

Los dividendos, damnificados a corto plazo pero con un futuro atractivo

7 de Abril de 2020

La epidemia global causada por COVID19 está impactando de forma severa a nivel sanitario, social y económico. En este entorno de elevada incertidumbre sobre el devenir a corto plazo, las compañías obviamente no son inmunes a los hechos que están aconteciendo. Sus modelos de negocio y balances se ven sometidos a un nivel de stress desconocido en las últimas décadas en tanto en cuanto al origen de la crisis no emana de los clásicos factores de naturaleza económica que dan lugar a dificultades empresariales.

Por ello, buena parte de las corporaciones están tomando en primer lugar decisiones encaminadas a garantizar su supervivencia post-COVID19 a través de medidas que buscan mantener liquidez en balance para afrontar los próximos trimestres en aras de hacer frente a sus compromisos de pago, tanto operativos como financieros. En este sentido, estamos asistiendo por tanto a una priorización sin precedentes de usos del capital, de manera que:

- el **servicio de la deuda y repago de compromisos** se han visto reforzados más si cabe en la escala de prioridades
- las **operaciones corporativas** han prácticamente desaparecido de los planes estratégicos
- la **inversión en capital fijo** se ha concentrado exclusivamente en el mantenimiento de la actividad, dejando a un lado proyectos de incremento de capacidad
- **las políticas de remuneración al accionista han sido las principales damnificadas**

El objeto de esta Nota es precisamente ahondar en este último punto.

¿Qué han comunicado las compañías cotizadas hasta la fecha?

Quizás es demasiado pronto para tener una radiografía completa y entendemos que la temporada de resultados empresariales correspondientes al 1T20 (inicio a mitad de abril) será un buen momento en el cual las compañías que no han comunicado todavía sus planes abordarán la cuestión sobre los dividendos. Con todo, a fecha 1 de abril:

Índice	# compañías DIVIDENDO CANCELADO (1)	# compañías DIVIDENDO DISCONTINUADO (2)	# compañías DIVIDENDO OMITIDO (3)
Stoxx 600 Europe	59	7	25
S&P 500	0	18	2

Fuente: Bloomberg

(1) Dividendo aprobado y finalmente no pagado

(2) Dividendo que ha dejado de pagarse o que se ha recortado

(3) Dividendo suspendido. Previsto que se fuera a declarar, pero que finalmente no es llevado a votación.

Si bien la terminología y clasificación es un tanto ambigua a la hora de clasificar las decisiones sobre la remuneración al accionista (también podríamos hablar de dividendos retenidos en balance y cuyo pago

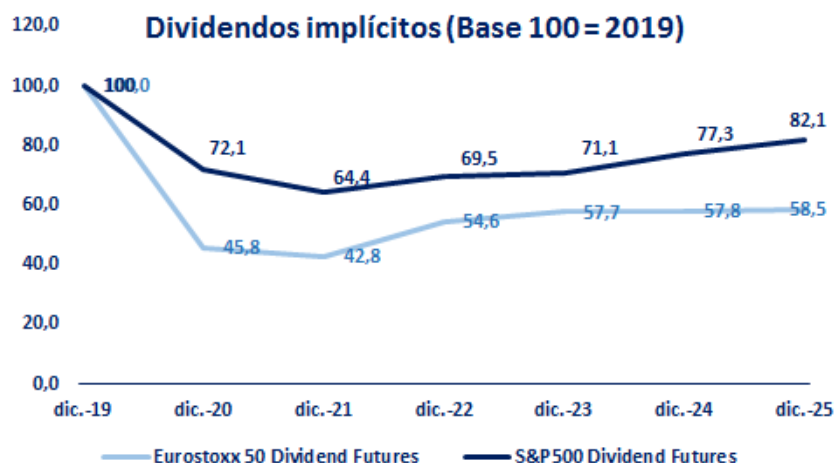
se pospone temporalmente, como es la recomendación/imposición del Banco Central Europeo hasta al menos octubre de 2020 para los bancos europeos), es evidente que las compañías han preferido adoptar una aproximación conservadora en sus políticas de dividendos. Este hecho es especialmente observable en:

- **Bancos.** Pese a la mayor fortaleza de balances de buena parte del sector respecto a crisis pasadas, los reguladores están pidiendo/exigiendo cautela a los dirigentes del sector en un momento en que el esfuerzo debe concentrarse en salvaguardar la transmisión del canal de financiación a través de préstamos.
- **Petróleo & Gas.** Con especial atención a compañías de exploración & producción así como compañías que proveen de equipamiento y medios para el sector en tanto en cuanto al shock de demanda motivado por COVID19 se une el shock de oferta derivado de la ruptura de los acuerdos del cartel de la OPEP y el exceso de barriles de crudo en el mercado.
- **Inmobiliario.** Dentro del mismo, las compañías enfocadas a la tenencia, gestión y alquiler de propiedades, históricamente generadoras de caja y pagadoras de dividendo, han visto como la recolección de sus rentas por alquiler se complica o se reduce por la baja actividad económica.
- **Compañías con elevado apalancamiento.** Un balance tensionado permite afrontar la actual coyuntura con menor capacidad de actuación tanto en liquidez como en endeudamiento, dos elementos críticos para garantizar la supervivencia de una compañía.
- **En general, compañías vinculadas a ciclos económicos cortos.** La falta de visibilidad sobre actividad y demanda dificulta la capacidad predictiva de la generación de caja por parte de los ejecutivos.

¿Qué nos está diciendo el mercado?

Si tomamos como referencia los futuros sobre dividendos cotizados a cierre de marzo, el mercado estaría poniendo en precio:

- un recorte del dividendo del 54% en Europa en 2020 y no se recupera el nivel de 2019 en los próximos 10 años. A cierre de 2019 descontaban un alza del 1% en 2020.
- un recorte del dividendo del 28% en EEUU en 2020 y no se recupera el nivel de 2019 hasta 2028. A cierre de 2019 descontaban un alza del 4% en 2020.



Fuente: Bloomberg, Elaboración propia

Para contextualizar el sentimiento de mercado actual, en la Gran Crisis Financiera (2008) el **recorte real** (no el implícito a través de derivados) de dividendos acumulado de máximo a mínimo en EEUU fue aproximadamente del 25%, mientras que en el caso europeo fue cercano al 33%. Además, dichos

recortes en la remuneración agregada de los índices se produjeron partiendo de niveles de endeudamiento corporativo más elevados que los actuales, con unos costes de financiación de partida sumamente superiores a los presentes y con una respuesta monetaria y fiscal menos cuantiosa y rápida que la que en estas últimas semanas se está implementando, lo cual debería actuar de escudo para el tejido empresarial para evitar un deterioro profundo del mismo.

Si ampliamos el horizonte temporal de análisis, la lectura que extraemos es todavía más consistente. Tomando el caso estadounidense, donde el histórico es más longevo, observamos como solo ha habido un periodo desde 1890 (Gran Depresión, década 1930s) en el que los dividendos nominales por acción han caído de forma sostenida en periodos de 10 años. **Ello permite afirmar que históricamente las decisiones empresariales que han llevado a una reducción de los dividendos han tenido una vigencia en el corto plazo, pero en el largo plazo siempre han tenido un rédito muy positivo para los inversores.**



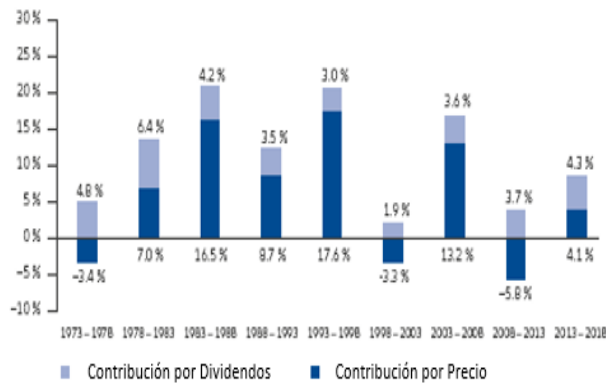
Fuente: Financial Times, Robert Shiller, Matthew C Klein

¿Qué podemos esperar en el medio y largo plazo de una estrategia de inversión donde el retorno por dividendos es clave como en el caso del **CI Renta**?

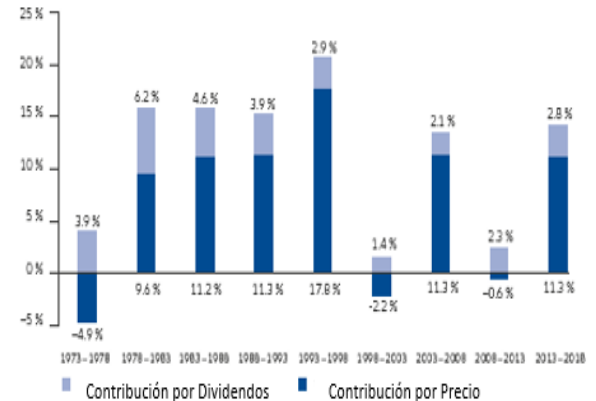
- **Retornos superiores respecto a las compañías menos proclives a retribuir al accionista.** Históricamente, las compañías con sólidas políticas retributivas han gozado del favor de los inversores y han tenido rendimientos totales sustancialmente superiores. En este sentido, tomando como ejemplo el mercado estadounidense, en el largo plazo las compañías del S&P 500 que han empezado a pagar dividendos, con dividendos crecientes o que simplemente han pagado dividendos sin realizar modificaciones se han revalorizado de forma anualizada en más de 700-800 puntos básicos respecto a aquellas que no retribuyen, han reducido o eliminado los dividendos, según un estudio de Ned Davis Research para el periodo comprendido entre 1972 y 2010.
- **Dividendos que actúan como factor estabilizador de los rendimientos que obtienen los inversores.** Tomando periodos de 5 años desde 1973 hasta 2018, observamos como la contribución anualizada del rendimiento por dividendo siempre ha sido positiva, incluso en periodos correctivos de precios como los registrados en los quinquenios 1998/2003 y 2008/2013.



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

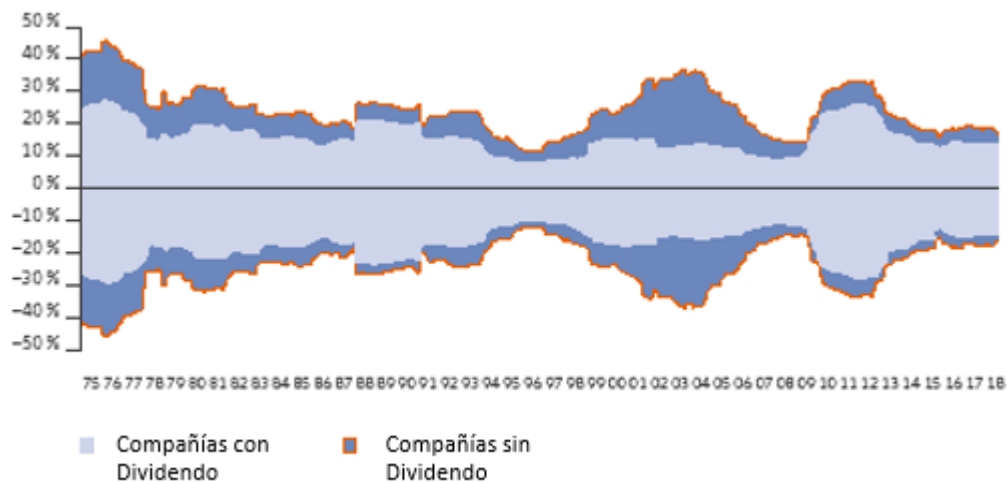


Contribución anual por dividendo y precio del MSCI North America en periodos de 5 años (1973-2018)



Fuente: Datastream, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research

- **Menor volatilidad de las compañías que remuneran al accionista respecto a las que no hacen.** Este hecho lo podemos observar analizando la volatilidad a 3 años de compañías estadounidenses del S&P 500 (en Europa también tendríamos un comportamiento análogo) que pagan dividendo de las que no pagan.



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

¿De qué manera el CI Renta aborda la inversión en dividendos y cómo está posicionado actualmente?

El **CI Renta**, fondo *income* con una cartera diversificada que invierte hasta el 70% del patrimonio en renta variable, implementa una estrategia de rentas que tiene en cuenta dividendo y recompras de acciones cuando hacemos uso de la renta variable como herramienta de inversión. Alineados con el

objetivo finalista de dicho tipo de inversiones, el enfoque utilizado se basa en la sostenibilidad en las políticas de remuneración.

¿Qué entendemos nosotros por sostenibilidad?

Bajo nuestra óptica, una retribución es sostenible si:

- es financiable orgánicamente;
- no compromete la solvencia y los recursos financieros de la compañía **a largo plazo**;
- se enmarca en una política de asignación de capital razonable y en la que tiene una cierta prelación respecto al resto de usos del capital.

En el entorno actual, las compañías en las que estamos invertidos no han sido inmunes a las circunstancias que nos rodean y los ejecutivos de las mismas han tomado decisiones en materia de dividendos en línea con lo que podemos esperar en un momento de stress **exógeno**. Así, hemos tenido recortes y suspensiones/retenciones de dividendos que consideramos son las **decisiones adecuadas para garantizar la solvencia de los negocios**. Ello no contradice nuestra definición de sostenibilidad del dividendo porque, como decíamos al inicio de la Nota, pone **especial énfasis en el segundo criterio** previamente mencionado para poder ofrecer unos **retornos nuevamente atractivos en el medio/largo plazo una vez el desarrollo empresarial vuelva a unos estándares de mínima normalidad**. Dicho de otro modo: preferimos un sacrificio del dividendo a corto plazo, amén de ser el núcleo de la estrategia, con el fin de tener una compañía mejor posicionada financiera y operativamente para navegar en el largo plazo.

Dos cuestiones pueden marcar el devenir inmediato en materia de dividendos. En primer lugar, con elevada probabilidad la tendencia de recorte de dividendos irá *in crescendo* durante los próximos meses si la excepcionalidad del momento no tiende a una pronta normalización. Por ello, **seguimos monitorizando de cerca la situación con el objetivo de aprovechar posibles ineficiencias que brinde el mercado**.

En segundo término, no es descartable pensar que a futuro, quizás incluso más pronto que tarde si las valoraciones se muestran deprimidas, **las compañías puedan otorgar un mayor peso a la retribución vía recompra de acciones que a través de dividendos**, un hecho que ha sucedido históricamente así en EEUU pero no tanto en Europa. Probablemente la generación de valor para el accionista se maximice en mayor medida con más equilibrio entre recompras y dividendos en tanto en cuanto supone un respaldo potente para el beneficio por acción, que a largo plazo guía el desempeño del precio de las acciones. En todo caso, como indicamos anteriormente, **CI Renta seguirá considerando ambos vectores de las políticas retributivas y trataremos de trasladar nuestra visión a las compañías de las que somos accionistas**.

Con todo, tomando la cartera de renta variable a cierre de marzo, ésta mantiene una exposición moderada a negocios que han estado en el epicentro de los ajustes en las políticas retributivas:

- **Bancos (5%)**. 3 entidades mayormente de banca doméstica líderes en sus respectivos mercados de origen (Intesa Sanpaolo, ING, Caixabank) con ratios de solvencia y liquidez significativamente por encima de los requerimientos oficiales que les permitirían como mínimo mantener el nivel de retribución de 2019 pero supeditados a directrices del regulador (BCE).
- **Petróleo & Gas (5%)**. Una compañía integrada (Galp) y otra de equipamiento para la exploración (Technip) con balances muy saneados y con visibilidad de crecimiento en producción en el primero de los casos y elevada cartera de pedidos firmados en libros en el caso de la segunda.
- **Inmobiliario (22%)**. Mantenemos una posición infraponderada respecto a benchmark a través de 9 compañías que cotizan con un descuento promedio respecto a valor neto de sus activos calculado



por compañías tasadoras independientes superior al 25% (en el caso de los 3 operadores de centros comerciales en cartera el descuento alcanza hasta el 75%); con una deuda casi 100% a tipo fijo para los próximos 6 años sin destacables necesidades de refinanciación a corto plazo; y balances desapalancados (34% deuda sobre valor neto de los activos en promedio).

- **Compañías con elevado apalancamiento (3%).** Únicamente a través del líder mundial cervecero Anheuser Busch, que mantiene una posición de caja ampliamente holgada (2 años de actividad) y acaba de recibir el visto bueno de las autoridades de competencia para la desinversión de su negocio australiano, fondos que destinará íntegramente a la amortización de deuda.
- **Compañías vinculadas a ciclos económicos cortos (10%).** A través de una colección de 4 compañías con posiciones de liderazgo en determinados nichos de negocio y que en parte de sus líneas de actividad tienen una exposición a demanda resiliente.

Compañía	Peso	Cartera	Rentab. Dividendo 12m	Rentab. Dividendo Esperada
UNILEVER NV-CVA	3,8%	Dividendo Sostenible	3,7%	3,9%
TRITAX BIG BOX REIT PLC	3,7%	Inmobiliaria	6,5%	6,4%
HENKEL AG & CO KGAA	3,6%	Dividendo Sostenible	2,9%	2,6%
FIBRA PROLOGIS	3,6%	Inmobiliaria	7,1%	7,0%
DIAGEO PLC	3,5%	Dividendo Sostenible	2,8%	2,9%
RELX PLC	3,4%	Dividendo Sostenible	2,6%	1,9%
UPM-KYMENNE	3,3%	Dividendo Sostenible	5,6%	5,7%
LAR ESPANA REAL ESTATE SOCIMI	3,3%	Inmobiliaria	18,4%	12,8%
AMGEN INC	3,1%	Dividendo Sostenible	2,9%	3,1%
DANONE	3,1%	Dividendo Sostenible	3,4%	3,8%
Top10 Holdings	34,4%	Promedio	5,6%	5,0%
		Mediana	3,6%	3,8%

Fuente: Bloomberg, Elaboración propia

La cartera mantiene una **rentabilidad por dividendo en los últimos 12 meses por encima del 4.5%** considerando los precios actuales de las compañías en cartera, mientras que el promedio de las 10 posiciones con mayor peso es moderadamente superior (5.6%). En esta línea mantendremos el foco en compañías que ofrezcan una rentabilidad por dividendo como mínimo del 2.5% considerando dividendos y recompras de acciones pero que sobretodo sean capaces de hacer crecer la retribución de forma sostenible y considerando un horizonte de largo plazo.

Así, tenemos una **cartera de participadas que han actuado en el corto plazo pensando en el largo plazo**, como por ejemplo algunas compañías inmobiliarias que bonificarán o condonarán cuotas a sus inquilinos primando la relación proveedor-cliente. A pesar de ser dolorosas en el momento como inversores, este tipo de decisiones denotan la **calidad de los negocios y personas que están al frente** de los mismos, precisamente dos factores que **CI Renta** continuará poniendo en el centro de la estrategia como hasta la fecha ha venido haciendo.

DISCLAIMER

El informe se ha realizado con la finalidad de proporcionar a los inversores información general sobre valores e instrumentos financieros, a la fecha de emisión del mismo, y está sujeto a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien, CAJA INGENIEROS GESTION no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada, incluyendo el documento de información fundamental para el inversor y el folleto completo. Se recomienda leer dichos documentos para poder tomar una decisión fundada sobre la conveniencia de invertir en dichos productos. Puede solicitar dicha documentación a su gerente personal, en cualquier oficina de Caja de Ingenieros, en www.caja-ingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contenido de los informes en ningún caso constituye una oferta o recomendación de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros a que se refieren pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión. A tal efecto, CAJA INGENIEROS GESTION, S.A.U. en su condición de emisor del informe, así como de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CREDITO, en su condición de comercializador, no se hacen responsables del mal uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en los informes. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

©Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, ni aun citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de CAJA INGENIEROS GESTION, SGIIC, SAU. All rights reserved.