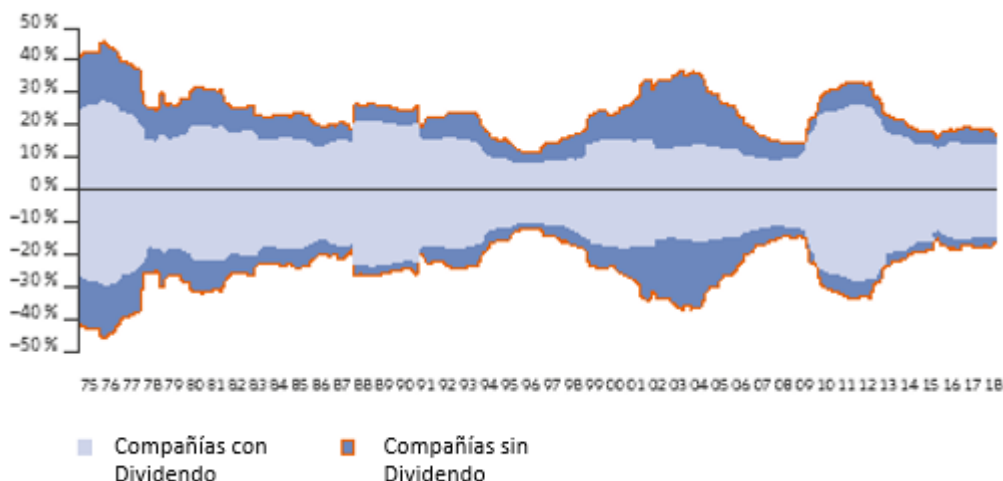


Contribución anual por dividendo y precio del MSCI North America en periodos de 5 años (1973-2018)



Font: Datastream, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research

- **Menor volatilitat de les companyies que remuneren a l'accionista respecte a les que no ho fan.**
Aquest fet el podem observar analitzant la volatilitat a 3 anys de companyies estatunidenques del S&P 500 (a Europa també tindriem un comportament anàleg) que paguen dividend de les quals no paguen.



Font: Datastream, Ned Davis Data, NFJ Research, Allianz Global Investor

De quina manera el **CE Renda** aborda la inversió en dividends i com està posicionat actualment?

El **CE Renda**, fons *income* amb una cartera diversificada que inverteix fins al 70% del patrimoni en renda variable, implementa una estratègia de rendes que té en compte dividend i recompres d'accions quan fem ús de la renda variable com a eina d'inversió. Alineats amb l'objectiu finalista d'aquesta mena d'inversions, l'enfocament utilitzat es basa en la sostenibilitat en les polítiques de remuneració.

Què entenem nosaltres per sostenibilitat?

Sota la nostra òptica, una retribució és sostenible si:

- és finançable orgànicament;
- no compromet la solvència i els recursos financers de la companyia a **llarg termini**;
- s'emmarca en una política d'assignació de capital raonable i en la qual té una certa prelación respecte a la resta d'usos del capital.

En l'entorn actual, les companyies en les quals estem invertits no han estat immunes a les circumstàncies que ens envolten i els executius de les mateixes han pres decisions en matèria de dividends en línia amb el que podem esperar en un moment de stress exogen. Així, hem tingut retallades i suspensions/retencions de dividends que considerem són les decisions adequades per a garantir la **solvència dels negocis**. Això no contradiu la nostra definició de sostenibilitat del dividend perquè, com dèiem a l'inici de la Nota, posa **especial èmfasi en el segon criteri** prèviament esmentat per a poder oferir uns **retorns novament atractius en el mitjà/llarg termini una vegada el desenvolupament empresarial torni a uns estàndards de mínima normalitat**. Dit d'una altra manera: preferim un sacrifici del dividend a curt termini, a fi de ser el nucli de l'estratègia, amb la finalitat de tenir una companyia millor posicionada financera i operativament per a navegar en el llarg termini.

Dues qüestions poden marcar l'esdevenir immediat en matèria de dividends. En primer lloc, amb elevada probabilitat la tendència de retallada de dividends anirà in crescendo durant els pròxims mesos si l'excepcionalitat del moment no tendeix a una ràpida normalització. Per això, **continuem monitoritzant de prop la situació amb l'objectiu d'aprofitar possibles ineficiències que brindi el mercat**.

En segon terme, no és descartable pensar que a futur, potser fins i tot més aviat que tard si les valoracions es mostren deprimides, **les companyies puguin atorgar un major pes a la retribució via recompra d'accions que a través de dividends**, un fet que ha succeït històricament així als EUA però no tant a Europa. Probablement la generació de valor per a l'accionista es maximitza en major mesura amb més equilibri entre recompres i dividends mentre suposa un suport potent per al benefici per acció, que a llarg termini guia l'acompliment del preu de les accions. En tot cas, com indiquem anteriorment, **CE Renda continuarà considerant tots dos vectors de les polítiques retributives i tractarem de traslladar la nostra visió a les companyies de les quals som accionistes**.

Amb tot, prenent la cartera de renda variable a tancament de març, aquesta manté una exposició moderada a negocis que han estat en l'epicentre dels ajustos en les polítiques retributives:

- **Bancs (5%).** 3 entitats majorment de banca domèstica líders en els seus respectius mercats d'origen (Intesa Sanpaolo, ING, CaixaBank) amb ràtios de solvència i liquiditat significativament per sobre dels requeriments oficials que els permetrien com a mínim mantenir el nivell de retribució de 2019 però supeditats a directrius del regulador (BCE).

- **Petroli & Gas (5%).** Una companyia integrada (Galp) i una altra d'equipament per a l'exploració (Technip) amb balanços molt sanejats i amb visibilitat de creixement en producció en el primer dels casos i elevada cartera de comandes signades en llibres en el cas de la segona.
- **Immobiliari (22%).** Mantenim una posició infraponderada respecte a benchmark a través de 9 companyies que cotitzen amb un descompte mitjà respecte a valor net dels seus actius calculat per companyies taxadores independents superior al 25% (en el cas dels 3 operadors de centres comercials en cartera el descompte aconseguim fins al 75%); amb un deute gairebé 100% a tipus fix per als pròxims 6 anys sense destacables necessitats de refinançament a curt termini; i balanços desapalancados (34% deute sobre valor net dels actius en mitjana).
- **Companyies amb elevat palanquejament (3%).** Únicament a través del líder mundial cerveser Anheuser Busch, que manté una posició de caixa àmpliament folgada (2 anys d'activitat) i acaba de rebre el vistiplau de les autoritats de competència per a la desinversió del seu negoci australià, fons que destinarà íntegrament a l'amortització de deute.
- **Companyies vinculades a cicles econòmics curts (10%).** A través d'una col·lecció de 4 companyies amb posicions de lideratge en determinats nínxols de negoci i que en part de les seves línies d'activitat tenen una exposició a demanda resiliència.

Companyia	Pes	Cartera	Rentab. Dividend 12m	Rentab. Dividend Esperada
UNILEVER NV-CVA	3,8%	Dividend Sostenible	3,7%	3,9%
TRITAX BIG BOX REIT PLC	3,7%	Immobil·liària	6,5%	6,4%
HENKEL AG & CO KGAA	3,6%	Dividend Sostenible	2,9%	2,6%
FIBRA PROLOGIS	3,6%	Immobil·liària	7,1%	7,0%
DIAGEO PLC	3,5%	Dividend Sostenible	2,8%	2,9%
RELX PLC	3,4%	Dividend Sostenible	2,6%	1,9%
UPM-KYMENNE	3,3%	Dividend Sostenible	5,6%	5,7%
LAR ESPANA REAL ESTATE SOCIMI	3,3%	Immobil·liària	18,4%	12,8%
AMGEN INC	3,1%	Dividend Sostenible	2,9%	3,1%
DANONE	3,1%	Dividend Sostenible	3,4%	3,8%
Top10 Holdings	34,4%	Promig	5,6%	5,0%
		Mitjana	3,6%	3,8%

Font: Bloomberg, Elaboració pròpia

La cartera manté una **rendibilitat per dividend en els últims 12 mesos per sobre del 4.5%** considerant els preus actuals de les companyies en cartera, mentre que el promig de les 10 posicions amb major pes és moderadament superior (5.6%). En aquesta línia mantindrem el focus en companyies que ofereixin una rendibilitat per dividend com a mínim del 2.5% considerant dividends i recompres d'accions però que sobretot siguin capaços de fer créixer la retribució de manera sostenible i considerant un horitzó de llarg termini.

Així, tenim una **cartera de participades que han actuat en el curt termini pensant en el llarg termini**, com per exemple algunes companyies immobiliàries que bonificaran o condonaran quotes als seus inquilins prevalent la relació proveïdor-client. Malgrat ser doloroses en el moment com a inversors, aquest tipus de decisions denoten la **qualitat dels negocis i persones que estan al capdavant** d'aquests, precisament dos factors que **CE Renda** continuarà posant en el centre de l'estratègia com fins avui ha fet.

DISCLAIMER

L'informe s'ha realitzat amb la finalitat de proporcionar als inversors informació general sobre valors i instruments financers, a la data d'emissió d'aquest, i està subjecte a canvis sense previ avís. La informació es proporciona basant-se en fonts considerades com a fiables, si bé, CAIXA ENGINYERS GESTION no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat d'aquestes.

És possible que la informació pugui referir-se a productes, operacions o serveis d'inversió respecte dels quals existeixi informació addicional en documentació separada, incloent el document d'informació fonamental per a l'inversor i el fullet complet. Es recomana llegir aquests documents per a poder prendre una decisió fundada sobre la conveniència d'invertir en aquests productes. Pot sol·licitar aquesta documentació al seu gerent personal, en qualsevol oficina de Caixa d'Enginyers, en www.caja-ingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contingut dels informes en cap cas constitueix una oferta o recomanació de compra o venda de cap producte o instrument financer. L'inversor ha de ser conscient que els valors i instruments financers a què es refereixen poden no ser adequats als seus objectius concrets d'inversió, per la qual cosa l'inversor ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió. A aquest efecte, CAIXA ENGINYERS GESTION, S.A.O. en la seva condició d'emissor de l'informe, així com de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS, S. COOP. DE CREDITO, en la seva condició de comercialitzador, no es fan responsables del mal ús que es faci d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui sofrir l'inversor que formalitzi operacions prenent com a referència les valoracions i opinions recollides en els informes. L'inversor deu, així mateix, tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions, no garanteixen l'evolució o resultats futurs.

©Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, ni fins i tot citant les fonts, excepte amb consentiment previ per escrit de CAIXA ENGINYERS GESTION, SGIIC, SAU. All rights reserved.