

El Nuevo Memo de Howard Marks: Un cambio en la marea

En diciembre de 2022 Howard Marks publicó un nuevo memo titulado *Sea Change*, o *Cambio en la Marea*, en el cual el reconocido inversor nos comparte su impresión de que estamos en ante un cambio muy importante: el renacimiento de las inversiones en crédito y la caída en paralelo de la rentabilidad generalizada en las inversiones en *equities*, todo debido al cambio en política monetaria por parte del Banco Central en Estados Unidos.

Marks nos cuenta que durante 53 años ha visto diversos ciclos económicos, pánicos, manías, burbujas y quiebras, pero sólo ha conseguido identificar dos cambios en *la marea*, o cambios estructurales.

Los Nuevos Cambios Estructurales Identificados por Howard Marks

El primer cambio fue la nueva mentalidad de los inversores. Marks cuenta que hace 50 años, el mundo de las inversiones era sumamente diferente, ya que antes los inversionistas no pensaban en términos de riesgo y rendimiento. Con este cambio, vimos que el riesgo dejó de ser necesariamente evitado y llegó a ser considerado de forma relativa al rendimiento, lo que jugó un papel fundamental en el desarrollo de diversos tipos de instrumentos como *distressed debt*, *mortgage backed securities (MBS)*, crédito estructurado y crédito privado.

El segundo cambio en marea fue el que originó Volcker combatiendo la inflación desde que fue elegido como presidente del Banco Central de Estados Unidos en 1979. La determinación que mostró después de subir la tasa de referencia hasta 20% en 1980 mantuvo a la inflación controlada y extinguió la psicología inflacionaria.

El éxito controlando la inflación le permitió a Volcker reducir la tasa de referencia posteriormente, debajo de dos dígitos por buena parte de la década de los 80's, para después caer cerca de 5% por buena parte de los 90's. Esta caída estructural en las tasas de referencia por parte del Banco Central permitió que: (1) renaciera el optimismo por parte de los inversionistas y (2) se buscaran vehículos de inversión más agresivos y (3) hubiera 4 décadas de resultados positivos para la bolsa de valores. De hecho, Marks atribuye la mayor parte del beneficio de invertir en acciones durante ese periodo a la caída en tasas.

Beneficios del Declive Secular en Tasas de Interés Según Howard Marks

Marks expandió en los beneficios de tener tasas de interés cayendo:

- *Aceleran el crecimiento de la economía al hacer que sea más barato para los consumidores comprar a crédito y para las empresas invertir en instalaciones, equipos e inventario.*
- *Proporcionan un subsidio a los prestatarios (a expensas de los prestamistas y ahorradores).*

- *Reducen el costo de capital de las empresas y por lo tanto aumentan su rentabilidad.*
- *Incrementan el valor razonable de los activos. (El valor teórico de un activo se define como el valor actual descontado de sus flujos de efectivo futuros. Cuanto menor sea la tasa de descuento, mayor será el valor actual.) Por lo tanto, a medida que caen las tasas de interés, aumentan los parámetros de valoración, como las relaciones p/e y los valores empresariales, y disminuyen las tasas de capitalización de bienes inmuebles.*
- *Reducen los posibles rendimientos que los inversores exigen de las inversiones que están considerando, lo que aumenta los precios que pagarán. Esto se puede ver más directamente en el mercado de bonos: todos saben que “las tasas bajan; los precios suben”, pero funciona en todo el mundo de las inversiones.*
- *Al elevar los precios de los activos, crean un “efecto riqueza” que hace que las personas se sientan más ricas y, por lo tanto, más dispuestas a gastar.*
- *Finalmente, al aumentar simultáneamente los valores de los activos y reducir los costos de endeudamiento, producen una bonanza para aquellos que compran activos usando apalancamiento.*

El Mercado Hoy Según el Último Memo de Howard Marks

Marks elabora sobre las condiciones del mercado hoy y las compara vs. el periodo 2009 a 2021, que marcó la recuperación de la crisis *sub-prime* hasta la que hubo después de la pandemia del Covid-19. Marks también destaca que el cambio en condiciones es muy marcado y en algunos casos un completo opuesto.

	2009 to 2021	Today
Fed behavior	Highly stimulative	Tightening
Inflation	Dormant	40-year high
Economic outlook	Positive	Recession likely
Likelihood of distress	Minimal	Rising
Mood	Optimistic	Guarded
Buyers	Eager	Hesitant
Holdings	Complacent	Uncertain
Key worry	FOMO	Investment losses
Risk aversion	Absent	Rising
Credit window	Wide open	Constricted
Financing	Plentiful	Scarce
Interest rates	Lowest ever	More normal
Yield spreads	Modest	Normal
Prospective returns	Lowest ever	More than ample

En el punto particular de las tasas de interés, Marks mencionó varios puntos por los que considera que el nivel de tasas reales por parte de la Fed será positivo:

- El mercado laboral continúa fuerte, con salarios incrementando y la economía global sigue creciendo
- La globalización está acabando o entrando en reversa. Esto hace que el efecto deflacionario que tenía en la economía mundial desaparezca.
- La Fed necesita convencer al mercado no sólo de que la inflación está cerca de su objetivo de 2%, sino que la psicología de inflación desapareció.
- La Fed debe mantener la credibilidad y no puede parecer muy inconsistente mostrándose estimulativa después de ser restrictiva.
- El banco central todavía tiene la pregunta de qué hacer con su hoja de balance, que tiene cerca de US\$9 trillones dadas las compras de bonos que realizó. Dejarlos madurar significaría retirar liquidez del sistema.

Marks cierra el memo diciendo que estamos experimentando un cambio en la marea que tendrá impactos fuertes en la manera en la que invertimos.

Conclusión Sobre el Último Memo de Howard Marks

Como he escrito muchas veces sobre la economía y los mercados, nunca sabemos a dónde vamos, pero debemos saber dónde estamos. La conclusión para mí es que, en muchos sentidos, las condiciones en este momento son abrumadoramente diferentes, y en su mayoría menos favorables, que las del clima posterior a la GFC descrito anteriormente.

Estos cambios pueden ser duraderos o desaparecer con el tiempo. Pero, en mi opinión, es poco probable que veamos rápidamente el mismo optimismo y tranquilidad que marcó el período posterior a GFC. Hemos pasado del mundo de bajo rendimiento de 2009-21 a un mundo de rendimiento total, y puede que lo sea aún más en el corto plazo. Los inversores ahora pueden obtener rendimientos sólidos de los instrumentos de crédito, lo que significa que ya no tienen que depender tanto de inversiones más riesgosas para lograr sus objetivos generales de rendimiento.

Los prestamistas y los cazadores de gangas se enfrentan a perspectivas mucho mejores en este entorno cambiante que lo hicieron en 2009-21. Y lo que es más importante, si acepta que el medio ambiente es y puede seguir siendo muy diferente de lo que fue durante los últimos 13 años, y la mayor parte de los últimos 40 años, debería deducirse que las estrategias de inversión que funcionaron mejor durante esos períodos pueden no ser las que tengan un rendimiento superior en los años venideros.

Ese es el cambio en la marea del que estoy hablando.

* * *