

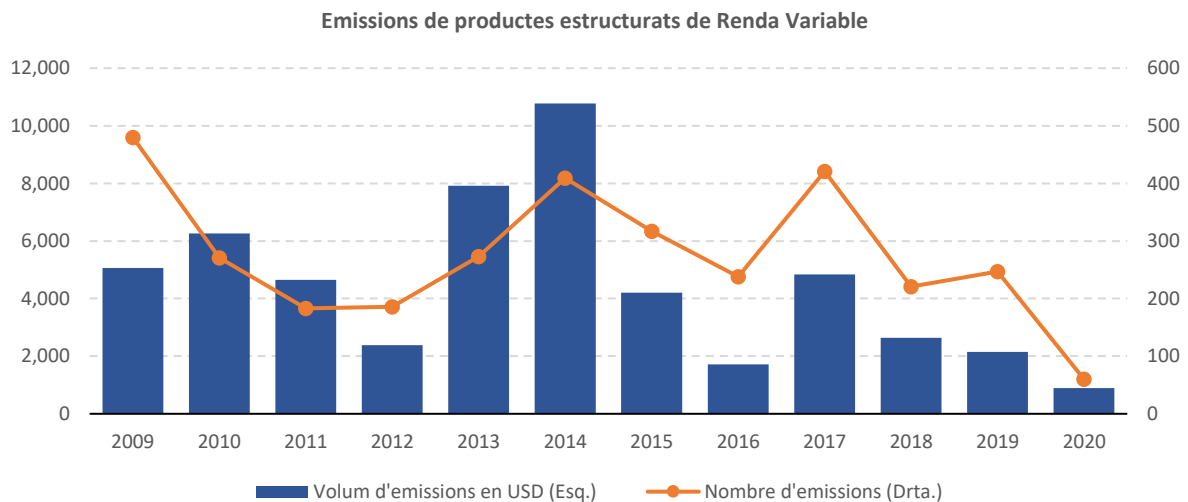
30 d'abril de 2020

Dividends europeus: Propera oportunitat?

Precedents

Durant el mercat alcista de 2002 a 2008, es van fer molt populars entre els bancs d'inversió els productes estructurats. Els bancs oferien als seus clients la possibilitat de participar en l'apreciació de la renda variable (farem servir l'Eurostoxx 50 per a aquesta explicació) i a més tenien el seu capital garantit. Com eren capaços d'oferir un producte tan atractiu? Gràcies als alts tipus d'interès (en aquella època estaven al voltant del 5%), dels 100€ que invertia el client el banc gastava 10€ comprant una *call option* a 3 anys a l'Eurostoxx i invertia 85€ en un bo cupó zero que pagaria en tres anys els 100€ que havia invertit el client. Els altres 5€ eren benefici per al banc.

Aquest producte va ser molt rendible per als bancs i va aportar una gran quantitat de beneficis durant molts anys. Va arribar aleshores la crisi de 2008 i amb ella la baixada massiva dels tipus d'interès. Els bancs ja no eren capaços d'oferir els mateixos termes així que van passar a oferir el producte exactament a l'inrevés: un producte que assegurés rendibilitat en un entorn on ningú l'oferia. El client rebria un interès molt alt (d'entorn el 8%) sempre que l'Eurostoxx no caigués per sota d'un determinat nivell (normalment una caiguda del 30%). Quan es creués aquesta línia, el client perdria tant com caigués l'índex.



És important recordar que els bancs d'inversió tenen prohibit especular amb l'evolució de la renda variable. Per això, després de vendre a un client un producte estructurat, els bancs neutralitzen la seva posició per a fer desaparèixer el risc del seu balanç. En el cas del primer estructurat que hem comentat, el banc estava en realitat venent una opció de compra al seu client, així que només havia de comprar una *call option* sobre el Eurostoxx amb els mateixos termes en el mercat de derivats.

Per altra banda, el producte que es va començar a comercialitzar a partir de 2008 era més complicat. En aquest cas és el client el que està venent una *put option* al banc, però una *put option* exòtica que només s'activa si es creua una determinada barrera. Com que no existeix un mercat líquid per a aquesta mena d'opcions, els bancs gestionen activament el risc derivat d'aquesta posició, comprant i venent futurs de l'Eurostoxx.

Si un dia determinat l'Eurostoxx baixa, la probabilitat que la *put option* que ha comprat el banc s'exerceixi augmenta, amb la qual cosa la seva exposició a caigudes de l'índex augmenta. Per a compensar-ho, ha de comprar futurs de l'Eurostoxx, esmorteint les caigudes. Si per contra l'Eurostoxx puja, el banc ha de vendre futurs, frenant les pujades. Aquesta activitat es coneix com a *delta hedging*.

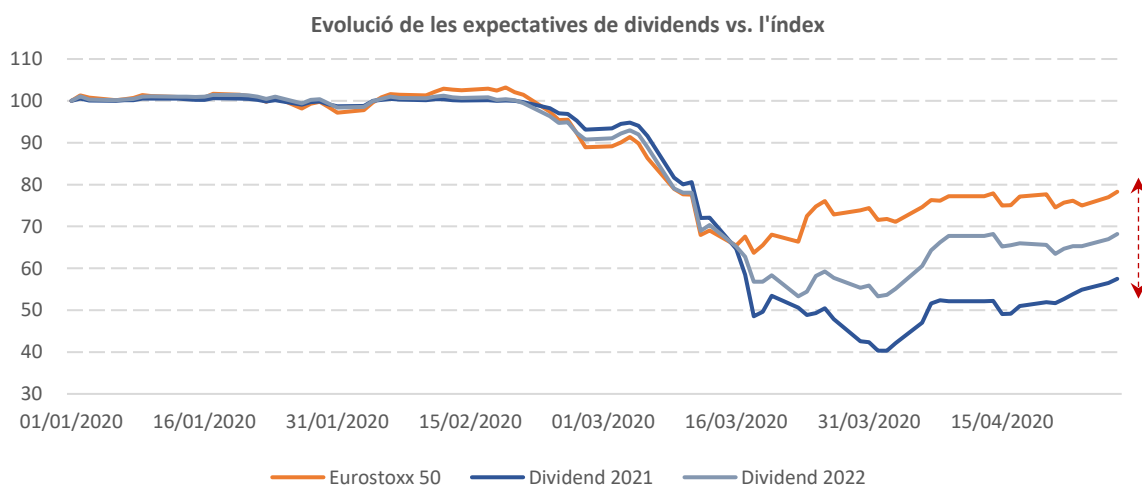
Però existeix un altre risc per als bancs en aquest producte: el risc dividend. Si el dividend de l'Eurostoxx puja, el valor de la *put* que té comprada el banc puja perquè quan aquest dividend més gran es paga el valor de l'índex baixarà més. Però si el dividend de l'índex baixa, la *put* del banc val cada vegada menys.

Efectes de la crisi de la Covid-19

Arribem així a març de 2020. Per a protegir el risc dividend, els bancs havien venut, en funció de la seva delta, futurs dels dividends dels pròxims anys. Aquest mercat, malgrat no ser molt líquid, era capaç d'absorbir aquesta pressió venedora, i encara que els futurs de dividends cotitzaven per sota de les expectatives dels analistes, el descompte no era excessiu. Però aleshores van començar les caigudes derivades de la ràpida expansió de la Covid-19.

La delta de les *puts* comprades pels bancs es va disparar. Per a neutralitzar la seva exposició, van comprar futurs de l'Eurostoxx durant les caigudes. I què va passar amb els dividends? A mesura que les deltes pujaven, l'exposició dels bancs als dividends pujava ràpidament. I per a neutralitzar el risc, es van llançar a vendre futurs de dividends tots alhora. El resultat va ser una caiguda en els futurs de dividends més forta que la que es va veure a la crisi financera.

Aquests futurs de dividends es venen als inversors com un producte de menor risc que la renda variable perquè els dividends solen ser molt estables, especialment per a les 50 companyies més grans d'Europa. Doncs bé, si ara mateix l'Eurostoxx cau un 30% des dels seus màxims, els futurs de dividends cauen més del 60%. Fins i tot per a anys en què els efectes de la Covid-19 ja haurien d'haver quedat enrere, l'impacte ha estat brutal.



Analitzant individualment els 50 components de l'Eurostoxx i veient com es van comportar els seus dividends en 2008-09, creiem que hi ha una oportunitat de compra interessant. De fet, durant els pitjors mesos de l'última crisi aquests mateixos dividends van patir unes caigudes semblants a les que hem vist per després recuperar la major part del terreny perdut en una escalada igualment ràpida.

Evolució de les expectatives de dividends per l'any 2011



Riscs de l'operació

Aquesta inversió té per descomptat molts riscos, d'entre els quals els més importants creiem que són:

1. **Risc de mercat.** Tot i que la major part de l'impacte de les vendes dels bancs a conseqüència dels productes estructurats ja ha passat, pot allargar-se encara més en el temps i fer baixar encara més la cotització dels dividends. Alguns d'aquests productes estructurats es van vendre amb límits perquè perdessin el seu valor a partir de caigudes del 40% i el 50% - i encara no hem arribat a aquests nivells de caigudes.
2. **Risc polític.** La crisi del 2008 va comportar un augment de l'alienació de les classes treballadores pel que fa a la classe privilegiada. Els bancs van seguir pagant sous exorbitants als seus directius després d'haver estat rescatats amb diners públics, sembrant les llavors dels moviments populistes que arribarien anys més tard. Podria ser per tant que durant els propers mesos, vegem un augment de la pressió sobre les empreses perquè limitin els seus dividends en un període on tanta gent ho està passant malament. Una manera de mitigar aquest risc seria comprant els dividends d'anys més allunyats en el temps - 2022 i 2023 per exemple.
3. **Risc de canvi de paradigma.** Tot i que és un risc més difús, no podem descartar tampoc la possibilitat que aquesta crisi sigui molt més pregonada que la del 2008, i els nivells de dividends que hem vist en els últims anys triguin dècades a tornar. Una crisi com la del *crash* del 29, per exemple, va tenir un efecte tan gran en l'economia americana que aquesta trigaria gairebé 20 anys a recuperar-se. Esperem que aquest no sigui el cas.

Per tancar aquest informe, creiem que el risc/benefici que ens ofereixen els dividends europeus avui dia ens sembla molt atractiu. Els riscos són molt importants, però després de les caigudes que hem vist creiem que gran part d'aquests riscos ja estan descomptats en el preu. Si aquests riscos s'arribessin a materialitzar, creiem que més aviat el preu de la resta d'actius de risc té molt més recorregut a la baixa fins a arribar a descomptar l'escenari apocalíptic que ara mateix plantegen els dividends europeus. Finalment, saber que aquests dividends els estariam comprant de venedors forçats i insensibles al nivell a què els venen, afegeix al nostre marge de seguretat.

Aquests materials han estat proporcionats per Hanway Capital S.L. (Hanway Capital) i no constitueixen, en cap cas, cap assessorament d'inversions ni comercialització i promoció de cap fons. El propòsit d'aquests materials és únicament proporcionar una visió i actualització macroeconòmica general dels mercats financers. A més, aquests materials no es poden divulgar, en la seva totalitat o en part, o resumits o esmentats de qualsevol manera, excepte si és acordat amb Hanway Capital per escrit. Cap part d'aquests materials pot ser utilitzada o reproduïda ni citada de cap manera per la premsa. La informació utilitzada en la preparació d'aquests materials es va obtenir de fonts públiques. Hanway Capital no es fa responsable que la verificació independent d'aquesta informació sigui completa i precisa en tots els materials. En la mesura que aquesta informació inclogui estimacions i previsions del rendiment financer futur, hem assumit que representen estimacions raonables. Cap contingut del document hauria de ser considerat com a assessorament fiscal, comptable o legal.

S'aconsella als lectors d'aquests materials que qualsevol debat, recomanació o altre esment de qualsevol actiu no és una sol·licitud o oferta per operar amb aquests actius. Aquest document només proporciona informació general, i ni la informació ni cap opinió expressada constitueixen una oferta o invitació per fer una oferta, per comprar o vendre cap tipus d'actius o altres instruments financers o derivats relacionats amb aquests valors o instruments (per exemple, opcions, futurs, warrants i contractes per diferències). Aquest document no pretén proporcionar assessorament d'inversió personal i no té en compte els objectius específics d'inversió, la situació financera i les necessitats particulars de, ni es dirigeix a, cap persona o persones específiques. Els inversors han de buscar assessorament financer sobre la conveniència d'invertir en instruments financers i implementar estratègies d'inversió que es tracten en aquest document i comprendre que les perspectives de futur no tenen per què materialitzar-se. Les inversions en general i, en particular, els derivats impliquen nombrosos riscos, entre d'altres, el risc de mercat, el risc per defecte de contrapartida i el risc de liquiditat. Cap garantia, instrument financer o derivat és adequat per a tots els inversors. En alguns casos, els títols i altres instruments financers poden ser difícils de valorar o vendre i és difícil obtenir informació fiable sobre el valor o els riscos relacionats amb l'actiu o l'instrument financer. Els inversors haurien de tenir en compte que els ingressos d'aquests valors i altres instruments financers, si escau, poden fluctuar i el preu o valor d'aquests valors i instruments pot augmentar o baixar i, en alguns casos, els inversors poden perdre la totalitat de la inversió principal. El rendiment anterior no és necessàriament una referència per al rendiment futur.

Aquesta informació pot contenir referències o enllaços a llocs web de tercers. Hanway Capital no es fa responsable del contingut d'un lloc web de tercers o de qualsevol contingut enllaçat en un lloc web de tercers. El contingut en aquests llocs web de tercers no forma part d'aquesta informació i no està incorporat com a referència. La inclusió d'un enllaç no implica cap aval per part de Hanway Capital. L'accés a qualsevol lloc web de tercers correrà sota el seu propi risc i sempre ha de revisar les condicions i les polítiques de privacitat als llocs web de tercers abans d'enviar-los informació personal. Hanway Capital no es fa responsable de les condicions i polítiques de privacitat de tercers i renuncia expressament a qualsevol responsabilitat per ells.



Carrer Balmes 188
08006 Barcelona
+34 93 152 10 28