

COVID-19: El fin del mundo como lo conocemos

NOTA DEL EDITOR: Esta traducción pertenece a la presentación de Howard Marks en nuestra conferencia online especial [Intelligent Investing in Crisis Mode](#), realizada en marzo de 2020, en pleno auge de la pandemia por el COVID-19.

* * *

Howard Marks, copresidente de Oaktree Capital Management, se unió a los miembros de MOI Global para una sesión de preguntas y respuestas en vivo en nuestro evento especial, Intelligent Investing in Crisis Mode 2020.

La siguiente transcripción ha sido editada con fines de espacio y claridad.

John Mihaljevic: Howard, por favor danos tu evaluación de esta crisis.

Howard Marks: Desearía que hubiera circunstancias diferentes, pero no tengo control sobre eso. Esta pandemia es, obviamente, uno de los eventos más importantes en la historia de mi carrera inversora, que ahora abarca 51 años; en la historia de los inversores en general y en la historia del mundo. Hace dos semanas, publiqué un memorándum titulado [Nobody Knows](#). Se sintió especialmente importante decir eso en ese momento. Todavía no sabemos hasta dónde llegará el virus: cuántas personas se verán afectadas, cuál será el efecto en el negocio o hasta dónde llegará el mercado en respuesta. Creo que, como inversor, es extremadamente importante reconocer siempre lo que no sabes. En los últimos años, he estado usando una cita de Mark Twain que dice: «No es lo que no sabes lo que te mete en problemas, sino aquello que tú sabes con certeza, pero que no era tan verdadero». Creo firmemente que una declaración que comience con «Puede que esté equivocado, pero ...»; o «No sé, pero ...», es poco probable que meta a la gente en problemas.

Esto ha tenido un impacto significativo en la actividad económica. La mayoría de los países están cerrados: las tiendas, los restaurantes, los bares, las aerolíneas, los cruceros, las películas y las conferencias han tenido alguna disminución de actividad, si no un paro absoluto. Me siento mal por los empresarios y los trabajadores. De acuerdo a una estimación, probablemente veremos alrededor de un millón de empleos perdidos en el mes de abril. Estas personas no tienen recursos. Tal vez obtengan un seguro de desempleo o el gobierno haga algo especial. Hablando de eso, hemos hablado mucho en los Estados Unidos sobre el hecho de que alrededor del 50% o 60% de todos los estadounidenses no pueden responder a una emergencia de US\$400. La emergencia está aquí, y si la mitad de la gente no tiene US\$400 y pierde su trabajo, habrá grandes dificultades.

La mayoría de la gente estima una fuerte caída del PIB en el segundo trimestre, no en el primero, lo cual es interesante. Goldman Sachs, por ejemplo, tuvo -5% en el segundo trimestre, pero luego +3% en el tercero y +4% en el cuarto. Lo que diré es que nadie lo sabe. Me encantaría ver una rápida reactivación de la actividad económica. Los mercados ya han respondido con severidad: un 30% menos que el máximo del 19 de febrero, hasta anoche. No sabemos qué significa eso, pero la mayoría de los grandes descensos se redujeron en 50, más o menos. Con respecto a esta caída en particular, la evidencia sobre dónde estaba el mercado de valores en el máximo es muy variada. El ratio P/E fue de aproximadamente 19x en comparación con el promedio de posguerra de 15 o 16 a un 20% más alto. En el 2000, era de 32x, el doble de la norma; 19x lo hace caro, pero no ridículo. El PER ajustado cíclicamente de Shiller muestra que es muy alta. El ratio de Buffett entre la capitalización bursátil y el PIB muestra que ha estado esencialmente en un máximo histórico, coincidiendo con 2007.

Tenemos señales variadas. Creo que el mercado estaba un poco en máximos, pero ya no. Probablemente tampoco esté a un nivel de obsequio. Las ganancias del S&P se han actualizado, en el caso de Goldman bajó de US\$1.73 a US\$1.58. Pones un múltiplo de 15 en US\$1.58 y básicamente llegas a donde estamos. Quince es normal. No son niveles de pánico o depresión. Podríamos llegar a niveles de pánico, pero no puedo estar seguro de eso. En cualquier caso, cuando has bajado un 30%, lo único que sabes es que está mucho más barato de lo que estaba hace un mes.

Hay mucho pesimismo, no necesariamente injusto. El mercado ha pasado de estar regido por el optimismo al pesimismo. Creo que, si tienes dinero, es razonable gastar algo aquí. No digo que haya tocado fondo. Por cierto, encontrar el fondo es siempre una tarea estúpida y nadie puede decir si este es o no el fondo. Las cosas están a la venta. ¿Eso significa que no habrá más descuentos? No es así, pero creo que vale la pena gastar algo de dinero hoy.

Mihaljevic: *El mercado puede no estar a un nivel de obsequio, pero algunos sectores parecen estar bastante afectados, como los viajes. También están el petróleo y el gas, donde otra dinámica se desenvuelve en lo que ya es una mala situación. ¿Cómo ves a los sectores que parecen haber sido aplastados por completo?*

Marks: No estoy lo suficientemente familiarizado con industrias o sectores específicos como para tener una opinión con autoridad, si es que existe tal cosa en la actualidad. Cuando pasamos de lo general a lo específico, tiendo a confiar menos en lo que digo. Habiendo dicho eso, todo el mundo lo sabe.

Permíteme retroceder. Cuando mi hijo estaba en la universidad estudiando inversiones, se me acercaba con ideas brillantes y me decía: «Deberíamos comprar esta compañía porque tiene un buen producto nuevo». Mi respuesta para él era siempre la misma: «¿Quién no lo sabe?» Esta es la cuestión operativa para el inversor en valor, que hace su fortuna al encontrar valores que otras personas no han encontrado. Si todo el mundo ha encontrado el valor y está incluido en el precio de la acción o el bono, no estás obteniendo una ganga. Quieres encontrar cosas que otras personas no han descubierto.

Ahora, son malas noticias. Es valor al revés. Dices que los viajes, por ejemplo, han estado en la zona de impacto del problema. ¿Quién no lo sabe? Todos lo saben. Los hoteles, los cruceros y las aerolíneas son terribles. Han recibido un gran golpe. El más ingenuo de los inversores diría hoy: «El panorama para la industria de viajes es terrible. Deberíamos deshacernos de las acciones». La pregunta es si todo el mundo sabe que el panorama es terrible. ¿Todo el mundo ha valorado esa terrible perspectiva en las acciones? ¿Es demasiado tarde para salir? ¿Es hora de entrar? ¿La mala noticia ha sido incorporada, reflejada inadecuadamente o reflejada en exceso? Esa es la pregunta. El simple hecho de que estas industrias estén en la zona de impacto no es una señal de venta. Si hay resistencia, echaría un vistazo a esas industrias tan bien como echaría un vistazo a una industria relativamente protegida del virus y sus efectos.

La energía ha sido un desastre. El precio del petróleo alcanzó un máximo de US\$110 en 2014 o 2015 y luego, en enero o febrero de 2016 si mal no recuerdo, cayó a US\$27. Eso estaba mucho más barato, pero nadie podía decir que no iba a bajar. Cuando llegó a US\$27, mucha gente dijo que iba a bajar a US\$10 o a cero. El petróleo ha estado en una situación realmente problemática desde entonces. Rebotó hasta los US\$70 cuando las cosas se calmaron y la OPEP consiguió controlar la relación oferta-demanda. Ahora ha vuelto a bajar. El último precio que escuché fue de US\$28. ¿Va a US\$75 o a US\$10?

Esto no está relacionado con el virus; aunque la disminución de la actividad económica reducirá la demanda y tenderá a afectar el precio. Esta es una situación de oferta-demanda y es específica de un actor. En otras palabras, los saudíes redujeron la producción para mantener el precio alto, pero los

rusos no lo hicieron. Los sauditas luego dijeron: «Bueno, si van a producir todo lo que quieran, entonces vamos a producir todo lo que queramos y los perjudicaremos recortando el precio», que es lo que hicieron. Es por eso que el precio está en los US\$20. ¿Qué sigue? ¿Quién lo sabe? ¿Los rusos se rendirán? Quizás los saudíes se rendirán y dirán: «¿Sabes qué? No queremos vender petróleo a US\$28. Vamos a restringir la producción nuevamente». Nadie lo sabe.

Habiendo dicho eso, ¿cuál es el pronóstico? ¿Las reducciones del pronóstico se han reflejado de forma inadecuada o excesiva en el precio? Estas son las preguntas que hace un inversor en valor. Sería tonto decir: «La industria petrolera es un desastre. No invertiremos» porque deberíamos estar dispuestos a invertir donde el precio sea demasiado bajo y la psicología sea demasiado negativa.

Mihaljevic: *Al pensar en lo malo que puede ponerse para las acciones o si esto es, de hecho, una oportunidad, ¿hasta qué punto el nivel de los tipos de interés figura en esto? ¿Cuál es el caso de los bonos aquí? Cuando los tipos de interés son tan bajos, parecería que las acciones ofrecen mejores rendimientos en el futuro.*

Marks: Como dije en ese memorándum: tienes los Bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años vendiéndose a menos del 1% y el S&P tiene un rendimiento del más del 2% y tiene potencial de crecimiento. El rendimiento de las ganancias es del 6%. Dije que sería una locura suscribirse a un retorno del 0.5% durante 10 años cuando podrías comprar acciones que tengan mejor rentabilidad y los dividendos deberían crecer con el tiempo. Todavía lo creo. El caso es que todos hablamos del ratio P/E y tenemos que pensar en el ratio E/P. Tenemos que tomar el ratio P/E de 16/1, o alrededor de 15/1 actualmente, y darle la vuelta: 1/15. Un quinceavo es equivalente a un rendimiento del 6.7% en el S&P 500. Si todo lo demás permanece igual, cuanto menor sea el rendimiento en el entorno, menor será el rendimiento exigido; el rendimiento de las ganancias o el rendimiento por dividendo de las acciones. En otras palabras, cuanto menor sea el ratio E/P, mayor será el ratio P/E. Una PER más alto sugiere un precio de cotización mayor.

En teoría, los tipos de interés más bajos justifican precios de las acciones más altos, y ese es probablemente uno de los elementos que hizo que el mercado de valores regresara. Hace solo 11 años, el mercado tocó su punto más bajo. El S&P estaba en 666 puntos, según recuerdo, el 9 de marzo de 2009; frente a los 2,400 de hoy. Una de las cosas que hicieron Estados Unidos y otros gobiernos fue reducir los tipos de interés. Si obtienes cero o negativo al poner tu dinero en un banco, sueles decir: «Saldré y compraré algunas acciones o bonos corporativos». Fue este recorte de tipos de interés lo que trajo de vuelta a los precios.

Mihaljevic: *¿Hasta qué punto te preocupan cosas como la alta participación de la inversión pasiva, el trading de máquinas o cosas similares que agravan la situación actual?*

Marks: Eso no es lo más importante para mí porque es menos probable que el fondo de inversión pasiva se venda emocionalmente. No tiene emociones. No hay gente. Eso solo será un medio para el pánico. Si la gente iba a entrar en pánico en otras circunstancias acerca de la inversión activa y retirar su dinero del mercado o quitárselo a sus gestores o fondos, entonces lo harían ahora con respecto a sus fondos pasivos. Puede que me esté perdiendo algo, pero no lo veo como un diferenciador.

Mihaljevic: *Desde que salió tu último memorándum, espero que hayamos aprendido un poco más sobre la situación. ¿Crees que podamos mirar hacia el final del túnel y decir que tenemos un distanciamiento social aplanando la curva; ¿que deberíamos poder decir que esto no durará, y que tendremos la oportunidad de volver a la situación anterior?*

Marks: Todo depende de si quieres un comentario optimista o pesimista. Primero, ciertamente parece que estamos haciendo pruebas, distanciamiento y cuarentena, por lo que tal vez podamos doblar la

curva para que los nuevos casos diarios dejen de crecer. Parece posible; Número dos, podríamos ponernos una vacuna; Número tres, existe la esperanza de que a esta enfermedad no le guste el clima cálido. Hay una razón por la que la gripe y cosas por el estilo son enfermedades estacionales. Suelen ocurrir en invierno. A las bacterias les gusta el clima cálido y a los virus les gusta el clima frío. Esperamos que este siga el patrón. Si nos fijamos en las enfermedades estacionales que han surgido en las últimas décadas, parece que perduran durante el clima frío y desaparecen entre tres y seis meses. Eso es lo que diría el optimista, y es bastante razonable. Los pesimistas dirían: «¿Quién sabe? Tenemos que administrar nuestros recursos y no queremos volvernos optimistas antes de tocar fondo». Yo diría que, con la esperanza de que sea una cosa de tres a seis meses y que los precios sean razonables, vamos a gastar algo de dinero.

Por cierto, no me refiero a Oaktree. No compramos acciones en su mayor parte, por lo que nadie debería afirmar que estoy diciendo que Oaktree lo está haciendo. No te diré lo que está haciendo Oaktree, por lo que no deberías basar lo que debes de hacer en lo que estoy haciendo; pero sin duda es una postura razonable para tomar. Dado el peso de la opinión de que se trata de una cosa de tres a seis meses y el hecho de que el mercado ha bajado un 30% desde un nivel nada ridículo, probablemente sea razonable gastar algo de dinero. Sin embargo, ni yo ni nadie más podemos decirte que este es el mínimo. Algunas personas lo intentarán, pero obviamente no podrán hacerlo. La otra cosa es que nadie dijo que podrían decirte es que no va a bajar, o que la enfermedad no va a empeorar, o que no va a tomar más de tres a seis meses. Entonces, nadie puede justificar gastar todo su dinero aquí. Creo que no puedes justificar gastar todo tu dinero y no puedes justificar no gastar nada de tu dinero. Esa es mi opinión.

Mihaljevic: *En términos de exposición cíclica contra exposición defensiva, ¿cómo lo ves?*

Marks: Depende. Como he dicho en los últimos años, la cuestión religiosa más fundamental sobre la inversión es qué es más importante para ti: maximizar tus ganancias o asegurar la protección contra pérdidas. Cuanto más digas: «Quiero maximizar mi ganancia», más agresivo querrás ser en un momento determinado. Cuanto más digas: «Quiero protegerme contra la pérdida máxima», más a la defensiva querrás estar en un momento determinado. Ese es siempre el intercambio clave. No puedes hacer ambas cosas. Si quieres estar seguro de limitar tus pérdidas en los próximos meses, optarías por la defensiva, sea lo que sea la defensiva. En la nueva era, la actitud defensiva es un poco difícil de encontrar, pero las *utilities*, los teléfonos, la comida y las necesidades vitales son defensivas. Por cierto, en tiempos normales, las carreteras de peaje se consideran defensivas, pero no son muy defensivas si todo el mundo deja de conducir. El punto es que, si deseas enfatizar la protección contra la baja, irás a la defensiva. Si deseas maximizar el potencial de recuperación, debes optar por lo cíclico con la expectativa de que habrá grandes ganancias cuando regresen. No hay una respuesta correcta. Cada inversor tiene que especificar por sí mismo qué es más importante, maximizar las ganancias o minimizar las pérdidas.

Mihaljevic: *¿Crees que habrá un cambio de comportamiento permanente en las personas y las empresas como consecuencia de este episodio? ¿Crees que habrá cosas dentro de cinco años que las personas o las empresas harán de manera diferente?*

Marks: Supongo que sí. Una de mis citas favoritas de John Kenneth Galbraith es: «Una de las dos características sobresalientes del mercado financiero es su falta de memoria». Estas cosas tienden a desaparecer. Puedo decirles que, en el cuarto trimestre de 2008, después de la quiebra de Lehman, cuando todo el mundo predecía el fin del mundo financiero, pensé que la recuperación del riesgo sería extremadamente lenta. Sin embargo, se recuperó en dos o tres años, en gran parte debido a las acciones del gobierno. Probablemente tiendo a exagerar los cambios que tienen estos traumas.

Alguien dijo ayer: «Creo que la gente dejará de dar la mano. Es una loca costumbre pagana que

tenemos. ¿Por qué la gente debería tocar las manos de extraños?» Tal vez. ¿Quién sabe? Durante muchos años, mi esposa ha estado diciendo: «¿Por qué vas a ese viaje de negocios? ¿Por qué no lo haces por llamada, o una videollamada o algo así?» Todos hemos cancelado todos nuestros viajes y todo el mundo lo está arreglando con la comunicación electrónica. Eso podría ser un cambio permanente. Si estuviéramos 100 meses atrás en términos de viajes en persona, y si hoy estamos en cero, que es donde creo que estamos, la pregunta interesante es si volveremos a 100 o a 75. Si volvemos a 75, ¿qué significa eso para las aerolíneas y los hoteles? ¿Qué significa para los facilitadores de comunicación electrónica como Zoom?

En este momento se siente como el final de la vida tal como la conocemos. La respuesta es probablemente no. Probablemente terminará en seis meses. En 12 meses, tendremos una vacuna. Regresaremos a donde estamos ahora. No puedo garantizarles que volvamos completamente a donde estábamos.

Mihaljevic: *Howard, muchas gracias por tu tiempo. Realmente aprecio que compartas tu opinión con nuestros miembros.*

Marks: Espero que les sea útil. Cuídate, John.