

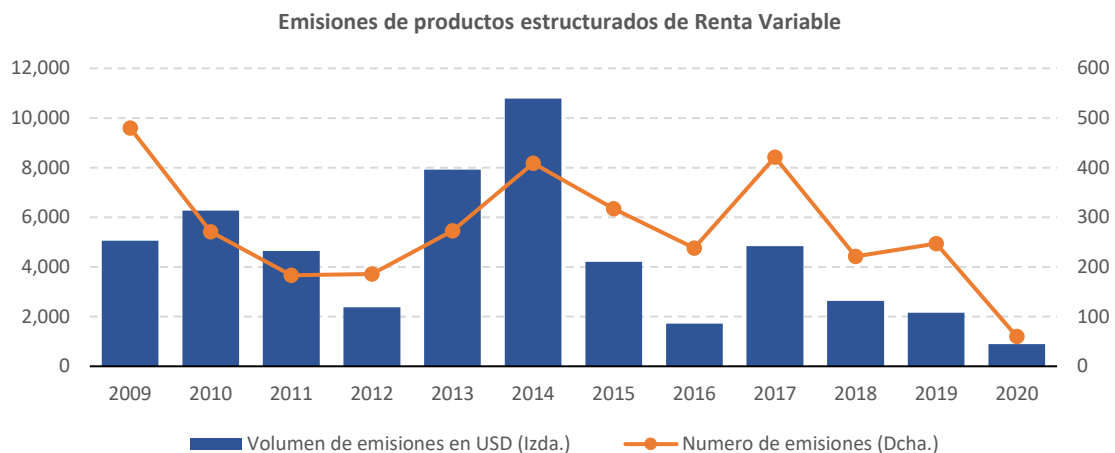
30 abril de 2020

Dividendos europeos: ¿Próxima oportunidad?

Precedentes

Durante el mercado alcista de 2002 a 2008, se hicieron muy populares entre los bancos de inversión los productos estructurados. Los bancos ofrecían a sus clientes la posibilidad de participar en la apreciación de un índice de renta variable (usaremos el Eurostoxx 50 para esta explicación) y además tenían su capital garantizado. ¿Como eran capaces de ofrecer algo tan atractivo? Gracias a los altos tipos de interés (en esa época estaban alrededor del 5%), de los 100€ que invertía el cliente el banco gastaba 10€ en comprar una *call option* en el Eurostoxx, e invertía 85€ en un bono cupón cero que pagaría en 3 años los 100€ que había invertido el cliente. Los otros 5€ eran beneficio para el banco.

Este producto fue muy rentable para los bancos y aportó una gran cantidad de beneficios durante muchos años. Llegó entonces la crisis de 2008 y con ella la bajada masiva de los tipos de interés. Los bancos ya no eran capaces de ofrecer los mismos términos así que pasaron a ofrecer a sus clientes el producto exactamente inverso: un producto que asegurara rentabilidad en un entorno donde nadie la ofrecía. El cliente recibiría un interés muy alto (del entorno del 8%) siempre y cuando el Eurostoxx no cayera por debajo de un determinado nivel (normalmente una caída del 30%). Cuando se cruzara esa línea, el cliente perdería tanto como cayera el índice.



Es importante recordar que los bancos de inversión tienen prohibido especular con la evolución de la renta variable. Por eso, después de vender a un cliente un producto estructurado, los bancos neutralizan su posición para hacer desaparecer el riesgo de su balance. En el caso del primer estructurado que hemos comentado, el banco estaba en realidad vendiendo una opción de compra a su cliente, así que solo debía comprar una *call option* sobre el Eurostoxx con los mismos términos en el mercado de derivados.

Sin embargo, el producto que se empezó a comercializar a partir de 2008 era más complicado. En este caso es el cliente el que está vendiendo una *put option* al banco, pero una *put option* exótica que solo se activa si se cruza una determinada barrera. Como que no existe un mercado líquido para ese tipo de opciones, los bancos gestionan activamente el riesgo derivado de esta posición, comprando y vendiendo futuros del Eurostoxx.

Si un día determinado el Eurostoxx baja, la probabilidad de que la *put option* que ha comprado el banco se ejerza aumenta, con lo cual su exposición a caídas del índice aumenta. Para compensarlo, debe comprar futuros del Eurostoxx, amortiguando las caídas. Si por el contrario el Eurostoxx sube, el banco tiene que vender futuros, frenando las subidas. Esta actividad se conoce como *delta hedging*.

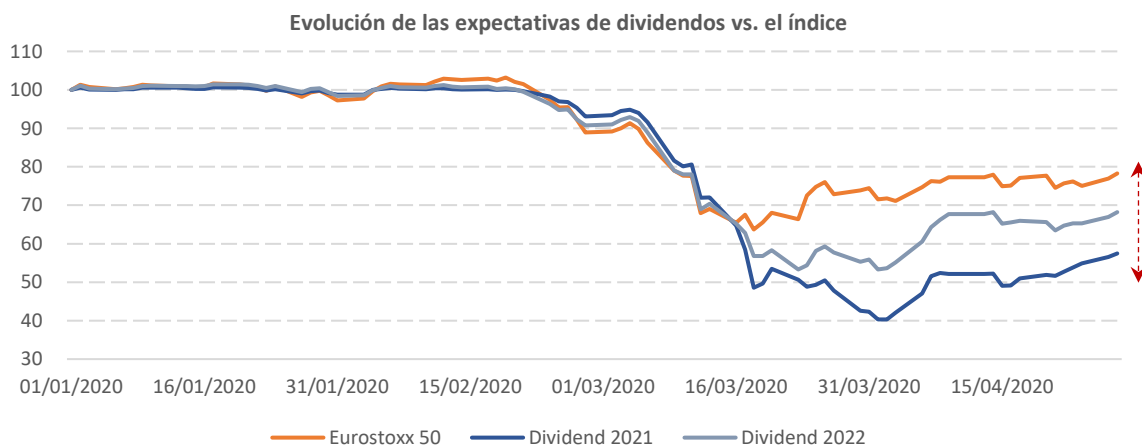
Pero existe otro riesgo para los bancos en este producto: el riesgo dividendo. Si el dividendo del Eurostoxx sube, el valor de la *put* que tiene comprada el banco sube porque cuando ese dividendo más grande se pague el valor del índice bajará más. Pero si el dividendo del índice baja, la *put* del banco vale cada vez menos.

Efectos de la crisis del Covid-19

Llegamos así a marzo de 2020. Para proteger el riesgo dividendo, los bancos habían vendido, en función de su delta, futuros de los dividendos de los próximos años. Este mercado, a pesar de no ser muy líquido, era capaz de absorber esa presión vendedora, y aunque los futuros de dividendos cotizaban por debajo de las expectativas de los analistas, el descuento no era excesivo. Pero entonces empezaron las caídas derivadas de la rápida expansión del covid-19.

La delta de las *puts* compradas por los bancos se disparó. Para neutralizar su exposición, compraron futuros del Eurostoxx durante las caídas. ¿Y qué pasó con los dividendos? A medida que las deltas subían, la exposición de los bancos a los dividendos subía rápidamente. Y para neutralizar el riesgo, se lanzaron a vender futuros de dividendos todos a la vez. El resultado fue una caída en los futuros de dividendos más fuerte que la que se vio en la crisis financiera.

Estos futuros de dividendos se venden a los inversores como un producto de menor riesgo que la renta variable puesto que los dividendos suelen ser muy estables, especialmente para las 50 compañías más grandes de Europa. Pues bien, si ahora mismo el Eurostoxx cae un 30% desde sus máximos, los futuros de dividendos caen más del 60%. Incluso para años en los que los efectos del covid-19 ya deberían haber quedado atrás, el impacto ha sido brutal.



Analizando individualmente los 50 componentes del Eurostoxx y viendo cómo se comportaron sus dividendos en 2008-09, creemos que existe una oportunidad de compra interesante. De hecho, durante los peores meses de la última crisis estos mismos dividendos sufrieron unas caídas parecidas a las que hemos visto para luego recuperar la mayor parte del terreno perdido en una escalada igualmente rápida.

Evolución de las expectativas de dividendos para el año 2011



Riesgos de la operación

Esta inversión tiene por supuesto muchos riesgos, de entre los cuales los más importantes nos parecen:

1. **Riesgo de mercado.** A pesar de que la mayor parte del impacto de las ventas de los bancos como consecuencia de los productos estructurados ya ha pasado, puede alargarse aún más en el tiempo y hacer descender aún más la cotización de los dividendos. Algunos de estos productos estructurados se vendieron con límites para que perdieran su valor a partir de caídas del 40% y el 50% - y aún no hemos llegado a esos niveles de caídas.
2. **Riesgo político.** La crisis de 2008 trajo consigo un aumento de la alienación de las clases trabajadoras con respecto a la clase privilegiada. Los bancos siguieron pagando sueldos exorbitados a sus directivos después de haber sido rescatados con dinero público, sembrando las semillas de los movimientos populistas que llegarían años más tarde. Podría ser por tanto que durante los próximos meses veamos un aumento de la presión sobre las empresas para que limiten sus dividendos en un periodo donde tanta gente lo está pasando mal. Una manera de mitigar este riesgo sería comprando los dividendos de años más alejados en el tiempo – 2022 y 2023 por ejemplo.
3. **Riesgo cambio de paradigma.** Aunque es un riesgo más difuso, no podemos descartar tampoco la posibilidad de que esta crisis sea mucho más profunda que la de 2008, y los niveles de dividendos que hemos visto en los últimos años tarden décadas en volver. Una crisis como la del crash del 29, por ejemplo, tuvo un efecto tan grande en la economía americana que esta tardaría casi 20 años en recuperarse. Esperamos que este no sea el caso.

Para cerrar este informe, creemos que el beneficio/riesgo que nos ofrecen los dividendos europeos a día de hoy nos parece muy atractivo. Los riesgos son muy importantes, pero tras las caídas que hemos visto creemos que gran parte de dichos riesgos ya están descontados en el precio. Si esos riesgos se llegaran a materializar, creemos que más bien el precio del resto de activos de riesgo tiene mucho más recorrido a la baja hasta llegar a descontar el escenario apocalíptico que ahora mismo plantean los dividendos europeos. Por último, saber que estos dividendos los estaríamos comprando de vendedores forzados insensibles al nivel al que los venden añaden a nuestro margen de seguridad.

Estos materiales han sido proporcionados por Hanway Capital S.L. (Hanway Capital) y no constituyen, en ningún caso, ningún asesoramiento de inversiones ni comercialización y promoción de ningún fondo. El propósito de estos materiales es únicamente proporcionar una visión y actualización macroeconómica general de los mercados financieros. Además, estos materiales no se pueden divulgar, en su totalidad o en parte, o resumidos o mencionados de cualquier manera, excepto si es acordado con Hanway Capital por escrito. Ninguna parte de estos materiales puede ser utilizada o reproducida ni citada de ninguna forma por la prensa. La información utilizada en la preparación de estos materiales se obtuvo de fuentes públicas. Hanway Capital no se hace responsable que la verificación independiente de esta información sea completa y precisa en todos los materiales. En la medida que esta información incluya estimaciones y previsiones del rendimiento financiero futuro, hemos asumido que representan estimaciones razonables. Ningún contenido del documento tendría que ser considerado como asesoramiento fiscal, contable o legal.

Se aconseja a los lectores de estos materiales que cualquier debate, recomendación u otra mención de cualquier activo no es una solicitud u oferta para operar con estos activos. Este documento sólo proporciona información general, y ni la información ni ninguna opinión expresada constituyen una oferta o invitación para hacer una oferta, para comprar o vender ningún tipo de activo u otros instrumentos financieros o derivados relacionados con estos valores o instrumentos (por ejemplo, opciones, futuros, warrants y contratos por diferencias). Este documento no pretende proporcionar asesoramiento de inversión personal y no tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, la situación financiera y las necesidades particulares de, ni se dirige a, ninguna persona o personas específicas. Los inversores tienen que buscar asesoramiento financiero sobre la conveniencia de invertir en instrumentos financieros e implementar estrategias de inversión que se tratan en este documento y comprender que las perspectivas de futuro no tienen por qué materializarse. Las inversiones en general y, en particular, los derivados implican numerosos riesgos, entre otros, el riesgo de mercado, el riesgo por defecto de contrapartida y el riesgo de liquidez. Ninguna garantía, instrumento financiero o derivado es adecuado para todos los inversores. En algunos casos, los títulos y otros instrumentos financieros pueden ser difíciles de valorar o vender y es difícil obtener información fiable sobre el valor o los riesgos relacionados con el activo o el instrumento financiero. Los inversores deberían tener en cuenta que los ingresos de estos valores y otros instrumentos financieros, si procede, pueden fluctuar y el precio o valor de estos valores e instrumentos puede aumentar o bajar y, en algunos casos, los inversores pueden perder la totalidad de la inversión principal. El rendimiento anterior no es necesariamente una referencia para el rendimiento futuro.

Esta información puede contener referencias o enlaces a sitios web de terceros. Hanway Capital no se hace responsable del contenido de un sitio web de terceros o de cualquier contenido enlazado en un sitio web de terceros. El contenido en estos sitios web de terceros no forma parte de esta información y no está incorporado como referencia. La inclusión de un enlace no implica ningún aval por parte de Hanway Capital. El acceso a cualquier sitio web de terceros correrá bajo su propio riesgo y siempre tiene que revisar las condiciones y las políticas de privacidad de los sitios web de terceros antes de enviarles información personal. Hanway Capital no se hace responsable de las condiciones y políticas de privacidad de terceros y renuncia expresamente a cualquier responsabilidad por ellos.



Carrer Balmes 188
08006 Barcelona
+34 93 152 10 28