

BENJAMIN GRAHAM

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

EL INVERSOR INTELIGENTE

PRÓLOGO Y APÉNDICES DE WARREN BUFFETT

VERSIÓN COMENTADA Y ACTUALIZADA POR JASON ZWEIG

DEUSTO

El inversor inteligente

BENJAMIN GRAHAM

Traducción de Idoia Bengoechea
Actualizado con nuevos comentarios de Jason Zweig



EDICIONES DEUSTO

Título original: *The Intelligent Investor*

© Published by arrangement with HarperBusiness, an imprint of HarperCollins Publishers.

© 1949 by Benjamin Graham; Foreword

© 2005 by John C. Bogle (ed HarperBusiness) Fourth Revised Edition

© 1973 by Harper & Row, Publishers, Inc.

Revised Edition. Copyright ©1973 by Benjamin Graham. New Material: © 2003 by Jason Zweig.

© de la traducción: Idoia Bengoechea, 2007

© Centro de Libros PAFP, SLU., 2022

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

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

ISBN: 978-84-234-2097-1

Depósito legal: B. 13.167-2022

Primera edición: septiembre de 2022

Preimpresión: Pleka, scp

Impreso por Huertas Industrias Gráficas, S. A.

Impreso en España - *Printed in Spain*

El papel utilizado para la impresión de este libro está calificado como papel ecológico y procede de bosques gestionados de manera sostenible.

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal).

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47.

Sumario

Prefacio a la cuarta edición, por Warren E. Buffett	13
Una nota sobre Benjamin Graham, por Jason Zweig	17
Introducción. Qué se pretende conseguir con este libro	23
<i>Comentario a la introducción</i>	37
CAPÍTULO 1. Inversión en contraposición a especulación:	
Resultados que puede esperar el inversor inteligente	45
<i>Comentario al capítulo 1</i>	69
CAPÍTULO 2. El inversor y la inflación	85
<i>Comentario al capítulo 2</i>	99
CAPÍTULO 3. Un siglo de historia del mercado de valores:	
El nivel de cotización de las acciones a principios de 1972 .	107
<i>Comentario al capítulo 3</i>	125
CAPÍTULO 4. Política de cartera general: El inversor defensivo	137
<i>Comentario al capítulo 4</i>	157
CAPÍTULO 5. El inversor defensivo y las acciones ordinarias ...	173
<i>Comentario al capítulo 5</i>	189

CAPÍTULO 6. Política de cartera para el inversor	
emprendedor: Método negativo	201
<i>Comentario al capítulo 6</i>	217
CAPÍTULO 7. Política de cartera para el inversor	
emprendedor: Aspectos positivos	231
<i>Comentario al capítulo 7</i>	263
CAPÍTULO 8. El inversor y las fluctuaciones del mercado	275
<i>Comentario al capítulo 8</i>	307
CAPÍTULO 9. Invertir en fondos de inversión	325
<i>Comentario al capítulo 9</i>	347
CAPÍTULO 10. El inversor y sus asesores	367
<i>Comentario al capítulo 10</i>	389
CAPÍTULO 11. Análisis de valores para el inversor inexperto:	
Enfoque general	399
<i>Comentario al capítulo 11</i>	427
CAPÍTULO 12. Cosas que se deben tener en cuenta respecto	
de los beneficios por acción	439
<i>Comentario al capítulo 12</i>	455
CAPÍTULO 13. Comparación de cuatro sociedades cotizadas	465
<i>Comentario al capítulo 13</i>	477
CAPÍTULO 14. Selección de acciones para el inversor defensivo	487
<i>Comentario al capítulo 14</i>	509
CAPÍTULO 15. Selección de acciones para el inversor	
emprendedor	521
<i>Comentario al capítulo 15</i>	549
CAPÍTULO 16. Valores convertibles y <i>warrants</i>	559
<i>Comentario al capítulo 16</i>	579

CAPÍTULO 17. Cuatro historias reales extremadamente	
instructivas	585
<i>Comentario al capítulo 17</i>	607
CAPÍTULO 18. Una comparación de ocho pares de empresas ...	617
<i>Comentario al capítulo 18</i>	651
CAPÍTULO 19. Accionistas y equipos directivos: política	
de dividendos	671
<i>Comentario al capítulo 19</i>	685
CAPÍTULO 20. El «margen de seguridad» como concepto	
central de la inversión	705
<i>Comentario al capítulo 20</i>	723
Epílogo	731
<i>Comentario al epílogo</i>	735
Apéndices	739
Notas finales	791
Agradecimientos de Jason Zweig	805

Capítulo 1

Inversión en contraposición a especulación: Resultados que puede esperar el inversor inteligente

Este capítulo mostrará un esquema de las opiniones que se van a exponer durante el resto del libro. En particular, queríamos exponer desde el principio nuestro concepto de política de cartera adecuada para un inversor particular, no profesional.

Inversión en contraposición a especulación

¿Qué queremos decir cuando empleamos el término «inversor»? A lo largo del libro el término se empleará en contraposición al término «especulador». Ya en 1934, en nuestro libro de texto *Security Analysis*,¹ tratamos de formular con precisión la diferencia que existe entre los dos de la siguiente manera: «Una operación de inversión es aquella que, después de realizar un análisis exhaustivo, promete la seguridad del principal y un adecuado rendimiento. Las operaciones que no satisfacen estos requisitos son especulativas».

Aunque nos hemos aferrado tenazmente a esta definición a lo largo de los 38 años transcurridos desde entonces, merece la pena destacar los cambios radicales que se han producido en el uso del término «inversor» durante este período. Después del gran declive del mercado que tuvo lugar entre 1929 y 1932 en

Estados Unidos, todas las acciones ordinarias se consideraban, de manera generalizada, especulativas por su propia naturaleza. (Una importante autoridad declaró, sin matizaciones, que únicamente las obligaciones podían ser comparadas con objetivos de inversión.)^{II} De modo que en aquella época tuvimos que defender nuestra definición frente a la alegación de que ofrecía un ámbito demasiado amplio al concepto de inversión.

En la actualidad nuestra preocupación es exactamente la contraria. Tenemos que evitar que nuestros lectores acepten el uso ordinario que aplica el término «inversor» a todos y cada uno de los que se encuentran presentes en el mercado de valores. En nuestra última edición citábamos el siguiente titular de un artículo de portada del principal periódico financiero de Estados Unidos, publicado en junio de 1962: «Los pequeños inversores adoptan una postura bajista: venden al descubierto lotes incompletos».

En octubre de 1970, el mismo periódico publicaba un artículo editorial en el que se criticaba a los que denominaba «inversores imprudentes», que en esta ocasión se afanaban en el lado comprador.

Estas citas ilustran suficientemente la confusión que ha dominado durante muchos años en el uso de las palabras inversión y especulación. Piense en la definición de inversión que hemos propuesto anteriormente y compárela con la venta de unas cuantas acciones por parte de un miembro inexperto del público, que ni siquiera es propietario de lo que está vendiendo, y que tiene una convicción, que en gran medida es puramente emocional, de que va a poder recomprarlas a un precio muy inferior. (No es improcedente señalar que cuando apareció el artículo de 1962, el mercado ya había experimentado un declive de importancia sustancial y estaba a punto de experimentar un repunte de aún mayor entidad. Era probablemente uno de los peores momentos posibles para vender al descubierto.) En un sentido más general, la expresión utilizada en el segundo caso de «inversores imprudentes» podría ser considerada como una contradicción irrisoria, algo así como «avaros manirroto», si esta utilización improcedente de las palabras no fuese tan malintencionada.

El periódico empleaba la palabra «inversor» en estos casos, porque en el despreocupado lenguaje de Wall Street, todo aquel que compra o vende un valor se convierte en un inversor, con independencia de lo que compre, o de cuál sea su objetivo, o el precio que paga o de que lo haga al contado o con margen. Compare esta situación con la actitud que mostraba el público hacia las acciones en 1948, cuando más del 90 por ciento de los encuestados se declaraban contrarios a la compra de acciones.^{III} Aproximadamente la mitad afirmaba que su motivo era que «no era seguro, que creía que la bolsa era un juego de azar», y aproximadamente la otra mitad afirmaba que el motivo era que «no estaba familiarizado con ese tipo de operaciones».²⁰ Es realmente paradójico (aunque en modo alguno sorprendente) que las compras de acciones de todo tipo fuesen consideradas de manera bastante generalizada como extraordinariamente especulativas o arriesgadas, justo en el momento en el que esos instrumentos se vendían en las condiciones más atractivas y cuando estaban a punto de experimentar la mayor subida de cotización de toda la historia; a la inversa, el propio hecho de que hubiesen subido hasta niveles que eran indudablemente peligrosos a juzgar por la experiencia pasada las convirtió, en un momento posterior, en «inversiones», y a todo el público que compraba acciones, en «inversores».

20. El estudio mencionado por Graham fue realizado para la Reserva Federal por la Universidad de Míchigan y publicado en el Boletín de la Reserva Federal en julio de 1948. Se preguntaba a los participantes: «Suponga que una persona decide que no va a gastar su dinero. Puede depositarlo en el banco o en obligaciones o puede invertirlo. ¿Qué cree que sería lo más sensato que podría hacer con el dinero en estos días: depositarlo en el banco, comprar bonos de ahorro, invertirlo en inmuebles o comprar acciones ordinarias?». Únicamente el 4 por ciento pensaba que las acciones ordinarias ofrecerían un resultado «satisfactorio». El 26 por ciento consideraba que «no eran seguras» o que eran «un juego de azar». Desde 1949 hasta 1958, el mercado de valores consiguió una de las mayores rentabilidades decenales de la historia, alcanzando el 18,7 por ciento anual. En una fascinante repetición de aquella pionera encuesta de la Reserva Federal, un estudio realizado por *BusinessWeek* a finales de 2002 descubrió que únicamente el 24 por ciento de los inversores estaban dispuestos a invertir más en sus fondos de inversión o en sus carteras de valores, en comparación con el 47 por ciento que lo había estado sólo tres años antes.

La distinción entre inversión y especulación con acciones ordinarias siempre ha sido útil, y el hecho de que esa distinción esté desapareciendo es un motivo de preocupación. Frecuentemente hemos afirmado que Wall Street, como institución, haría bien si recuperara esa distinción y si la expusiese explícitamente en sus relaciones con el público. De lo contrario, las bolsas de valores podrían ser acusadas algún día de ser las causantes de las pérdidas extraordinariamente especulativas, con el argumento de que quienes las habían sufrido no fueron suficientemente advertidos contra ellas. Paradójicamente, una vez más, buena parte de los recientes problemas de imagen financiera de algunas agencias de valores parece provenir de la inclusión de acciones especulativas en sus propios fondos de capital. Confiamos en que el lector de este libro llegue a adquirir una idea razonablemente clara de los riesgos inherentes a las operaciones realizadas con acciones, riesgos que son inseparables de las oportunidades de beneficio que ofrecen y que deben ser tenidos en cuenta, en conjunto, en los cálculos realizados por el inversor.

Lo que acabamos de decir indica que es posible que ya no exista una política de inversión absolutamente pura que comprenda acciones ordinarias representativas, en el sentido de que siempre se puede esperar a comprarlas a un precio que no implique un riesgo de pérdida en el mercado o en la «cotización» lo suficientemente grande como para ser preocupante. En la mayor parte de los períodos el inversor deberá reconocer la existencia de un factor especulativo en su cartera de valores. Es responsabilidad suya asegurarse de que ese elemento queda confinado a unos límites estrictos, y también es responsabilidad suya estar preparado financiera y psicológicamente para sufrir resultados negativos cuya duración puede ser breve o prolongada.

Se deberían añadir dos párrafos sobre la especulación bursátil en sí, en contraposición al componente especulativo que en la actualidad es inherente a la mayoría de las acciones representativas. La especulación sin matices no es ni ilegal, ni inmoral, ni (para la mayor parte de las personas) un método para engordar la cartera. Al margen de eso, un cierto nivel de especulación es a la vez necesario e inevitable, ya que en muchas acciones ordina-

rias hay grandes posibilidades tanto de pérdidas como de ganancias, y alguien debe asumir los riesgos que ello conlleva.²¹ Hay especulación inteligente, de la misma manera que hay inversión inteligente. No obstante, hay muchas formas de conseguir que la especulación no sea inteligente. De entre ellas las más destacadas son: (1) especular en la errónea creencia de que lo que se está haciendo en realidad es invertir; (2) especular de manera seria, en vez de hacerlo como mero pasatiempo, si se carece de los adecuados conocimientos y capacidades para hacerlo, y (3) arriesgar en operaciones especulativas más dinero del que uno se puede permitir perder.

De acuerdo con nuestra concepción conservadora, todos los no profesionales que operen *con margen*²² deberían reconocer que están especulando *ipso facto*, y es obligación de su corredor advertirles de que lo están haciendo. Además, cualquier persona que compre un valor de lo que han dado en denominarse acciones «recalentadas» (sobrevaloradas), o que haga cualquier tipo de operación que en esencia sea similar a ésta, está especulando o haciendo una apuesta. La especulación siempre es fascinante, y puede ser muy divertida, siempre y cuando sus resultados sean favorables. Si quiere probar suerte, separe una porción cuanto más pequeña mejor de su patrimonio, colóquela en una cuenta

21. La especulación es beneficiosa en dos niveles: En primer lugar, sin especulación, empresas nuevas sin una trayectoria contrastada como Amazon.com o, en el pasado, Edison Electric Light Co., nunca habrían podido obtener el capital necesario para su expansión. La atractiva y lejana posibilidad de conseguir un gran beneficio es el aceite que lubrica la maquinaria de la innovación. En segundo lugar, el riesgo cambia (aunque nunca se elimina) cada vez que se vende o se compra una acción. El comprador adquiere el riesgo primario de que esta acción pierda valor. Por su parte el vendedor sigue reteniendo un riesgo residual: la posibilidad de que la acción que acaba de vender aumente de valor.

22. Una cuenta de margen permite comprar acciones con dinero que se toma prestado del intermediario financiero. Al invertir con dinero prestado se gana más cuando las acciones suben de precio, pero es posible perderlo todo cuando su cotización baja. La garantía del préstamo es el valor de las inversiones depositadas en la cuenta, por lo que se tendrá que depositar más dinero si ese valor se reduce hasta una cantidad inferior a la cantidad que se ha tomado en préstamo.

separada y destínela a este fin. No añada nunca más dinero a esta cuenta simplemente porque el mercado ha evolucionado al alza y los beneficios son copiosos. (En realidad, ése será, precisamente, el momento de empezar a pensar en la posibilidad de retirar dinero del fondo especulativo.) No mezcle nunca sus operaciones especulativas y sus operaciones de inversión en la misma cuenta ni en ningún apartado de su mente.

Resultados que puede esperar el inversor defensivo

Ya hemos afirmado que el inversor defensivo es aquel que está principalmente interesado en la seguridad y en no tener que molestarle mucho en la gestión de sus inversiones. En general, ¿qué línea de actuación debería seguir y qué rendimientos podría esperar en «condiciones medias normales», si es que existen realmente tales condiciones? Para responder a estas preguntas deberemos tener en cuenta en primer lugar lo que escribimos sobre esta cuestión hace siete años, después, los cambios sustanciales que se han producido desde entonces en los factores subyacentes que rigen el rendimiento que puede esperar el inversor y, por último, lo que debería hacer y lo que debería esperar en las circunstancias actuales (principios de 1972).

1. Qué dijimos hace seis años

Recomendamos que el inversor dividiese su cartera entre obligaciones de alta calidad o primera categoría y acciones ordinarias de primer orden (*blue chips*); que la proporción destinada a obligaciones nunca fuese inferior al 25 por ciento ni superior al 75 por ciento, por lo que la cifra destinada a acciones tenía que ser necesariamente la complementaria; que su opción más sencilla consistiría en mantener una proporción 50-50 entre las dos alternativas, introduciendo ajustes para restaurar la igualdad cuando la evolución del mercado la hubiese desequilibrado

en un 5 por ciento aproximadamente. Como política alternativa podría optar por reducir el componente de acciones al 25 por ciento «si tenía la impresión de que el mercado había alcanzado un nivel peligrosamente elevado» y, por el contrario, que podía incrementarla hacia el máximo del 75 por ciento «si tenía la impresión de que el declive en la cotización de las acciones estaba haciendo que éstas fuesen cada vez más atractivas».

En 1965, el inversor podía obtener aproximadamente un 4,5 por ciento de rendimiento con las obligaciones de primera categoría sujetas a tributación y el 3,25 por ciento con unas obligaciones sólidas exentas de tributación. La rentabilidad por dividendo de las principales acciones (con el índice DJIA en los 892 puntos) ascendía únicamente al 3,2 por ciento. Este hecho, en combinación con algunos otros, recomendaba una postura cauta. Dejábamos entender que «en niveles normales de mercado» el inversor debería ser capaz de obtener una rentabilidad por dividendo inicial de entre el 3,5 y el 4,5 por ciento por sus compras de acciones, a la que debería añadir un aumento constante del valor subyacente (y del «precio de mercado normal») de una cesta de acciones representativas en torno al mismo importe, lo que arrojaría un rendimiento combinado por dividendos y revalorización de aproximadamente el 7,5 por ciento al año. La división en partes iguales entre obligaciones y acciones arrojaría una rentabilidad de aproximadamente el 6 por ciento antes de impuestos. Añadimos que el componente de acciones debería incorporar un sustancial nivel de protección frente a la pérdida de capacidad de compra provocada por la inflación a gran escala.

Se debe destacar que los cálculos anteriores señalaban unas expectativas de revalorización del mercado de valores muy inferior a la que se había obtenido entre 1949 y 1964. Esa tasa de crecimiento había alcanzado un promedio bastante superior al 10 por ciento en lo tocante al conjunto de acciones cotizadas y, por lo general, se consideraba que era una especie de garantía de resultados igualmente satisfactorios respecto de lo que cabía esperar en el futuro. Pocas personas estaban dispuestas a considerar seriamente la posibilidad de que esa elevada revalorización

pasada significase realmente que la cotización de las acciones estaba «en un nivel demasiado elevado en la actualidad» y, por lo tanto, que «los maravillosos resultados obtenidos desde 1949 no fuesen un augurio de buenos resultados, sino, por el contrario, de malos resultados para el futuro».^{IV}

2. Qué ha ocurrido desde 1964

El principal cambio desde 1964 ha sido el incremento de los tipos de interés ofrecidos por las obligaciones de primera categoría hasta alcanzar unos niveles máximos en términos históricos, aunque desde entonces se ha producido una considerable recuperación desde los precios más bajos de 1970. El rendimiento que se puede obtener con las emisiones empresariales sólidas ronda en la actualidad el 7,5 por ciento, y aún más en comparación con el 4,5 por ciento de 1964. Mientras tanto, la rentabilidad por dividendo de las acciones de tipo DJIA experimentó un razonable incremento también durante el declive del mercado de 1969-1970, aunque en este momento (con el «Dow» en 900) es inferior al 3,5 por ciento, frente al 3,2 por ciento de finales de 1964. El cambio en los tipos de interés vigentes provocó un descenso máximo de aproximadamente el 38 por ciento en el precio de mercado de las obligaciones a medio plazo (digamos 20 años) durante este período.

Estos acontecimientos tienen un aspecto paradójico. En 1964 realizamos una prolongada exposición sobre la posibilidad de que el precio de las acciones pudiese ser demasiado elevado y estar sujeto a un severo declive en última instancia; no obstante, no consideramos específicamente la posibilidad de que lo mismo pudiese pasar con el precio de las obligaciones de primera categoría. (Tampoco lo hizo nadie de quien tengamos noticia.) Lo que sí hicimos fue advertir (en la página 140) de que «una obligación a largo plazo puede experimentar grandes variaciones de precio en respuesta a los cambios de los tipos de interés». A la luz de lo que ha ocurrido desde entonces, creemos que esta advertencia, con sus correspondientes ejemplos, fue insuficien-

temente destacada. Porque el hecho es que si el inversor hubiese tenido una cantidad concreta en el DJIA a su precio de cierre de 874 puntos en 1964, habría obtenido un pequeño beneficio sobre dicha cantidad a finales de 1971; incluso en el nivel inferior (631) de 1970, la pérdida declarada habría sido inferior que la que se muestra en las obligaciones de alta calidad a largo plazo. Por otra parte, si hubiese limitado sus inversiones en obligaciones a bonos de ahorro de Estados Unidos, emisiones empresariales a corto plazo o cuentas de ahorro, no habría experimentado pérdidas en el valor de mercado de su principal a lo largo del período y habría disfrutado de un mejor rendimiento que el ofrecido por las acciones sólidas. Por lo tanto, resultó que los auténticos «equivalentes a efectivo» acabaron siendo mejores inversiones en 1964 que las acciones ordinarias, a pesar de la inflación que, en teoría, debería haber favorecido a las acciones en relación con el efectivo. La reducción en el valor del principal cotizado de las obligaciones sólidas a largo plazo fue consecuencia de los acontecimientos que tuvieron lugar en el mercado monetario, un área de difícil comprensión que normalmente no influye mucho en la política de inversión de los particulares.

Ésta es otra más de la innumerable serie de experiencias que se han producido a lo largo del tiempo y que han demostrado que el futuro de los precios de los valores nunca es predecible.²³ Prácticamente siempre las obligaciones han fluctuado mucho menos en precio que las acciones y, por lo general, los inversores siempre han podido adquirir buenas obligaciones con cualquier tipo de vencimiento sin tener que preocuparse sobre las variaciones que pudiese experimentar su valor de mercado. Esta regla general ha sufrido unas cuantas excepciones, y el período siguiente a 1964 resultó ser una de ellas. Volveremos a hablar sobre las

23. Lea otra vez la frase de Graham y caiga en la cuenta de lo que está diciendo el mayor de los expertos de la inversión: El futuro de los precios de los valores no se puede predecir nunca. A medida que vaya avanzando en la lectura de este libro, se dará cuenta de que todas las demás afirmaciones de Graham están diseñadas para ayudarle a comprender y aceptar esa realidad. Como no puede predecir cuál va a ser el comportamiento de los mercados, tendrá que aprender a predecir y controlar su propio comportamiento.

modificaciones de los precios de las obligaciones en un capítulo posterior.

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

Hacia finales de 1971 era posible obtener un interés sujeto a tributación del 8 por ciento con obligaciones empresariales a medio plazo de buena calidad, y del 5,7 por ciento exento de tributación con unas obligaciones estatales o municipales sólidas. A más corto plazo, el inversor podía obtener aproximadamente el 6 por ciento en emisiones de la Administración estadounidense reembolsables en cinco años. En este último caso, el comprador no tenía que preocuparse de una posible pérdida de valor en el mercado, ya que tiene la seguridad de un reembolso completo, incluido el 6 por ciento de intereses, al final de un período de tenencia relativamente breve. El DJIA, en su recurrente nivel de precios de 900 puntos imperante en 1971, únicamente rinde el 3,5 por ciento.

Partamos de la hipótesis de que, en la actualidad, al igual que en el pasado, la decisión política básica que se debe tomar es la forma de repartir los fondos entre obligaciones de primera categoría (o lo que se denomina también «equivalente a efectivo») y las principales acciones de tipo DJIA. ¿Qué vía debería seguir el inversor en las condiciones actuales si no tenemos ningún motivo sólido para predecir ni un movimiento sustancial al alza ni un movimiento sustancial a la baja durante un cierto período de tiempo en el futuro? En primer lugar, hemos de destacar que si no se producen cambios adversos serios, el inversor defensivo debería estar en condiciones de contar con el actual rendimiento por dividendo del 3,5 por ciento respecto de su inversión en acciones y también con una apreciación anual media de aproximadamente el 4 por ciento. Como explicaremos posteriormente, esta apreciación se basa esencialmente en la reinversión por diversas empresas de un correspondiente importe anual con cargo a los beneficios no distribuidos. Haciendo los cálculos con crite-

rios antes del pago de impuestos, el rendimiento combinado de estas acciones alcanzaría, por lo tanto, una media de aproximadamente el 7,5 por ciento, algo menos que el interés ofrecido por las obligaciones de primera categoría.²⁴ Haciéndolos con criterios después de impuestos el rendimiento medio de las acciones oscilaría en torno al 5,3 por ciento.^V Esta cifra sería aproximadamente igual a la que se puede obtener en la actualidad con unas obligaciones sólidas a medio plazo exentas de tributación.

Estas expectativas resultan mucho menos favorables para las acciones en comparación con las obligaciones de lo que eran en nuestro análisis de 1964. (Esa conclusión es consecuencia inevitable del hecho esencial de que las rentabilidades de las obligaciones han aumentado mucho más que las rentabilidades de las acciones desde 1964.) Nunca debemos perder de vista el hecho de que los pagos de intereses y principal de las obligaciones de buena calidad están mucho mejor protegidos y, por lo tanto, son más seguros que los dividendos y las revalorizaciones de las acciones. En consecuencia, estamos obligados a llegar a la conclusión de que, en la actualidad, aproximándonos al final de 1971, las inversiones en obligaciones parecen claramente preferibles a las inversiones en acciones. Si pudiéramos estar seguros de que esta conclusión es correcta, tendríamos que aconsejar al inversor defensivo que pusiese todo su dinero en obligaciones y nada de

24. ¿Qué tal resultó la predicción de Graham? A primera vista parece que muy bien: Desde principios de 1972 hasta finales de 1981, las acciones obtuvieron un rendimiento anual medio del 6,5 por ciento. (Graham no especificó el marco temporal de su previsión, pero es razonable suponer que estaba pensando en un horizonte temporal a diez años vista.) No obstante, la inflación alcanzó el desorbitado nivel del 8,6 por ciento anual durante este período, con lo que canceló todos los beneficios generados por las acciones. En esta sección de este capítulo, Graham resume lo que se conoce como «ecuación de Gordon», que básicamente afirma que el rendimiento futuro del mercado de valores es la suma del rendimiento por dividendo actual más el crecimiento previsto de los beneficios. Con un rendimiento por dividendo levemente inferior al 2 por ciento a principios de 2003 y un crecimiento de los beneficios a largo plazo de aproximadamente el 2 por ciento, en combinación con una inflación levemente superior al 2 por ciento, una rentabilidad media futura anual del 6 por ciento es razonable. (Véase el comentario sobre el capítulo 3.)

su dinero en acciones ordinarias hasta que la actual relación de rentabilidades cambiase sustancialmente a favor de las acciones.

La cuestión es que, por supuesto, no podemos estar seguros de que las obligaciones vayan a seguir funcionando mejor que las acciones a partir de los niveles actuales. El lector pensará inmediatamente en el factor de la inflación como uno de los principales argumentos para sostener lo contrario. En el siguiente capítulo afirmaremos que nuestra considerable experiencia con la inflación en Estados Unidos a lo largo de este siglo no apoyaría la elección de acciones a costa de las obligaciones con los actuales diferenciales de rendimiento. No obstante, siempre existe la posibilidad, aunque nosotros la consideramos remota, de una aceleración en la inflación que de una o de otra forma acabase haciendo que las acciones fuesen preferibles a las obligaciones pagaderas en un importe fijo de dinero.²⁵

Existe la posibilidad alternativa, que también consideramos extraordinariamente improbable, de que las empresas estadounidenses lleguen a conseguir un nivel tal de beneficios, sin que se produzca una aceleración de la inflación, que justifique un gran aumento del valor de las acciones en los años venideros. Por último, también existe la posibilidad más probable de que vayamos a ser testigos de otro gran aumento especulativo en el valor del mercado que no tenga una justificación real en los valores subyacentes. Cualquiera de estas razones, y tal vez otras que no se nos han ocurrido, podrían hacer que el inversor lamentase tener una concentración del 100 por cien en obligaciones, incluso a sus niveles de rendimiento más favorables.

Por lo tanto, después de esta abreviada exposición de las prin-

25. Desde 1997, cuando se introdujeron los Treasury Inflation-Protected Securities (o TIPS), las acciones han dejado de ser automáticamente la mejor opción para los inversores que esperan que la inflación aumente. Los TIPS, a diferencia de otras obligaciones, aumentan de valor si sube el Índice de Precios al Consumo, con lo que en la práctica inmunizan al inversor contra las posibles pérdidas monetarias debidas a la inflación. Las acciones no ofrecen una garantía de ese tipo y, de hecho, ofrecen una cobertura relativamente deficiente contra los tipos de inflación elevados. (Si se desean más detalles, véase el comentario al capítulo 2.)

cipales consideraciones, volveremos a enunciar la misma política de compromiso básico para los inversores defensivos: es decir, que en todo momento tengan una parte sustancial de sus fondos en carteras de obligaciones y una parte significativa también en acciones. Sigue siendo cierto que pueden optar entre mantener un reparto sencillo a partes iguales entre los dos componentes o una proporción diferente en función de su valoración, que varíe entre el mínimo del 25 por ciento y el máximo del 75 por ciento para cualquiera de las dos. Ofreceremos nuestra opinión más detallada sobre estas políticas alternativas en un capítulo posterior.

Teniendo en cuenta que en el momento presente el rendimiento global que cabe esperar de las acciones ordinarias es prácticamente el mismo que el de las obligaciones, el rendimiento actualmente previsible (incluida la revalorización de las acciones), por parte del inversor, experimentaría poca variación con independencia de la forma en que éste repartiese sus fondos entre los dos componentes. Tal y como se ha calculado anteriormente, el rendimiento agregado de ambas partes debería rondar el 7,8 por ciento antes de impuestos o el 5,5 por ciento sobre una base libre de impuestos (o haciendo los cálculos después del pago de impuestos). Un rendimiento de esta magnitud es apreciablemente superior al que habría obtenido a largo plazo el inversor conservador típico durante la mayor parte del pasado. Es posible que no parezca atractivo en relación con el 14 por ciento, aproximadamente, de rendimiento exhibido por las acciones durante los 20 años de evolución predominantemente alcista del mercado que siguieron a 1949. No obstante, debería recordarse que entre 1949 y 1969 el precio del DJIA se había multiplicado por más de cinco, mientras que sus ganancias y dividendos se habían multiplicado por dos, aproximadamente. Por lo tanto, la mayor parte de los impresionantes resultados del mercado de ese período se basaban en una modificación de las actitudes de los inversionistas y los especuladores, más que en el incremento de valor subyacente de las empresas. En ese sentido, podría afirmarse que se trataba de un crecimiento autoinducido por sugestión.

Al hablar sobre la cartera de acciones del inversor defensivo hemos limitado nuestros comentarios exclusivamente a emisio-

nes de máxima categoría del tipo que se incluyen en los 30 títulos integrados en el Dow Jones Industrial Average. Lo hemos hecho únicamente por comodidad, y no para dar a entender que solamente esas 30 emisiones son adecuadas para dicho tipo de inversor. De hecho, hay muchas otras empresas de una calidad equivalente o superior a la media de la cesta del Dow Jones; entre ellas se podrían mencionar numerosas empresas concesionarias de servicios públicos (que disponen de un índice Dow Jones independiente para representarlas).²⁶ No obstante, la principal cuestión que se quiere destacar es que no es probable que los resultados globales del inversor defensivo sean decisivamente diferentes con una lista diversificada o representativa que con otra o, por decirlo más exactamente, que ni dicho inversor ni sus asesores serán capaces de predecir con certeza cuáles son las diferencias que acabarán produciéndose en la práctica. Es cierto que se supone que el arte de la inversión hábil radica especialmente en la selección de aquellos valores que vayan a dar mejores resultados que el mercado en general. Por motivos que expondremos en otro momento, somos escépticos respecto a la capacidad que tengan en general los inversores defensivos de conseguir resultados mejores que la media, lo que, si nos paramos a reflexionar, supondría en realidad tener que superar sus propios rendimientos generales.²⁷ (Nuestro escepticismo se hace extensivo a la gestión de los grandes fondos por parte de expertos.)

Permítanos ilustrar nuestra afirmación con un ejemplo que

26. En la actualidad, las alternativas disponibles de manera más generalizada al Dow Jones Industrial Average son el índice de acciones Standard & Poor's 500 (el «S&P») y el índice Wilshire 5000. El S&P se centra en 500 empresas muy conocidas que suponen aproximadamente el 70 por ciento del valor total del mercado de valores de Estados Unidos. El Wilshire 5000 sigue los rendimientos de prácticamente todas las acciones significativas con cotización pública en Estados Unidos, que ascienden aproximadamente a 6.700 en total; sin embargo, como las mayores empresas representan la mayor parte del valor total del índice, el rendimiento del Wilshire 5000 suele ser bastante similar al del S&P 500. Varios fondos de inversión de bajo coste permiten a los inversores tener las acciones incluidas en estos índices en una única y conveniente cartera de inversión. (Véase el capítulo 9.)

27. Véanse las páginas 504-508 y las páginas 521-526.

en primera instancia puede dar la impresión de que demuestra exactamente lo contrario. Entre diciembre de 1960 y diciembre de 1970, el DJIA pasó de 616 a 839 puntos, lo que supone un incremento del 36 por ciento. No obstante, en el mismo período, el índice ponderado de Standard & Poor's, mucho mayor y compuesto por 500 acciones, pasó de 58,11 a 92,15 puntos, lo que supone un incremento del 58 por ciento. Evidentemente, el segundo grupo habría resultado ser una «compra» mejor que el primero. Pero ¿quién habría estado dispuesto a predecir en 1960 que lo que parecía un lote variado de todo tipo de acciones ordinarias iba a conseguir unos resultados nítidamente mejores que los «treinta tiranos» aristocráticos del Dow? Todo esto demuestra, insistimos una vez más, que en muy raras ocasiones se pueden hacer predicciones fiables sobre las variaciones de los precios, ya sea en términos absolutos o relativos.

Repetiremos aquí, sin disculparnos por ello, porque se trata de una advertencia en la que nunca se insiste lo suficiente, que el inversor no puede tener esperanzas de conseguir resultados mejores que la media mediante la adquisición de nuevas ofertas o de acciones «recalentadas» de cualquier tipo, expresiones con las que nos referimos a aquellas que están recomendadas para conseguir un rápido beneficio.²⁸ En realidad es casi absolutamente seguro que a la larga ocurrirá exactamente lo contrario. El inversor defensivo debe limitarse a las acciones de empresas importantes que tengan un prolongado historial de explotación rentable y que se encuentren en una sólida situación financiera. (Cualquier analista de valores que se merezca su salario será capaz de elaborar una lista con tales empresas.) Los inversores agresivos pueden adquirir otros tipos de acciones, pero tales acciones deberían cotizar en condiciones definitivamente atractivas, establecidas después de un análisis inteligente.

Para concluir esta sección, permítasenos mencionar brevemente tres conceptos complementarios o prácticas que puede seguir el inversor defensivo. La primera es la adquisición de acciones de fondos de inversión consolidados como alternativa

28. Si se desea información más detallada, véase el capítulo 6.

a la creación de su propia cartera de acciones. También podría recurrir a uno de los «fondos de inversión común» o «fondos combinados» gestionados por empresas de inversión y bancos en muchos estados; alternatively, si cuenta con cantidades sustanciales, puede utilizar los servicios de una firma de asesoramiento de inversión reconocida. De esta manera obtendrá una administración profesional de su programa de inversión que seguirá las líneas ordinarias. El tercer concepto es el método del «plan de inversión constante», que significa simplemente que quien emplea este método invierte en acciones la misma cantidad de dinero cada mes o cada trimestre. De esta forma adquiere más acciones cuando el mercado está en niveles bajos que las que adquiere cuando está en niveles altos, y lo más probable es que a la larga obtenga un precio general satisfactorio para toda su cartera. En términos estrictos, este método es una aplicación de un método más general conocido como «inversión mediante fórmula». Este segundo concepto ya ha sido mencionado cuando sugerimos que el inversor puede modificar sus carteras de acciones entre un mínimo del 25 por ciento y el máximo del 75 por ciento, en relación inversa con la evolución del mercado. Estas ideas son valiosas para el inversor defensivo y se expondrán con mayor amplitud en capítulos posteriores.²⁹

Resultados que puede esperar el inversor agresivo

Nuestro comprador de acciones emprendedor, por supuesto, deseará y esperará obtener unos resultados generales mejores que su colega defensivo o pasivo. En cualquier caso, lo primero que tiene que hacer es asegurarse de que sus resultados no sean peores. No resulta muy complicado dedicar una gran dosis de energía, estudio y capacidad innata a las operaciones en el mercado

29. Si desea más consejos sobre «los fondos de inversión consolidados», véase el capítulo 9. La «administración profesional» por parte de «una firma de asesoramiento de inversión reconocida» se explica en el capítulo 10. La técnica del «plan de inversión constantes» se explica en el capítulo 5.

de valores y terminar con pérdidas en lugar de ganancias. Estas virtudes, si se canalizan en la dirección equivocada, se transforman, a la hora de la verdad, en hándicaps. Por lo tanto, es absolutamente esencial que el inversor emprendedor empiece por adquirir una clara conciencia de las líneas de actuación que le van a ofrecer unas razonables oportunidades de éxito, y de aquellas que no lo van a hacer.

En primer lugar, analizaremos varios de los comportamientos que los inversores especuladores han seguido generalmente para obtener resultados mejores que la media. Entre ellos están los siguientes:

1. *Operar siguiendo al mercado.* Esto supone, por lo general, comprar acciones cuando el mercado evoluciona al alza y venderlas después de que haya alcanzado el punto de inflexión y esté evolucionando a la baja. Las acciones elegidas estarán, con toda probabilidad, entre las que se hayan estado «comportando» mejor que la media del mercado. Un pequeño número de profesionales suelen concentrarse en la venta al descubierto. Con esta técnica venderán acciones de las que no son propietarios, sino prestatarios, préstamo que se habrá materializado siguiendo los mecanismos de las bolsas de valores. Su objetivo consiste en extraer un beneficio de un posterior descenso en la cotización de tales acciones, mediante su recompra a un precio inferior a aquel por el que las vendieron. (Como indica nuestra cita tomada de *The Wall Street Journal* de la página 46, incluso los «pequeños inversores» —perdón por el término—, a pesar de su inexperiencia, prueban a veces suerte con la venta al descubierto.)
2. *Selectividad a corto plazo.* Esto significa comprar acciones de empresas que declaran, o que está previsto que declaren, un aumento de beneficios o de empresas respecto de las cuales se prevé algún otro tipo de acontecimiento favorable.
3. *Selectividad a largo plazo.* En este terreno normalmente se hace hincapié en los excelentes resultados de cre-

cimiento en el pasado, que se considera probable que se mantengan en el futuro. En algunos casos, además, el «inversor» puede elegir empresas que todavía no hayan arrojado resultados impresionantes, pero que se espera que demuestren una elevada capacidad de beneficio en un momento posterior. (Tales empresas suelen pertenecer frecuentemente al área tecnológica, por ejemplo, ordenadores, medicamentos, electrónica y, frecuentemente, suelen estar desarrollando nuevos procesos o productos que se consideran especialmente prometedores.)

Ya hemos expresado anteriormente una opinión negativa acerca de las probabilidades generales que tiene el inversor de alcanzar el éxito en estas áreas de actividad. Hemos excluido la primera técnica, tanto por motivos teóricos como por motivos realistas, del campo de la inversión. Hacer operaciones siguiendo al mercado no es un método «que, tras un análisis exhaustivo, ofrezca seguridad del principal y un rendimiento satisfactorio». Volveremos a hablar sobre las operaciones de compraventa rápida de valores en el mercado en un capítulo posterior.³⁰

En su esfuerzo por elegir las acciones más prometedoras, ya sea a corto o largo plazo, el inversor se enfrenta a obstáculos de dos tipos, el primero, derivado de la falibilidad humana, y el segundo, de la naturaleza de su competencia. Puede equivocarse en sus estimaciones sobre el futuro, o incluso, aunque acierte, es posible que el precio de mercado actual ya refleje plenamente lo que el inversor está anticipando. En el área de la selectividad a corto plazo, los resultados del año en curso de una empresa suelen ser, por lo general, patrimonio común del mercado de valores, que ya los conocerá; los resultados del año siguiente, en la medida en que sean previsibles, ya habrán sido cuidadosamente tenidos en cuenta. Por lo tanto, el inversor que elige emisiones basándose principalmente en los resultados superiores obtenidos en el año en curso, o en lo que se le dice que puede esperar para el año próximo, tiene muchas probabilida-

30. Véase el capítulo 8.

des de encontrarse con que muchos otros han hecho lo mismo que él, por el mismo motivo.

Al elegir acciones por sus perspectivas a *largo plazo*, el inversor se enfrenta a unos obstáculos básicamente idénticos. La posibilidad de un error manifiesto en la predicción, que ilustramos con nuestro ejemplo de las líneas aéreas de la página 30, es indudablemente mayor que cuando tiene que abordar los beneficios a más corto plazo. Como los expertos suelen equivocarse cuando realizan tales previsiones, teóricamente es posible que un inversor extraiga grandes beneficios si hace predicciones correctas en un momento en el que el mercado en conjunto está haciendo predicciones incorrectas. No obstante, eso únicamente ocurre en la teoría. ¿Cuántos inversores emprendedores pueden dar por supuesto que tienen la capacidad intelectual o los dones proféticos para superar a los analistas profesionales en su juego favorito de estimar los beneficios futuros a largo plazo?

Por lo tanto, todo ello nos conduce a la siguiente conclusión tan lógica como desconcertante: para disfrutar de una probabilidad razonable de obtener unos resultados continuados mejores que la media, el inversor debe seguir unas políticas que sean (1) inherentemente sólidas y prometedoras, y (2) que no gocen de popularidad en el mercado de valores.

¿Hay algún tipo de política de ese estilo que tenga el inversor emprendedor a su disposición? Una vez más, la teoría nos indica que la respuesta debería ser sí; hay motivos generales para pensar que la respuesta debería ser afirmativa también en la práctica. Todo el mundo sabe que los movimientos especulativos de las acciones van demasiado lejos en ambas direcciones, con frecuencia en el mercado general y siempre, por lo menos, en un número limitado de los valores individuales. Además, es posible que una acción concreta esté minusvalorada por falta de interés o por un prejuicio popular injustificado. Podríamos llegar más lejos y afirmar que en una proporción asombrosamente grande de las operaciones realizadas con acciones ordinarias, los que las realizan no parece que sean capaces de distinguir, por utilizar términos que no puedan ser considerados groseros, una parte de su anatomía de otra. En este libro mostraremos numerosos

ejemplos de discrepancias (pasadas) entre precio y valor. Por lo tanto, da la impresión de que cualquier persona inteligente, que tenga una buena capacidad numérica, debería darse todo un festín en el mercado de valores, aprovechándose de la inconsciencia de otras personas. Eso parece, pero por algún motivo a la hora de la verdad las cosas no son tan sencillas. Comprar una acción pasada por alto y, por lo tanto, minusvalorada para obtener beneficios suele ser una experiencia que requiere mucho tiempo y que pone a prueba la paciencia del inversor. Vender al descubierto una emisión excesivamente popular y, por lo tanto, sobrevalorada tiene muchas probabilidades de acabar siendo una prueba no sólo del coraje y la capacidad de resistencia de la persona, sino también de la profundidad de su cartera.³¹ El principio es sensato, su aplicación con buenos resultados no es imposible, pero es evidentemente un arte que no resulta fácil dominar.

También hay un grupo bastante amplio de «situaciones especiales», que a lo largo de varios años puede darse por supuesto que aportarán una jugosa rentabilidad anual del 20 por ciento o más, con un mínimo de riesgo general para aquellos que sepan manejarse en este terreno. Entre esas situaciones están el arbitraje entre valores, los pagos o indemnizaciones en caso de liquidación o las coberturas protegidas de ciertos tipos. El caso más típico es el de una fusión o adquisición prevista que ofrezca un valor sustancialmente superior para ciertas acciones que la cotización de dichas acciones en la fecha del anuncio. El número de este tipo de operaciones ha aumentado en gran medida en los

31. Al «vender al descubierto» una acción se está apostando porque la cotización de esa acción baje y no suba. Vender en descubierto es un proceso que tiene tres etapas: En primer lugar, se toman prestadas acciones de alguien que las tenga; después, inmediatamente, se venden las acciones prestadas; por último, se sustituyen esas acciones por otras que se compran posteriormente. Si la cotización de las acciones baja, se podrán comprar las acciones sustitutivas a un precio menor. La diferencia entre el precio al que se vendieron las acciones prestadas y el precio que se pagó por las acciones de sustitución es el beneficio bruto (reducido por los costes de intereses o dividendos junto con los costes de corretaje). No obstante, si la cotización de las acciones sube en vez de bajar, la pérdida potencial es ilimitada, por lo que las ventas en descubierto son inaceptablemente especulativas para la mayor parte de los inversores individuales.

últimos años, y esto debería haber dado lugar a un período extraordinariamente rentable para los expertos. Sin embargo, con la multiplicación de anuncios de fusiones vino una multiplicación de los obstáculos a las fusiones y de operaciones que no culminaron con éxito; de este modo, se sufrieron unas cuantas pérdidas individuales en un tipo de operaciones que hasta entonces habían sido seguras. También es posible que la tasa de beneficio general disminuyese al enfrentarse a demasiada competencia.³²

La reducción de la rentabilidad de estas situaciones especiales parece ser una manifestación de una especie de proceso auto-destructivo, similar a la ley del rendimiento decreciente, que se ha ido desarrollando a lo largo de la vida de este libro. En 1949 pudimos presentar un estudio de las fluctuaciones del mercado de valores durante los 75 años anteriores, que ratificaba una fórmula basada en los beneficios y en los tipos de interés vigentes, para determinar un nivel para comprar títulos en el DJIA por debajo de su valor «central» o «intrínseco» y para vender por encima de dicho valor. Era una aplicación de la máxima que regía el comportamiento de los Rothschild: «Comprar barato y vender caro».³³ Además, tenía la ventaja de funcionar directamente en contra de la máxima asentada y perniciosa del mercado de valores basada en que las acciones debían comprarse porque habían

32. A finales de la década de 1980, cuando se multiplicaron las adquisiciones y las compras apalancadas, Wall Street creó oficinas de arbitraje institucionales para aprovechar cualquier error en la determinación de precios en esas complejas operaciones. Llegaron a ser tan diestras en su cometido que las posibilidades de conseguir beneficios fácilmente desaparecieron, y muchas de esas oficinas han cerrado desde entonces. Aunque Graham vuelve a exponerlo (véanse las páginas 254-256), este tipo de operaciones ha dejado de ser viable o adecuado para la mayor parte de las personas, puesto que únicamente las operaciones por valor de varios millones de dólares tienen el volumen suficiente para generar beneficios que merezcan la pena. Las instituciones y personas acaudaladas pueden utilizar esta estrategia a través de fondos de inversión de gestión alternativa especializados en arbitrajes de fusiones o «eventos».

33. La familia Rothschild, dirigida por Nathan Mayer Rothschild, fue la potencia dominante en la banca de inversión europea y en el negocio de la intermediación financiera durante el siglo XIX. Si se desea leer una brillante narración de su historia, véase Niall Ferguson, *The House of Rothschild: Money's Prophets, 1798-1848*, Viking, 1998.

evolucionado al alza y venderse porque habían evolucionado a la baja. Por desgracia, después de 1949, esta fórmula dejó de funcionar. Un segundo indicador es la famosa «Teoría Dow» de los movimientos bursátiles, si se comparan sus espléndidos resultados declarados para el período que va de 1897 a 1933 y sus resultados mucho más cuestionables desde 1934.

Un tercer y último ejemplo de las oportunidades de oro que recientemente no están disponibles es el siguiente: una buena parte de nuestras operaciones en el mercado de valores habían estado concentradas en la adquisición de títulos de ocasión que se identificaban fácilmente como tales por el hecho de que se vendían por debajo de su porcentaje en el valor de los activos circulantes netos (capital circulante), sin contar la cuenta de planta y otros activos, y después de deducir todo el pasivo. Estaba claro que esas acciones se vendían a un precio muy inferior al valor que tendría la empresa como entidad no cotizada. Ningún propietario ni accionista mayoritario pensaría en vender sus propiedades por una cifra tan ridículamente reducida. Sorprendentemente, tales anomalías no eran difíciles de encontrar. En 1957 se publicó una lista que mostraba prácticamente 200 emisiones de este tipo que estaban disponibles en el mercado. De diversas maneras prácticamente todos estos títulos a precios ventajosos resultaron ser rentables y el resultado anual medio fue mucho más remunerativo que la mayor parte de las otras inversiones. Sin embargo, este tipo de emisiones también desapareció prácticamente por completo del mercado de valores a lo largo de la siguiente década, y con su desaparición, también se esfumó una zona segura para realizar hábiles y acertadas operaciones por parte del inversor emprendedor. No obstante, con los precios mínimos de 1970 volvieron a aparecer un número considerable de estos títulos que cotizaban «por debajo del capital circulante» y, a pesar de la fuerte recuperación del mercado, seguía habiendo bastantes de ellos al final del ejercicio como para constituir una cartera íntegra.

El inversor emprendedor, en las condiciones actuales, sigue teniendo varias posibilidades de obtener unos resultados mejores que la media. La enorme lista de valores negociables debe

incluir un número razonable que se pueda identificar como minusvalorados en función de unos criterios lógicos y razonablemente fiables. Estas emisiones deberían ofrecer unos resultados más satisfactorios, en promedio, que los del DJIA o cualquier cesta representativa similar. En nuestra opinión, la búsqueda de este tipo de emisiones no merecería la pena, salvo que el inversor tuviese esperanzas de añadir, por ejemplo, el 5 por ciento antes de impuestos al rendimiento anual medio de la parte correspondiente a las acciones de su cartera. Trataremos de exponer uno o más de tales métodos de selección de acciones para que los utilice el inversor activo.