

BENJAMIN GRAHAM

«EL MEJOR
LIBRO SOBRE
INVERSIÓN
JAMÁS ESCRITO.»
WARREN
BUFFETT

EL INVERSOR INTELIGENTE

PRÓLOGO Y APÉNDICES DE WARREN BUFFETT

TERCERA EDICIÓN

REVISADA Y ACTUALIZADA CON NUEVOS COMENTARIOS DE
JASON ZWEIG

DEUSTO

El inversor inteligente

BENJAMIN GRAHAM
con Jason Zweig

Traducción de Alexandre Casanovas



EDICIONES DEUSTO

La lectura abre horizontes, iguala oportunidades y construye una sociedad mejor. La propiedad intelectual es clave en la creación de contenidos culturales porque sostiene el ecosistema de quienes escriben y de nuestras librerías. Al comprar este libro estarás contribuyendo a mantener dicho ecosistema vivo y en crecimiento.

En **Grupo Planeta** agradecemos que nos ayudes a apoyar así la autonomía creativa de autoras y autores para que puedan seguir desempeñando su labor. Dirígete a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesitas fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puedes contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47.

Queda expresamente prohibida la utilización o reproducción de este libro o de cualquiera de sus partes con el propósito de entrenar o alimentar sistemas o tecnologías de inteligencia artificial.

Título original: *The Intelligent Investor*

El inversor inteligente, tercera edición actualizada con nuevos comentarios de Jason Zweig.

© Benjamin Graham, 1973

© Jason Zweig, 2024

© de la traducción, Alexandre Casanovas, 2025

© Centro de Libros PAPF, SLU., 2025

Deusto es un sello editorial de Centro de Libros PAPF, SLU.

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

Diseño de colección: Sylvia Sans Bassat

Primera edición: noviembre de 2025

Depósito legal: B. 18.236-2025

ISBN: 978-84-234-3934-8

Composición: David Pablo

Impresión y encuadernación: Rotoprint by Domingo, S. L.

Printed in Spain - Impreso en España



Sumario

Prólogo a la edición revisada, por Warren E. Buffett.	13
Un comentario sobre Benjamin Graham, por Jason Zweig	17
Introducción. ¿Qué espera conseguir este libro?	23
Comentario a la introducción.	35
Capítulo 1. Inversión frente a especulación: los resultados que puede esperar el inversor inteligente.	41
Comentario al capítulo 1.	61
Capítulo 2. El inversor y la inflación.	73
Comentario al capítulo 2.	85
Capítulo 3. Un siglo de historia de la bolsa: el nivel de los precios de las acciones a comienzos de 1972	95
Comentario al capítulo 3.	111
Capítulo 4. Política general de cartera: el inversor defensivo.	123
Comentario al capítulo 4.	139
Capítulo 5. El inversor defensivo y las acciones ordinarias.	151
Comentario al capítulo 5.	165
Capítulo 6. Política de cartera para el inversor emprendedor: la visión negativa.	177
Comentario al capítulo 6.	191

Capítulo 7. Política de cartera para el inversor emprendedor: la parte positiva	205
Comentario al capítulo 7	231
Capítulo 8. El inversor y las fluctuaciones del mercado	237
Comentario al capítulo 8	263
Capítulo 9. Invertir en fondos	275
Comentario al capítulo 9	293
Capítulo 10. El inversor y sus asesores	305
Comentario al capítulo 10	321
Capítulo 11. Análisis de valores para inversores primerizos: método general	331
Comentario al capítulo 11	355
Capítulo 12. Cosas a tener en cuenta sobre los beneficios por acción	361
Comentario al capítulo 12	375
Capítulo 13. Una comparación de cuatro empresas cotizadas	385
Comentario al capítulo 13	395
Capítulo 14. Selección de valores para el inversor defensivo	405
Comentario al capítulo 14	425
Capítulo 15. Selección de valores para el inversor emprendedor	437
Comentario al capítulo 15	461
Capítulo 16. Emisiones convertibles y <i>warrants</i>	479
Comentario al capítulo 16	495
Capítulo 17. Cuatro ejemplos históricos extremadamente instructivos	505
Comentario al capítulo 17	525
Capítulo 18. Una comparación de ocho pares de empresas	535
Comentario al capítulo 18	565
Capítulo 19. Accionistas y directivos: la política de dividendos	583
Comentario al capítulo 19	593
Capítulo 20. El «margen de seguridad» como concepto central de la inversión	605
Comentario al capítulo 20	619
Epílogo	633
Comentario al epílogo	637

Apéndices

1. Los superinversores de Villa Graham y Dodd	639
2. La nueva especulación con acciones ordinarias	665
3. Las empresas tecnológicas como inversión	679
Agradecimientos de Jason Zweig	681

El texto que aparece en estas páginas es la cuarta edición revisada, actualizada por Graham en 1971-1972 y publicada por primera vez en 1973. En la presente edición, las notas originales de Benjamin Graham aparecen a pie de página designadas con una letra minúscula, y su enumeración se reinicia en cada capítulo. Las notas añadidas por Jason Zweig como complemento a las originales aparecen (así como las notas del traductor [*N. del t.*]), también a pie página, están designadas con números convencionales, y correlativas en todo el libro. Las notas en los elementos gráficos (tablas y gráficos) aparecen marcadas e indicadas debajo con uno o varios asteriscos.

Capítulo 1

Inversión frente a especulación: los resultados que puede esperar el inversor inteligente

Este capítulo resumirá las ideas y opiniones que se plantean en el resto del libro. En particular, queremos explicar desde el principio nuestra visión sobre lo que debería ser una estrategia de gestión adecuada para el inversor individual y no profesional.

INVERSIÓN FRENTE A ESPECULACIÓN

¿A qué nos referimos cuando hablamos de *inversor*? A lo largo del libro, el término se utilizará en contraposición al de *especulador*. Ya en 1934, en nuestro libro *Security analysis*, tratamos de proponer una definición precisa de la diferencia entre ambos conceptos:^a «Una operación de inversión es aquella que, a través del análisis exhaustivo, promete conservar el monto principal y un beneficio adecuado. Las operaciones que no cumplen estos requisitos son especulativas».

Aunque nos hemos aferrado con tenacidad a esta definición durante treinta y ocho años, merece la pena destacar los cambios radicales que han tenido lugar en el uso del término *inversor* en este período.

^a Graham, Benjamin, *et al.*, *Security analysis*, 4.^a ed., McGraw-Hill, Estados Unidos, 1962. En 1996 se reeditó una copia facsímil de la edición de 1934, también en McGraw-Hill. Edición en español, Benjamin Graham, *Security analysis*, Deusto, Barcelona, 2023.

Después de la gran caída del mercado de 1929-1932, todas las acciones ordinarias se veían como un producto especulativo, por definición. (Una autoridad destacada afirmó sin despeinarse que para invertir sólo era adecuado comprar bonos.)^b En consecuencia, hemos tenido que defender nuestra definición frente a la acusación de que daba un margen demasiado amplio al significado del concepto *invertir*.

En la actualidad, nuestra preocupación sería justo la contraria. Debemos advertir a los lectores sobre la posibilidad de aceptar el lenguaje habitual que aplica el término *inversor* a cualquier persona que se «pasea» por los mercados de valores. En la última edición del libro citamos el siguiente titular de un artículo de primera página publicado en junio de 1962 en nuestro principal periódico económico, *The Wall Street Journal*: «Pequeños inversores bajistas venden en corto lotes fraccionales».

En octubre de 1970, el mismo periódico incluía un editorial muy crítico sobre lo que denominaba «inversores temerarios», que en esta ocasión se agolpaban en el lado de las compras.

Estas citas textuales ilustran muy bien la confusión que predomina desde hace muchos años respecto al uso de las palabras *inversión* y *especulación*. Piensa en la definición que hemos propuesto hace un momento y compárala con la venta de un puñado de acciones por una persona inexperta, que ni siquiera sabe lo que está vendiendo, y que tiene la convicción emocional de que dentro de un tiempo podrá volverlas a comprar a un precio mucho más bajo. (No parece baladí señalar que, cuando el artículo se publicó en 1962, el mercado ya había sufrido una caída importante, y que entonces se estaba preparando para una subida aún más pronunciada. Era el peor momento posible para ponerse a vender en corto.) En un sentido más amplio, la expresión *inversores temerarios* podría verse como una cómica contradicción —algo parecido a «avaros despilfarradores»—, si esta mala utilización del lenguaje no fuera tan nociva.

Aquel periódico utilizaba la palabra *inversor* en este contexto porque, en el lenguaje coloquial de Wall Street, cualquier persona que compra o vende un valor se ha convertido en un «inversor», independientemente del producto que adquiere, de las intenciones que tenga,

^b Esta cita proviene de *Investment and speculation*, de Lawrence Chamberlain, publicado en 1931.

del precio de la operación o de si la transacción se hace en efectivo o con margen. Comparemos esta situación con la actitud del público hacia las acciones ordinarias en 1948, cuando más del 90 % de los encuestados expresaban su rechazo a la compra de este tipo de valores.^c Cerca de la mitad afirmaban que el motivo era «que no son seguras, son una lotería», mientras que la otra mitad decía «no estar familiarizado con ellas».¹⁹ De hecho, resulta irónico (aunque no sorprendente) que, en general, cualquier adquisición de acciones ordinarias se viera como una operación muy arriesgada o especulativa, en un momento en que se estaban vendiendo con unas condiciones muy atractivas, y cuando en poco tiempo iban a protagonizar la mayor subida de toda la historia. En cambio, el simple hecho de que subieran hasta alcanzar unos niveles que, a juzgar por las experiencias pasadas, eran sin duda muy peligrosos las acabó transformando en «inversiones», y convirtió a todas las personas que compraban acciones en «inversores».

La distinción entre la inversión y la especulación con acciones ordinarias siempre ha sido útil, y su desaparición es motivo de preocupación. Hemos declarado en repetidas ocasiones que Wall Street, como institución, haría bien en reinstaurar esta distinción y hacer hincapié en ella en todas las operaciones con el público. De cualquier otro modo, las bolsas podrían llevarse todas las culpas en un futuro por las grandes pérdidas de naturaleza especulativa, con el argumento de que todos aquellos que han sido sus víctimas nunca recibieron las advertencias oportunas. Irónicamente, una vez más, gran parte del bochorno financiero sufrido por algunas agencias de bolsa parece haberse debido a la inclusión de acciones especulativas en sus propios fondos de capital. Confiamos en que el lector de este libro se hará una idea bastante clara de los riesgos inherentes a las operaciones con acciones ordinarias; unos riesgos que son inseparables de las oportunidades de beneficio que ofrecen, y que en ambos casos deben ser tenidos en cuenta en cualquier cálculo que realice el inversor.

^c En una encuesta realizada por la Junta de la Reserva Federal.

19. La encuesta que cita Graham se publicó en el *Federal Reserve Bulletin*, en julio de 1948. Sólo el 4 % pensaban que las acciones ordinarias ofrecerían unos beneficios «satisfactorios»; el 26 % consideraban que «no eran seguras» o «eran una lotería». De 1949 a 1958, la bolsa estadounidense registró una de las mayores rentabilidades a diez años de toda su historia, con una media del 18,7 % anual.

Lo que acabamos de decir podría sugerir que ya no existe nada parecido a una verdadera política de inversión basada en acciones ordinarias representativas; en el sentido de que siempre sería posible esperar a comprarlas a un precio que no comporte un riesgo de pérdida «de cuota» o de mercado lo bastante grande como para resultar preocupante. En cualquier período, el inversor debe identificar la existencia de un factor especulativo en las acciones ordinarias que tiene en propiedad. Su trabajo consiste en mantener ese factor dentro de unos límites mínimos, y estar preparado financiera y psicológicamente para unos resultados adversos que podrían tener una duración corta o larga.

Tendríamos que añadir un par de párrafos sobre la especulación en acciones *per se*, que se diferencia del componente especulativo que hoy es inherente a la mayoría de los valores más representativos. La especulación no es ilegal ni inmoral, ni tampoco sirve (a la mayoría de la gente) para llenarse los bolsillos. Más aún, un cierto grado de especulación es necesario e inevitable, porque en muchas de las situaciones asociadas a las acciones ordinarias, hay posibilidades sustanciales de obtener tanto un beneficio como una pérdida, y alguien debe asumir los riesgos que conlleva la operación.²⁰ Igual que existe la inversión inteligente, también hay especulación inteligente. Pero la especulación puede dejar de ser inteligente de muchas formas distintas; de todas ellas, las más importantes son: 1) especular cuando crees que estás invirtiendo; 2) cuando careces de los conocimientos y habilidades adecuados, especular como si fuera un trabajo serio en vez de un simple pasatiempo; y 3) arriesgar más dinero del que puedes permitirte perder en las operaciones especulativas.

Según nuestra visión conservadora, cualquier no profesional que opere con margen debería ser consciente *ipso facto* de que está especulando, y el deber de su bróker sería advertirle de la situación.²¹ Y cual-

20. La especulación es beneficiosa a dos niveles: primero, sin ella, las nuevas empresas innovadoras (como Tesla o, en tiempos pasados, Edison Electric Co.) no habrían podido reunir el capital necesario para crecer. La seductora esperanza de un gran beneficio es el aceite que lubrica la maquinaria de la innovación. La especulación es también «el autoajuste de la sociedad hacia lo probable», tal como escribió el juez Oliver Wendell Holmes en 1905; la absorción continua de información que permite a los mercados actualizar los precios.

21. Una cuenta de margen permite comprar acciones con un dinero que pides prestado al bróker. Al invertir con dinero prestado, ganas más cuando las acciones

quiera que compre una emisión de acciones que se considera «caliente», o bien que realice una adquisición en términos similares, está especulando o apostando. La especulación siempre es fascinante, y puede ser muy divertida mientras vas por delante en el marcador. Si quieres probar a tener suerte, reserva una fracción de tu capital —cuanto más pequeña, mejor— en un fondo separado dedicado sólo a este propósito. Nunca pongas más dinero en esta cuenta porque el mercado ha subido y los beneficios no dejan de aumentar. (De hecho, ése sería el momento de pensar en sacar el dinero del fondo especulativo.) Nunca mezcles tus operaciones especulativas con las inversiones en la misma cuenta, ni tampoco en algún rincón de tu capacidad de razonamiento.

LOS RESULTADOS QUE PUEDE ESPERAR EL INVERSOR DEFENSIVO

Ya hemos definido al inversor defensivo como aquel que otorga una mayor prioridad a la seguridad y a sentirse libre de preocupaciones. En términos generales, ¿qué rumbo debería seguir y qué beneficios puede esperar en «condiciones normales», si es que existe en realidad ese escenario ideal? Para responder a esta pregunta, primero deberíamos tener en cuenta lo que escribimos sobre la cuestión hace siete años, y después analizar los cambios significativos que desde entonces han tenido lugar en los factores subyacentes que condicionan los beneficios que el inversor puede obtener, para por fin resolver lo que puede hacer y lo que puede esperar en las condiciones actuales (comienzos de 1973).

1. Lo que dijimos hace siete años

Recomendamos que el inversor dividiera sus activos entre unos bonos de alta calidad y las acciones ordinarias más destacadas; que el porcentaje en bonos nunca fuera inferior al 25 % ni superior al 75 %,

suben; pero puedes quedarte a cero cuando bajan. El aval (el colateral) del préstamo es el valor de las inversiones que tienes en la cuenta; por lo tanto, tienes que poner más dinero si el valor cae por debajo de la cantidad requerida. Para saber más sobre el margen, véase el «Comentario al capítulo 6».

mientras que decíamos lo contrario sobre la parte dedicada a las acciones; que la decisión más sencilla sería mantener una proporción de 50-50 entre los dos componentes, con nuevos ajustes para restaurar el equilibrio cuando los acontecimientos del mercado alteren la relación, por ejemplo, un 5 %. Como política alternativa, el inversor podía reducir el componente dedicado a las acciones ordinarias al 25 % «si sentía que el mercado estaba peligrosamente caro», o bien tomar la dirección opuesta y ampliar ese segmento hasta llegar a un máximo del 75 % «si sentía que un descenso en el precio de las acciones estaba incrementando mucho su atractivo».

En 1965, el inversor podía obtener un 4,5 % por los bonos de alta calidad gravables, y un 3,25 % por los bonos de alta calidad libres de impuestos. El dividendo de las acciones ordinarias más destacadas (con el DJIA en 892 puntos) era sólo del 3,2 %. Este último dato, además de otros, recomendaba precaución. Insinuamos que a «los niveles normales del mercado», el inversor debería poder obtener una rentabilidad inicial por dividendos de entre el 3,5 % y el 4,5 % en sus compras de acciones, a lo que habría que añadir el rápido incremento del valor subyacente (y del «precio normal de mercado») de una lista representativa por un porcentaje similar, lo que generaría una rentabilidad combinada —entre los dividendos y la revalorización— de un 7,5 % anual. La división 50-50 entre bonos y acciones reportaría un beneficio del 6 % antes de impuestos. También añadimos que la parte asignada a las acciones debería incluir un buen nivel de protección frente a la pérdida de poder adquisitivo provocada por una inflación generalizada.

Cabe destacar que los cálculos anteriores señalaban que la subida prevista del mercado de valores iba a ser mucho más lenta que la registrada en el período 1949-1964. El ritmo de aquella subida supuso un buen negocio, superior al 10 % para el conjunto de las acciones, y se vio como una garantía de que en el futuro también podrían obtenerse unos resultados muy satisfactorios. Pocas personas parecían dispuestas a plantearse la posibilidad de que el fuerte ritmo del avance anterior pudiera indicar que los precios eran «en la actualidad demasiado elevados» y, por consiguiente, que «los maravillosos resultados obtenidos desde 1949 no auguraban unos buenos resultados, sino bastante malos».^d

^d Edición original de 1965, p. 8.

2. Qué ha ocurrido desde 1964

El principal cambio ocurrido desde 1964 ha sido el aumento de los tipos de interés en los bonos de alta calidad hasta llegar a máximos históricos, aunque también se ha producido una importante recuperación desde los precios mínimos de 1970. La rentabilidad esperada en las emisiones de bonos corporativos de buena calidad está ahora en el 7,5 % (o incluso más), frente al 4,5 % de 1964. Mientras tanto, la rentabilidad por dividendos en las acciones tipo DJIA también registró una buena subida durante el retroceso del mercado de 1969-1970, pero, mientras escribimos estas líneas (con el Dow Jones a 900), es inferior al 3,5 %, frente al 3,2 % de finales de 1964. Durante este período, el cambio en los tipos de interés aplicables produjo un descenso máximo cercano al 38 % en el precio de mercado de los bonos a medio plazo (por ejemplo, a veinte años).

Todos estos acontecimientos tienen un ingrediente paradójico. En 1964 explicamos con todo lujo de detalles que el precio de las acciones podía ser demasiado alto y que, en última instancia, podía sufrir un fuerte descenso; pero no abordamos específicamente la posibilidad de que pudiera ocurrir lo mismo con el precio de los bonos de alta calidad. (Y tampoco lo hizo nadie que hayamos conocido.) Sí advertimos (en la p. 90 de la edición de 1965) que un «bono a largo plazo puede variar mucho de precio en respuesta a los cambios en los tipos de interés». En vista de lo ocurrido desde entonces, creemos que esta advertencia —con los debidos ejemplos— merecía un mayor énfasis. Porque la verdad es que si el inversor hubiera asignado una determinada cantidad al DJIA a su precio de cierre en 1964, a 874 puntos, habría obtenido un pequeño beneficio tiempo después, a finales de 1971; incluso a su nivel más bajo en 1970 (631 puntos), la pérdida reflejada habría sido inferior a la registrada por los bonos a largo plazo de buena calidad. Por otra parte, si hubiera restringido su inversión en renta fija a los bonos de ahorro del Tesoro de Estados Unidos, a las emisiones corporativas a corto plazo o a los depósitos bancarios, no habría sufrido ninguna pérdida en el valor de mercado del monto principal durante este período y habría obtenido una mayor rentabilidad que la ofrecida por las buenas acciones. Al final pudo comprobarse, por lo tanto, que los verdaderos «equivalentes del efectivo» eran una mejor inversión en 1964 que las acciones ordinarias; y eso pese a la inflación,

que en teoría debería haber favorecido a los valores bursátiles en detrimento del efectivo. La caída del valor del principal en los buenos bonos a largo plazo se debió a los acontecimientos producidos en el mercado del dinero, un área abstrusa que, por regla general, no ejerce mucha influencia en la política de inversión de los particulares.

Todo lo anterior sólo es un ejemplo más de la interminable sucesión de acontecimientos que, con el paso del tiempo, han demostrado que el futuro de los precios de los activos nunca es predecible.²² Los bonos casi siempre han fluctuado menos que los precios de las acciones, y, en general, los inversores han podido comprar buenos productos, con cualquier fecha de vencimiento, sin tener que preocuparse por los cambios en su valor de mercado. Ha habido pocas excepciones a esta regla, pero el período posterior a 1964 demostró ser una de ellas. En un capítulo posterior, tendremos mucho más que decir sobre los cambios en los precios de los bonos.

3. Expectativas y política a finales de 1971 y comienzos de 1972

Hacia finales de 1971, era posible obtener un interés del 8 % con los bonos corporativos de alta calidad gravables a medio plazo, y un 5,7 % con los buenos bonos de los estados o municipales libres de impuestos. En la categoría a corto plazo, el inversor podía conseguir un 6 % en las emisiones del Tesoro de Estados Unidos con un vencimiento a cinco años. En este último caso, el comprador no necesitaba preocuparse por una posible pérdida en el valor de mercado, ya que tenía la garantía de obtener un reembolso completo, que incluía una rentabilidad por intereses del 6 %, al final de un período de custodia relativamente breve. El DJIA, a un nivel de 900 puntos en 1971, sólo generaba un 3,5 %.

22. Lee la frase de Graham de nuevo, y fíjate en lo que está diciendo el mayor experto en inversión de la historia: el futuro de los precios de los valores nunca es predecible. Y a medida que vayas avanzando en el libro, fíjate en que todo lo que va diciendo Graham está pensado para asumir al final esa gran verdad. Como es imposible predecir el comportamiento de los mercados, debes aprender a anticipar y controlar tu propio comportamiento.

Vamos a asumir que ahora, como en el pasado, la decisión más sencilla que el inversor debe tomar sobre la política de cartera es la división del capital entre los bonos de alta calidad (u otros productos calificados como «equivalentes del efectivo») y las acciones más destacadas tipo DJIA. ¿Qué rumbo debería seguir el inversor en las condiciones actuales, si no existe un argumento sólido para predecir un fuerte movimiento al alza o a la baja en un futuro próximo? En primer lugar, queremos señalar que, si no se produce ningún gran cambio negativo, el inversor defensivo debería poder contar con la actual rentabilidad por dividendos que ofrecen las acciones, del 3,5 %, combinada con una revalorización media anual que ronda el 4 %. Como explicaremos más adelante, esta revalorización se basa sobre todo en la reinversión que cada año realizan las empresas por valor de la cantidad correspondiente, y que obtienen de los beneficios que no han repartido entre los accionistas. Antes de impuestos, la rentabilidad acumulada por sus acciones rondaría de media el 7,5 %, un poco menos que el interés que obtiene por los bonos de alta calidad.²³ Después de impuestos, la rentabilidad media de las acciones estaría cerca del 5,3 %. Esta cantidad es la misma que puede obtenerse en la actualidad con unos buenos bonos a medio plazo libres de impuestos.

Las expectativas son mucho menos favorables para las acciones, en comparación con los bonos, que en nuestro anterior análisis del año 1964. (Esta conclusión se deduce del simple hecho de que la rentabilidad de los bonos ha subido mucho más que la de las acciones desde 1964.) Nunca debemos perder de vista el hecho de que los pagos por intereses y el reembolso del principal en los bonos de buena

23. ¿Hasta qué punto acertó Graham con sus predicciones? A primera vista, parece que mucho: desde comienzos de 1972 hasta finales de 1982, las acciones registraron una rentabilidad media anual del 6,5 %. (Graham no especificó el período temporal de su predicción, pero es probable que tuviera en mente un horizonte a diez años.) Sin embargo, la inflación se disparó a un 8,6 % anual durante este período, lo que se tragó cualquier beneficio que las acciones pudieran haber generado. En este apartado del capítulo, Graham resume lo que se conoce como la «ecuación Gordon», la cual sostiene que la tasa de rentabilidad futura de la bolsa es la suma de la rentabilidad actual por dividendos más el crecimiento previsto de dichos dividendos. Con una rentabilidad inferior al 2 % a comienzos de 2024, y un crecimiento del dividendo a largo plazo de sólo el 2 %, sería posible obtener una rentabilidad anual en el futuro del 4 % (después de descontar la inflación). (Véase el «Comentario al capítulo 3».)

calidad están mucho mejor protegidos y que, por lo tanto, son más seguros que los dividendos y la revalorización del precio de las acciones. En consecuencia, nos vemos obligados a llegar a la conclusión de que ahora, a finales de 1971, la inversión en bonos parece muy preferible a la inversión en acciones. Si pudiéramos estar seguros de que esta conclusión es correcta tendríamos que recomendar al inversor defensivo que ponga todo su dinero en bonos y ni un céntimo en acciones ordinarias, al menos hasta que la actual distribución de la rentabilidad cambie de manera significativa a favor de la renta variable.

Pero, por supuesto, tampoco podemos estar seguros de que los bonos funcionarán mejor que las acciones en función de los niveles actuales. El lector pensará inmediatamente en el factor inflación como un potente argumento para sostener la opinión contraria. En el próximo capítulo defenderemos que, a partir de nuestra considerable experiencia con la subida de la inflación en Estados Unidos durante el presente siglo, no sería aconsejable elegir las acciones antes que los bonos con los actuales diferenciales de rentabilidad. Pero siempre existe la posibilidad —aunque nos parece remota— de que la inflación se acelere, lo que de una u otra forma tendría que aumentar el atractivo de las acciones frente a unos bonos que pagan una cantidad fija en dólares.²⁴ Existe la posibilidad alternativa —que también nos parece muy poco probable— de que las empresas estadounidenses lleguen a ser tan rentables, sin una inflación disparada, como para justificar un gran aumento del valor de las acciones ordinarias en los próximos años. Por último, existe la posibilidad, mucho más habitual, de que presenciemos otra gran subida especulativa en las bolsas sin una justificación real en sus valores subyacentes. Cualquiera de estos motivos, y quizá otros en los que no hemos pensado, podrían provocar que el inversor se arrepintiera de destinar el cien por cien de su capital a los bonos, incluso cuando su nivel de rentabilidad es el más favorable de la historia.

24. Desde 1997, cuando se introdujeron los Valores del Tesoro Protegidos contra la Inflación (TIPS, por sus siglas en inglés), las acciones han dejado de ser siempre mejores que los bonos cuando suben los precios al consumo. Los TIPS, a diferencia de otros bonos, tienden a subir de valor cuando el índice de precios al consumo también sube, lo cual, en general, inmuniza al inversor contra una pérdida de dinero después de descontar la inflación. Las acciones no tienen esa garantía, y ofrecen una cobertura muy imperfecta contra las altas tasas de inflación. (Para saber más, véase el «Comentario al capítulo 2».)

Por consiguiente, después de esta exposición algo simplificada de las cuestiones más importantes, volvemos a articular la misma política conciliadora para los inversores defensivos; a saber, que en todo momento tengan una porción significativa de su capital en activos de renta fija y otra parte importante en acciones. Todavía deben decidir si mantener una simple división 50-50 entre los dos componentes o apostar por una relación, en función de su propio criterio, que varía entre un mínimo de un 25 % y un máximo del 75 % para ambas categorías. En un capítulo posterior, ofreceremos una explicación más detallada de estas políticas alternativas.

Como en el momento presente la rentabilidad total prevista para las acciones ordinarias es casi idéntica a la ofrecida para los bonos, los beneficios que el inversor puede esperar en la actualidad (y que incluyen el incremento del precio de las acciones) cambiarían poco independientemente de cómo haya dividido su capital entre ambos componentes. Tal como hemos calculado en los párrafos anteriores, la rentabilidad acumulada entre ambos segmentos sería de un 7,8 % antes de impuestos, o bien de un 5,5 % después de aplicar la fiscalidad estimada (o con productos exentos). Una rentabilidad de esta magnitud es bastante más elevada que la obtenida por un inversor conservador durante muchos momentos del pasado. Podría parecer poco atractiva en comparación con la rentabilidad del 14 %, o una cifra similar, que registraron las acciones ordinarias durante los veinte años de mercado alcista posteriores a 1949. Pero habría que recordar que, entre 1949 y 1969, el precio del DJIA se ha multiplicado por más de cinco, mientras que los beneficios y dividendos sólo se han duplicado. De ahí que la mayoría de los impresionantes resultados de la bolsa durante ese período se basaran en un cambio en las actitudes de los inversores y especuladores, y no en un incremento del valor subyacente de las empresas. En este sentido, podría describirse como una «operación de arrastre».

En esta exposición sobre la cartera de acciones para el inversor defensivo, sólo hemos hablado de las emisiones más importantes, con las características propias de los treinta integrantes del Dow Jones Industrial Average. Hemos actuado así por simple conveniencia, y en ningún caso para sugerir que esas treinta empresas son las únicas que resultarían adecuadas para efectuar una compra. De hecho, hay muchas otras empresas cuya calidad equivale o supera a la lista del Dow

Jones; entre ellas, habría que incluir a muchas empresas de servicios públicos (que aparecen representadas en un índice Dow Jones distinto).²⁵ Pero, en este caso, la idea fundamental es que los resultados totales del inversor defensivo probablemente no serían demasiado diferentes entre un listado diversificado o representativo y otro de distinta naturaleza; o, para ser más precisos, que ni el inversor ni sus asesores son capaces de predecir con seguridad las posibles diferencias que puedan aparecer al final. Es verdad que, al menos en teoría, el arte de la inversión más perspicaz o hábil reside en la selección concreta de las emisiones que ofrecerán una mejor rentabilidad que el mercado general. Por razones que deberían explicarse en otro lugar, somos escépticos ante la capacidad de los inversores defensivos para obtener unos resultados superiores a la media; lo que, a la hora de la verdad, también significaría superar su propia rentabilidad total. (Nuestro escepticismo también se extiende a la gestión experta de los grandes fondos.)²⁶

Queremos ilustrar esta idea con un ejemplo que, a primera vista, parecería demostrar lo contrario. Entre diciembre de 1960 y diciembre de 1970, el DJIA subió de 616 a 839 puntos, es decir, un 36 %. Pero, durante el mismo período, el índice ponderado Standard & Poor's, que es mucho más grande y agrupa 500 valores, pasó de 58,11 a 92,15 puntos, es decir, una subida del 58 %. Evidentemente, el segundo grupo ha demostrado ser una mejor «compra» que el primero. Pero ¿quién habría sido tan imprudente como para predecir en 1960 que algo que parecía un surtido diverso de acciones ordinarias de todo tipo superaría claramente a los aristocráticos «treinta tiranos»

25. En la actualidad, las alternativas más accesibles al Dow Jones Industrial Average serían el índice Standard & Poor's 500 (S&P 500) y el FT Wilshire 5000. El S&P 500 se centra en 500 grandes empresas muy conocidas que representan casi el 80 % de la capitalización total de la bolsa de Estados Unidos. El FT Wilshire 5000 sigue los beneficios de casi todos los valores cotizados y significativos de Estados Unidos, unos 3.500 en total; pero, como las grandes empresas representan la mayoría del valor de mercado del índice, la rentabilidad del FT Wilshire 5000 suele ser bastante parecida a la del S&P 500. Los fondos indexados de bajo coste permiten a los inversores poseer los valores de estos índices como si fueran una única y práctica cartera. Los fondos indexados están disponibles en todo el mundo, a beneficio de los inversores de casi cualquier país. (Véanse el capítulo 9 y el «Comentario al capítulo 9».)

26. Véanse las pp. 420-424 y pp. 437-441.

del Dow? Todo esto demuestra, insistimos, que sólo en casos muy excepcionales pueden hacerse predicciones fiables sobre los cambios de los precios, ya sean absolutos o relativos.

Debemos repetir, sin pedir disculpas —porque las advertencias nunca estorban—, que el inversor no puede tener la esperanza de obtener mejores resultados que la media del mercado comprando nuevas ofertas de acciones, o emisiones «calientes» de ningún tipo; lo que, a la hora de la verdad, incluye todos los valores recomendados para poder obtener un beneficio rápido.²⁷ Mientras que, a largo plazo, la situación opuesta está prácticamente garantizada. El inversor defensivo debe limitarse a las acciones de empresas importantes, con un largo historial de operaciones rentables y una sólida situación financiera. (Cualquier analista de valores que se merezca el sueldo puede confeccionar esa lista.) Los inversores agresivos pueden comprar otros tipos de acciones ordinarias, aunque siempre deberían tener unas características atractivas según los criterios de un análisis inteligente.

Para cerrar este apartado, queremos mencionar brevemente tres ideas o prácticas adicionales que el inversor defensivo tiene a su disposición. La primera es la compra de acciones de fondos de inversión de reconocido prestigio como alternativa a la confección de su propia cartera de renta variable. También podría utilizar un «fondo fiduciario común», operados en muchos estados por bancos o sociedades fiduciarias; o, si tiene un capital considerable, usar los servicios de una firma de asesoría de inversiones con una buena reputación. Esta medida le proporcionará una gestión profesional de su programa de inversiones a partir de unas directrices estandarizadas. La tercera idea es el mecanismo conocido como «coste medio de adquisición», lo que simplemente quiere decir que su practicante invierte la misma cantidad de dólares en acciones ordinarias cada mes o cada trimestre. Por lo tanto, compra más acciones cuando el mercado baja que cuando sube, y tiene muchas probabilidades de obtener un precio final muy satisfactorio por toda la cartera. Para ser exactos, este método es una aplicación de un enfoque mucho más amplio que se conoce como «inversión de fórmula». Ya aludimos a esta última opción cuando sugerimos que el inversor puede variar el por-

27. Para conocer más detalles, véanse el capítulo 6 y el «Comentario al capítulo 6».

centaje de acciones ordinarias en su cartera, entre un mínimo del 25 % y un máximo del 75 %, en una relación inversamente proporcional a la actuación del mercado. Estas ideas son valiosas para el inversor defensivo, y se abordarán en mayor profundidad en capítulos posteriores.²⁸

LOS RESULTADOS QUE PUEDE ESPERAR EL INVERSOR AGRESIVO

El comprador de valores de espíritu emprendedor, por supuesto, deseará y esperará obtener mejores resultados finales que su homólogo defensivo o pasivo. Pero primero debe asegurarse de que sus resultados no van a ser peores. No es tan difícil dedicar una gran cantidad de energía, horas de estudio y talento natural a Wall Street, y terminar con pérdidas en lugar de con beneficios. Estas virtudes, si se canalizan en un sentido erróneo, son indistinguibles de los defectos. Por ende, resulta esencial que, desde un principio, el inversor emprendedor tenga una idea muy clara sobre las líneas de actuación que le ofrecen unas posibilidades de éxito razonables y sobre las que no.

Primero, vamos a tomar en consideración los distintos caminos que los inversores y especuladores han intentado poner en práctica para conseguir unos resultados superiores a la media. Entre ellos, habría que incluir:

1. *Operar según el mercado.* Normalmente significa comprar acciones cuando el mercado ha subido y venderlas después de que cambie de dirección y empiece a bajar. Es probable que las acciones seleccionadas se encuentren entre las que se «han comportado» mejor que la media del mercado. Un reducido número de profesionales practican de forma habitual las ventas en corto. En este caso, venden acciones que no poseen, y que piden prestadas a través de un mecanismo establecido por las bolsas. Su objetivo es obtener un beneficio gracias al posterior descenso del precio de esas emisiones, para recomprarlas

28. Para saber más sobre «los fondos de inversión de reconocido prestigio», véase el capítulo 9. La «gestión profesional» de una «firma de asesoría de inversiones con una buena reputación» se aborda en el capítulo 10. El «coste medio de adquisición» se explica en el capítulo 5.

después a un importe inferior al de su anterior venta. (Como indicaba la cita de *The Wall Street Journal* de la p. 42, incluso los «pequeños inversores» —¡perdón por el término!— a veces tientan a la suerte con las ventas en corto.)

2. *Selección a corto plazo.* Comprar acciones de empresas que han publicado o que se espera que publiquen un incremento de los beneficios, o bien para las cuales se anticipa alguna otra noticia favorable.
3. *Selección a largo plazo.* Aquí se hace hincapié en que la empresa muestre un excelente historial de crecimiento en el pasado, que tendría muchas posibilidades de continuar en el futuro. En algunos casos, el «inversor» puede seleccionar empresas que todavía no han publicado resultados destacables, pero de las que se espera que más adelante adquieran la capacidad de generar unos potentes beneficios. (Este tipo de empresas suelen pertenecer a las categorías tecnológicas —por ejemplo, informática, electrónica, farmacéutica—, y muy a menudo están desarrollando nuevos procesos o productos destinados a ser muy prometedores.)

A estas alturas, ya hemos expresado una opinión negativa sobre las posibilidades de éxito del inversor en estas áreas de actividad. Tanto por motivos teóricos como realistas, hemos excluido la primera estrategia del ámbito estricto de la inversión. La negociación con acciones no es una operación «que, a través de un análisis exhaustivo, promete conservar el monto principal y un beneficio adecuado». Hablaremos en mayor profundidad de la negociación con acciones en un capítulo posterior.²⁹

En su empeño por seleccionar las acciones más prometedoras, tanto a corto plazo como en un futuro más lejano, el inversor se enfrenta a dos tipos de obstáculos: el primero surge de la falibilidad humana, y el segundo, de la naturaleza de la competencia. Puede equivocarse en sus cálculos de futuro; o bien, incluso si acierta, el precio actual de mercado puede reflejar ya lo que está previendo. En el área de la selectividad a corto plazo, los resultados de la empresa en el año actual suelen ser de dominio público en Wall Street: los del año que viene, en la medida en que sean predecibles, ya se han tomado en

29. Véanse el capítulo 7, el «Comentario al capítulo 5», el «Comentario al capítulo 8» y el «Comentario al capítulo 14».

consideración con la debida atención. Por consiguiente, el inversor que se dedica a seleccionar valores en función de los resultados excepcionales publicados durante el año en curso o de los que se prevén para el año que viene tiene muchas probabilidades de descubrir que otros han hecho lo mismo y por los mismos motivos.

Al seleccionar acciones por sus perspectivas a largo plazo, los problemas del inversor son básicamente los mismos. La posibilidad de un error garrafal en la predicción —que ilustramos con el ejemplo de las aerolíneas en la p. 30— es sin duda mucho mayor que con el análisis de los beneficios a corto plazo. Como los expertos tienen tendencia a perderse con ese tipo de proyecciones, en teoría sería posible que un inversor obtuviera grandes beneficios si sus predicciones son correctas cuando Wall Street está haciendo pronósticos erróneos. Pero eso sólo es la teoría. ¿Cuántos inversores emprendedores pueden contar con tener la perspicacia o el poder de adivinación para superar a los analistas profesionales en su juego favorito, calcular los futuros beneficios a largo plazo?

En consecuencia, llegamos a la siguiente conclusión lógica, aunque sea desconcertante: para tener una posibilidad real de conseguir unos resultados que siempre estén por encima de la media, el inversor debe seguir políticas que sean (1) prometedoras y sólidas por su propia naturaleza y (2) muy poco populares en Wall Street.

¿El inversor emprendedor tiene a su disposición alguna política de este estilo? Una vez más, en teoría, la respuesta debería ser «sí»; y hay muchas razones para pensar que, en la práctica, la respuesta también debería ser afirmativa. Todo el mundo sabe que los movimientos especulativos de las acciones llegan demasiado lejos en ambas direcciones, con frecuencia en el mercado general y en todo momento en algunas emisiones concretas. Además, una acción ordinaria puede estar infravalorada por una falta de interés o por un prejuicio injustificado pero muy extendido. Podemos ir aún más lejos y afirmar que, en un porcentaje muy importante de la negociación con acciones ordinarias, los que toman parte en ella no parecen ser capaces de distinguir —vamos a usar aquí una expresión cortés— una parte de su anatomía de otra. En este libro vamos a señalar numerosos ejemplos de discrepancias (pasadas) entre el precio y el valor. Así pues, parece que cualquier persona inteligente, con una buena cabeza para los números, podría disfrutar de un verdadero banquete en Wall Street aprove-

chándose de la estupidez de los demás. Aunque eso es lo que parece, en realidad las cosas no son tan sencillas. Comprar una emisión olvidada y, por lo tanto, infravalorada a fin de obtener un beneficio suele convertirse en una larga experiencia que pone a prueba la paciencia de cualquiera. Y vender en corto una emisión demasiado popular y, por lo tanto, sobrevalorada no sólo se convierte en una dura prueba para la resistencia y la valentía del inversor, sino también para el grosor de su billetera.³⁰ El principio es sensato, aplicarlo con éxito no debería ser imposible, pero no cabe ninguna duda de que es un arte difícil de dominar.³¹

También hay una amplia variedad de «situaciones especiales» —con las que se puede contar a medida que pasan los años— para obtener una bonita rentabilidad anual del 20 % o más, y con un riesgo mínimo para aquellos que sepan cómo actuar en esos escenarios. Algunas de esas situaciones serían los arbitrajes entre valores, los pagos o rescates en liquidaciones y las coberturas de ciertas clases. El caso más habitual es una fusión o una adquisición programada que ofrece un precio bastante más elevado por ciertas acciones que su valor en la fecha del anuncio. El número de este tipo de operaciones ha aumentado bastante en los últimos años, por lo que el período reciente debería haber sido muy rentable para los ya iniciados. Pero, con la multiplicación de los anuncios de fusiones, también se han multiplicado los obstáculos para esa clase de operaciones, y muchos acuerdos al final no

30. Cuando se «vende en corto», se está apostando a que el precio de la acción bajará, y no a que subirá. Una venta en corto es un proceso que se compone de tres pasos: primero, pides prestadas las acciones a alguien que ya las tiene; acto seguido, vendes de inmediato las acciones prestadas; por último, las sustituyes por otras acciones que comprarás más tarde. Si la acción cae, podrás comprar sus sustitutas a un precio más bajo. La diferencia entre el precio al que deberías vender las acciones prestadas y el precio que has pagado por su reemplazo es el beneficio bruto (que puede reducirse por el dividendo o los intereses, además de por las comisiones del bróker). Sin embargo, si la acción sube en lugar de bajar, la posible pérdida es ilimitada; en consecuencia, las ventas en corto son una operación demasiado especulativa y, por consiguiente, inaceptable para la mayoría de los inversores individuales.

31. Otra estrategia que los inversores emprendedores pueden utilizar para obtener «unos resultados mejores que la media»: dar un paso al frente y comprar cuando los inversores profesionales están vendiendo presos del pánico, como ocurrió en 2000-2002, 2008-2009 y comienzos de 2020. La valentía es un rasgo más habitual en la «Main Street» (o «calle Principal») que en Wall Street.

han llegado a materializarse; así que ahora estas situaciones, que en el pasado eran muy fiables, también generan unas pérdidas importantes a título individual. También es posible que el porcentaje de los beneficios finales se haya reducido por un exceso de competencia.³²

La menor rentabilidad de estas situaciones especiales parece la expresión de una especie de proceso autodestructivo —similar a la ley de los rendimientos decrecientes— que se ha desarrollado a lo largo de la vida de este libro. En 1949 éramos capaces de presentar un estudio de las fluctuaciones de la bolsa durante los setenta y cinco años anteriores, un estudio que confirmaba una fórmula —basada en los beneficios y los tipos de interés actuales— para determinar el nivel al que se podía comprar el DJIA por debajo de su valor «central» o «intrínseco» y, después, vender por encima de dicho valor. Era una aplicación del principio rector de los Rothschild: «Compra barato y vende caro».³³ Y tenía la ventaja de contradecir un arraigado y nocivo principio de Wall Street, según el cual hay que comprar acciones porque han subido y venderlas porque han bajado. Pero, ay, después de 1949, esta fórmula dejó de funcionar. Un segundo ejemplo sería la famosa «teoría de Dow» sobre los movimientos de la bolsa, con una comparación entre los espléndidos resultados que obtuvo en el período 1897-1933 y la actuación mucho más discutible exhibida desde 1934.

Un tercer y último ejemplo de las grandes oportunidades que desde hace poco tiempo han dejado de estar disponibles: un buen porcentaje de nuestras propias operaciones en Wall Street se han con-

32. A finales de la década de 1980, mientras las opas hostiles y las compras apalancadas se multiplicaban, Wall Street creó despachos de arbitraje institucional que podían aprovecharse de los errores en las tasaciones de los precios que se producían en estos acuerdos tan complejos. Eran tan buenos en lo suyo que los beneficios fáciles se esfumaron, y muchas de aquellas agencias al final desaparecieron. Aunque Graham vuelve a sacar el tema más adelante (pp. 225-227), este tipo de operativa ya no es factible o apropiada para la mayoría de la gente, ya que sólo las operaciones de muchos millones de dólares resultan adecuadas para justificar un beneficio muy reducido por acción. Los particulares más adinerados y las instituciones pueden utilizar esta estrategia a través de los fondos de inversión libre que se especializan en el arbitraje de fusiones o «eventos».

33. La familia Rothschild, encabezada por Nathan Mayer Rothschild, fue el poder dominante en la banca de inversión y el corretaje en Europa durante el siglo XIX. Ferguson, Niall, *The house of Rothschild: money's prophets, 1798-1848*, Viking, Estados Unidos, 1998.

centrado en la compra de *emisiones a precio de ganga*, fáciles de identificar por el hecho de que se vendían por una cantidad inferior a la participación correspondiente en el activo corriente neto (el capital circulante), sin contar la maquinaria y otros activos, y después de descontar todo el pasivo antes de la emisión. En aquel momento, estaba claro que esas acciones se vendían a un precio bastante inferior al valor de toda la compañía, como empresa no cotizada. Ningún propietario o accionista mayoritario pensaría en vender su participación a una cifra tan baja y ridícula. Pero, por extraño que parezca, esas anomalías no eran tan difíciles de encontrar. En 1957 se publicó una lista que incluía unas doscientas emisiones de este tipo y que estaban disponibles en el mercado. De distintas formas, casi todas esas emisiones a precio de ganga fueron rentables, y el resultado medio anual demostró ser mucho más lucrativo que otras inversiones. Pero también desaparecieron casi por completo de la bolsa durante la década siguiente, y con ellas desapareció un método fiable para las hábiles y exitosas operaciones del inversor emprendedor. Sin embargo, a los bajos precios de 1970, han aparecido de nuevo un número considerable de estas emisiones «subfondo de maniobra», y pese a la fuerte recuperación del mercado, a final de año aún había bastantes en el mercado para llenar toda una cartera.

El inversor emprendedor, en las condiciones actuales, todavía tiene varias posibilidades para conseguir unos resultados superiores a la media. La enorme lista actual de valores cotizados debe incluir necesariamente una buena cantidad que pueda definirse como «infravalorada» según unos estándares lógicos y fiables. Y, de media, deberían ofrecer unos resultados más satisfactorios que el DJIA o cualquier otro índice representativo. En nuestra opinión, la búsqueda de estos valores no merece el esfuerzo del inversor salvo si tiene la esperanza de sumar, por ejemplo, un 5 % antes de impuestos a la rentabilidad media anual del segmento dedicado a las acciones en su cartera. Trataremos de desarrollar uno o varios de estos métodos para seleccionar acciones con la idea de que el inversor activo pueda utilizarlos.