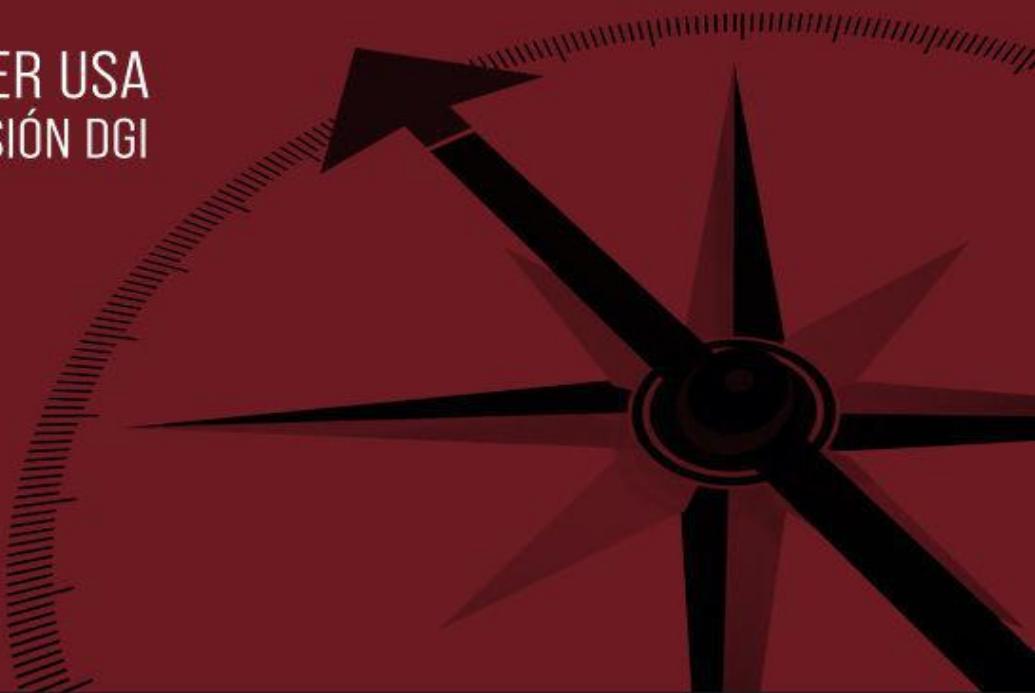


“THE SINGLE BEST INVESTMENT”
EL CLÁSICO DE LOS DIVIDENDOS CRECIENTES

LA MEJOR INVERSIÓN



BEST SELLER USA
DE LA INVERSIÓN DGI



LOWELL MILLER

COLECCIÓN BAELO

Título original:

The Single Best Investment

Traducción:

Jordi Coll Sánchez

Todos los derechos reservados. Queda prohibida, sin la autorización escrita de los propietarios del copyright, la reproducción parcial o total de esta obra por cualquier medio o procedimiento. Esta edición ha sido publicada mediante acuerdo con Susan Schulman A Literary Agency, New York.

Copyright © 2006 by Lowell Miller

All rights reserved

Copyright © 2021 de la edición en castellano por Colección Baelo

[Baelo Patrimonio](#) - [www.baelopatrimonio.com](#)

info@baelopatrimonio.com

Diseño de cubierta

Agudezavisual

Edición digital

[Agudezavisual - www.agudeza-visual.com](#)

ISBN: 978-84-123035-2-0

Otros títulos de la colección:

La Cartera Permanente

Expectativas Racionales en Inversión

PRÓLOGO

Las acciones de dividendo creciente son una herramienta sencilla, eficiente y rentable de acercarse a la inversión en renta variable. Diversos estudios han demostrado que, en el último medio siglo, este tipo de acciones han superado en rentabilidad al mercado general y lo han hecho además con una menor volatilidad. Una rareza, anomalía o paradoja que contradice a las teorías académicas modernas.

Este tipo de activos tienen el poder de generar extraordinarias rentabilidades sin necesidad de un crecimiento palpable en el corto plazo, o de pertenecer al grupo de acciones de moda del momento. Son una excelente opción para aquellos inversores centrados en las rentas porque les permiten generar ingresos crecientes sin necesidad de sumar más capital a su cartera. Esto se consigue, además, con la tranquilidad que aporta el hecho de que la mayoría de las acciones con un historial destacado de dividendos crecientes son negocios estables y bien gestionados. La estabilidad de estas empresas permite a los inversores mantener la calma en los momentos críticos del mercado, concepto clave para el éxito de la inversión a largo plazo.

En las estrategias centradas en dividendos expuestas en este libro, el autor anima a sus lectores a mantener acciones que cumplan con cuatro criterios clave: alta rentabilidad por dividendo, crecimiento de los dividendos, solidez financiera y estabilidad en los beneficios. Las rentas generadas por las acciones pueden utilizarse para financiar las necesidades presentes del inversor o, cuando se reinvierten, para impulsar la capitalización compuesta y hacer crecer la riqueza. El crecimiento de los dividendos refleja las perspectivas actuales y futuras de una empresa, y la solidez financiera permite que la empresa esté en disposición de continuar pagando y aumentando sus dividendos. Si lo queremos resumir, las estrategias basadas en dividendos tienen ciertas características que las hacen muy apropiadas para la inversión de largo plazo:

- Proporcionan ingresos crecientes. Los accionistas se benefician de una renta atractiva y creciente mientras participan en el negocio de la empresa, y sus rentabilidades suelen estar por encima de la inflación media. Sin embargo, la renta fija, por su propia naturaleza, no puede

proporcionar esta cobertura contra la inflación.

- **Aprovechan el poder de la capitalización.** La capitalización de los ingresos generados puede ser el factor principal de las rentabilidades a largo plazo y de la creación de riqueza personal y familiar.

- **Adquieren empresas sólidas.** Negocios reales, con una historia de éxito, que generan rendimientos atractivos, que continúan pagando rentas al accionista y que aumentan sus dividendos año a año.

Pero si hay una cualidad destacada de la inversión en este tipo de acciones sobre el resto de estrategias es la de alejar el foco del precio. El hecho de enfocarse en las rentas y en conceptos tales como la salud del balance o el *pay-out*, y retirar la mirada del cambio en la cotización de la acción, favorece el buen comportamiento del inversor largoplacista, lo que se me antoja como una ventaja clave a favor de este tipo de métodos.

Lowell Miller, con su incisivo estilo comunicativo, consigue en este libro (el primer *best seller* sobre el tema traducido al castellano) que dispongamos de una guía tremadamente práctica para acercarnos a su método de selección de acciones. A través de los distintos capítulos, dedicados a cada uno de los conceptos a tener en cuenta para que la estrategia funcione, Miller comparte de forma honesta los “secretos” de su sencillo y simple proceso inversor.

Querido lector, una vez más tienes en tus manos un libro de la **Colección Baelo** escrito por un gran divulgador, de una temática que se estrena en castellano con un súper ventas en Estados Unidos y que me enorgullece poner a tu disposición. Espero que su lectura te resulte tan satisfactoria como lo fue para mí.

Antonio Rodríguez Rico

Agosto de 2021

INTRODUCCIÓN

Una situación habitual

No hace mucho, un amigo entró en mi despacho algo desanimado y deprimido. No tenía ni idea del motivo; al fin y al cabo, es el fundador y único propietario de una fantástica empresa líder a nivel nacional que crece un 40% cada año. Ganaba un dineral y se había casado hace poco con su encantadora esposa. Estaban a punto de mudarse a una finca preciosa y eran felices como tortolitos. El panorama era casi perfecto, pero a K. le preocupaban sus ahorros y sus finanzas.

“Sencillamente, me siento perdido”, dijo con una notable e inusual mirada derrotista en sus ojos, añadiendo que “no siento que pueda confiar en lo que me aconsejan, y parece que cada vez que compro un fondo voy tarde. Luego escucho a algún experto en la tele y cambio de parecer. Creo que estoy tan ocupado en el trabajo que no me aclaro”.

Sacó un puñado de extractos del *broker* y de fondos de inversión para que me hiciera una idea de sus activos. Me acordé de la Ley de Miller sobre finanzas, que dice algo así: *Si le ofreces a la gente poder invertir su dinero con una sola llamada telefónica, lo harán.*

No había lógica ni razón en su cartera de acciones; cada una tenía una justificación distinta de compra. Un artículo en un periódico, el consejo de un gestor de Wall Street Week, el fabricante de un producto popular que se vendía bien en el supermercado local, un consejo de un boletín informativo o una guía de cócteles de un amigo cuyo primo del padre está en el negocio financiero en una ciudad cercana a Silicon Valley.

¿Se imaginaba que por despuntar como empresario en un negocio de producción y venta de distintos artículos también sería un buen (o afortunado) analista de acciones y gran inversor? ¿Intentaría luego sacarse sus propios dientes como si supiera hacerlo como un dentista o escribir su propia defensa en un tribunal creyendo hacerlo igual de bien que un abogado?

No creo que K. sea un caso aislado, excepto quizás por su capacidad de reconocer sus propias limitaciones. Con la proliferación de las oportunidades

de inversión (hay 9.000 fondos de inversión hoy en día en comparación a los escasos 1.000 de 1975, y más de 20.000 acciones nacionales cotizando en comparación con las 6.000 de hace solo 20 años), también lo han hecho los interesados que pretenden atraer a los inversores para impulsar sus negocios.

Mientras que en el pasado la inversión era cosa de ricos y una utopía para la clase media, ahora está al alcance de todos. La expectación que genera está a la par que los resultados deportivos, el tiempo o las noticias del último escándalo presidencial. Ahora, en los descansos, los trabajadores de las fábricas hablan más de sus fondos y planes de pensiones que de la apertura de la temporada de pesca.

Información por todas partes

La era de la información ha posibilitado que cualquiera se informe rápida y fácilmente sobre sus inversiones, controle el precio de sus acciones a corto plazo y descubra nuevas oportunidades de inversión. Hay tanta información que no damos abasto con toda ella.

En los últimos años, la prensa, la radio, la televisión, Internet, los asesores financieros y las gestoras de fondos de inversión han saturado al público de información sobre negocios e inversiones. Hoy en día hay expertos en cada esquina, profesionales al acecho esperando abrirte la puerta y mucho listo que te vende acciones y rentas vitalicias.

Cada día te hablan de una nueva idea que está revolucionando los fondos de inversión, algún concepto no descubierto que nos cambiará la vida. Las revistas enumeran periódicamente esos fondos de inversión y empresas más populares, atormentándote si no te has “subido al barco”, instigándote a sumarte. Cada día, esto sube tanto, esto baja tanto, se generan placeres ocasionales y otros tantos dolores de cabeza. En confundirnos a nosotros mismos no tenemos competencia. ¡Qué gran país!

Hay jóvenes dirigiendo pequeños fondos, gestores de mediana edad en grandes fondos, aficionados vestidos a la antigua usanza que abogan por el valor de las “acciones de valor”, consultores y planificadores financieros haciendo todo tipo de cálculos ensalzando una sagrada asignación de activos. Alguien hace un estudio que dice que te irá bien comprando a los triunfadores del año pasado. Otro hace uno que demuestra claramente que si compras a

estos mismos acabarás en una casa de empeños. Un hombre con pajarita advierte de la amenaza de la inflación... y continúa ese discurso durante años y años. Alan Greenspan advierte de la “exuberancia irracional”, pero no te aclara nada ya que el resto de lo que dice es totalmente indescifrable.

Y en tu correo no deseado: *Vende todo ahora. Ha comenzado La Madre de Todas las Caídas. ¡Solo \$20 por Tres Meses de Prueba!*

El bombardeo constante de información a inversores de todo el mundo desconcierta y genera más confusión que otra cosa. El aumento de oportunidades es algo estupendo, pero también puede ser desalentador. ¿Cómo puede un inversor amateur, con una cantidad importante de ahorro que debe gestionarse correctamente, seguir el flujo de noticias, ideas y consejos que a menudo no paran de contradecirse? Podría resultar suficiente para que uno quiera enterrarse hasta el cuello en letras del Tesoro. Este es más o menos el estado en el que se encontraba mi amigo K. cuando vino a verme.



“Todo lo que era bueno para el mercado ayer no lo es para hoy”

¿A quién creer? ¿En qué creer? ¿Cuál es el mejor destino para tu dinero?

¿La respuesta depende de la situación de cada uno? ¿Por mucho? ¿Por poco? ¿Hay que cambiar de fondo en función de las condiciones del mercado? ¿Necesitamos adivinar hacia dónde se dirigen los tipos de interés para tener éxito?

¿Debería apostar por acciones de crecimiento? ¿Acciones de valor? ¿Acciones pequeñas? ¿Capitalización media? ¿Internacional? ¿Mercados emergentes? ¿Ofertas públicas? ¿Fondos buitre? ¿REITs? ¿Alta tecnología? ¿Baja tecnología? ¿Sin tecnología? ¿Bonos? ¿Fondos de inversión? ¿Cuentas de inversión gestionadas? La pregunta surge de nuevo: *¿Qué hago?*

¿Existe alguna estrategia sencilla que tenga sentido y que funcione?

Debería existir alguna forma de elaborar un programa de inversión sencillo que tenga sentido, que sea fácil de aplicar y con una alta probabilidad de éxito respecto a tus objetivos financieros a largo plazo.

Existe (para inversores a largo plazo, para quienes este libro está indicado) un único y sencillo enfoque que puede beneficiar financieramente a cualquier inversor. Si pretendes adivinar el sector que revolucionará el mercado el próximo año, o cuál de los 9.000 fondos de inversión tendrá mejores resultados este trimestre, o qué empresa tecnológica ganará la guerra de las redes, te has equivocado de guía. No tenemos nada para ti. Este libro es para ahorradores y emprendedores, para personas que entienden (o buscan entender) que el tiempo, el aumento moderado del ahorro y el interés compuesto están de su lado. Invertir no es una prueba atlética en la que la agilidad y los destellos de virtuosismo son los secretos del éxito. Invertir, en realidad, consiste en la acumulación metódica de capital a través de un plan sensato y disciplinado que acepta que las “acciones” no son numeritos que saltan día a día. Representan una participación en un negocio real y en marcha. Tu plan, sencillamente, debe reconocer que gestionarás tus inversiones como un inversor real, un socio pasivo en un negocio auténtico y en funcionamiento.

El objetivo de este libro

En este libro detallaré el método más sencillo y directo de generar una sólida rentabilidad para tus inversiones a largo plazo, con el menor riesgo posible. Es un enfoque que combatirá el exceso de información, liberándote de la necesidad de estar constantemente al tanto de los últimos acontecimientos y de las opiniones de un millón de expertos. En efecto, cualquier inversor puede invertir en acciones sin “jugar al mercado”.

Esta estrategia no es ningún truco, no requiere que adquieras miles de nuevos conocimientos ni ninguna enseñanza exótica. Puedes aplicarla tú mismo, aunque muchos inversores deciden trabajar con un agente de bolsa o gestor.

El objetivo, además de ver crecer tu capital, es permitir que duermas bien tranquilo por la noche. ¿Quién quiere una alta rentabilidad a cambio de vivir con el corazón en un puño? Quizá haya quienes se tirarían a la piscina, pero asumo que la mayoría prefiere disfrutar de su vida en la tierra sin angustias innecesarias. Una de las ideas subyacentes a este enfoque es que las “flechas de las últimas noticias” no te afectarán, porque entenderás los fundamentos de tu inversión, y comprenderás que se trata de una *verdadera inversión*, no un juego especulativo ideado por graduados de una escuela de negocios.

No hay duda de que tu cartera tendrá subidas y bajadas (si quieres rentabilidad a largo plazo, esto es inevitable), pero dichos descensos no te incomodarán porque entenderás exactamente por qué ha ocurrido, sabrás que tus acciones volverán a repuntar y tendrás la confianza y la suficiente visión para esperar una nueva subida a largo plazo. Sentirás que puedes invertir cómodamente y con seguridad (dos requisitos para el éxito a largo plazo), porque la estrategia se basa en el *sentido común*.

Sentido común, zona de confort y conducta inversa

Nadie puede alcanzar el éxito inversor si no es capaz de ser fiel a una estrategia. En finanzas, esto es tan cierto como sorprendente y dramático. No puedes dejar que tus convicciones se tambaleen, o saltarás de un lado a otro en cuanto las cosas se pongan difíciles y, al final, te quedarás con las manos vacías. Por el contrario, si te sientes cómodo con lo que haces te mantendrás en tus trece. Y esta comodidad (la paz interior y la cabeza fría), en el volátil

mundo de las finanzas, se consigue, a mi entender, cuando uno es capaz de confiar en los sólidos cimientos del sentido común.

Sentido común

El sentido común en finanzas implica apostar por una estrategia inextricablemente ligada a las empresas reales en las que se ha invertido. Invertir consiste en ser *propietario parcial de una empresa auténtica*; no debes olvidarlo nunca, y estoy seguro de que no será la última vez que lo mencione en este libro.

El sentido común implica que tu estrategia tiene que ser válida en prácticamente cualquier condición de mercado (puede que brille en algunos tipos de mercado y estar simplemente bien en otros, pero nunca debe conducir a un fracaso inmediato si quieres ser capaz de mantener la calma).

El sentido común implica tener objetivos razonables y realistas. Sentido común significa no intentar nunca hacer un “*home run*”, y no fustigarse si parece que tu estrategia no está funcionando. Sentido común significa dividir los riesgos, aunque no como para perder el control de tu cartera.

Zona de confort

En el momento en que te desvías de la senda del sentido común, cayendo bajo la influencia de un gurú de la televisión o de un hábil experto de revista financiera, o trasteando con algún “sistema” que haya tenido un buen historial durante algunos años, saldrás de tu zona de confort porque ya no estarás basándote en el concepto de ser un propietario de empresas auténticas.

Y cuando sales de tu zona de confort, te vuelves temeroso, codicioso, supersticioso, “intuitivo”, victimista... Agrupas todos los estados emocionales que provocan errores en finanzas.

En la primera edición de este libro señalamos un estudio de Morningstar que mostraba que la rentabilidad media a cinco años de los fondos de acciones de crecimiento durante el periodo que finalizaba el 31 de diciembre de 1995 era del 12%. Pero la rentabilidad media de los inversores fue sólo del 2,5%. ¿A qué se debió esta diferencia? Los fondos puede funcionar bien, pero la mayoría de los inversores, aparentemente, compraban en los máximos y

vendían en los mínimos. Los fondos lograron beneficios con el paso de muchos años (lo que llevó a la “multitud” a subirse al carro en sus mejores ciclos y a salirse cuando bajaba el ritmo). Irónicamente, los inversores se sentían más cómodos invirtiendo cuando los fondos estaban más altos, y menos en sus mínimos. Un estudio reciente de Dalbar Associates confirma la naturaleza perenne de este fenómeno. Durante los veinte años transcurridos hasta 2004 (diez años tras el estudio de Morningstar), la media de los inversores ganó un 3,5%, frente a una subida del mercado del 13%. Los hechos siguen repitiéndose (incluso la diferencia entre beneficios potenciales y reales es la misma) pese a encontrarnos en períodos históricos completamente distintos.

Un elemento relacionado con esto (del que hay que tomar conciencia) es la tendencia natural de la mente a extrapolar el presente. ¿Recuerdas cuando los precios del petróleo subían a finales de los setenta? Los expertos lo extrapolaron y decidieron que en 1990 el petróleo se vendería a 100 dólares el barril. Pues bien, en 1998 bajó a 16 dólares por barril. Upss. En 1990 los periodistas predijeron un mundo arrasado por el SIDA en una década. Muchas tendencias de la sociedad parecen que perdurarán para siempre y la mente extrae en función de ello, pero está tan ocupada extrapolando que olvida pensar en todo lo que podría cambiar el curso de los acontecimientos. Los fracasos que se transforman en éxitos, los éxitos que devienen en fracasos. Guardo un reproductor antiguo en mi sótano para recordarme que las cosas no siempre terminan siendo como uno espera.

A los inversores les asaltan las dudas y las incertidumbres, incluso cuando todo va bien (*¿debo vender ahora o esperar un poco más?*). Esto es natural, ya que el futuro es incierto y el clima de mercado varía con los cambios de los precios. A diferencia de otros aspectos de la vida, estos cambios no pueden explicarse, ni racionalizarse, ni negarse. Simplemente *son*. Los precios, y por tanto el mercado, son inmutables y están fuera de nuestro control. Seré sincero: nunca he podido anticipar una subida de los precios. Los precios nos hacen sentir impotentes; no debería extrañarnos que a los inversores les sea tan difícil sentirse emocionalmente satisfechos.

Conducta inversa

En este campo relativamente nuevo de las finanzas conductuales, los expertos han llegado a algunas conclusiones sorprendentes, conclusiones que arrojan algo de luz acerca de los errores y debilidades que la mayoría de nosotros tenemos. Estos expertos han cuantificado lo que los auténticos inversores de éxito han sabido desde siempre: no es el vehículo el que se estrella, sino el loco que está al volante.

Después de muchos años creyendo que la economía y los mercados están manipulados por agentes racionales que toman decisiones con pleno conocimiento de causa, los economistas e investigadores financieros han comprendido por fin que los inversores son en realidad seres humanos llenos de esperanzas, sueños, miedos y confusiones. En otras palabras, los inversores muestran las mismas flaquezas humanas que experimentamos en otros ámbitos de la vida. Nuestra personalidad no desaparece mágicamente en el momento en que uno empieza a invertir. Se han identificado una serie de rasgos comunes a la mayoría de los inversores (como la extrapolación), así que tomemos unos minutos para examinar algo que es de gran interés. Ten en cuenta que no son *características de terceros*, son las tuyas y las mías. Son muy comunes, y lo más probable es que te afecten de manera significativa:

1. *La Duración es tan importante como la Magnitud.* Hace años, investigadores de la Facultad de Psicología en Harvard demostraron que éramos capaces de soportar grandes niveles de dolor si sabíamos que dicho dolor desaparecería pronto. Pero si los sujetos eran conscientes de que el dolor iba a durar bastante tiempo, sufrían más y se “rendían” mucho más rápido, aunque el nivel de dolor real fuera moderado. El mundo financiero observó este fenómeno tras el crack de 1987, cuando los inversores no vendieron sus acciones como podría haber sido lo esperado. Todo sucedió tan rápido que realmente hubo poco tiempo para pensar, y mucho menos para actuar. Después, muchos inversores se dedicaron a esperar a que sus acciones volvieran a los precios anteriores para resarcirse. Niveles moderados de ventas de fondos continuaron hasta la subida de 1988. Según una reciente encuesta de Louis Harris, el 78% de los inversores vendería sus fondos si el mercado bajara un 25% o más. El desplome de 1987 habría cumplido ese criterio, pero los inversores no tuvieron la oportunidad de sentir el dolor. Curiosamente, esa misma encuesta mostró que sólo el 20% de los inversores consideraría comprar si las acciones

cayeran un 25% o más. ¿Tiene eso sentido si lo que queremos es comprar barato y vender caro?

Los inversores que deseen mejorar sus números deberán considerar actuar de forma contraria a la multitud, por difícil que pueda resultar. Al fin y al cabo, ésta sólo responde a las emociones humanas normales. Recuerda que la duración es crucial. Cuanto más dure una tendencia bajista, más difícil será comprar en mínimos, pero esa dificultad es debido a tu susceptibilidad a los principios del comportamiento. A medida que una tendencia bajista se prolonga, ya sea individualmente o en el conjunto del mercado, los participantes van tirando la toalla poco a poco, a medida que alcanzan sus umbrales particulares de dolor. Al final, casi todos han vendido. Es a partir de este terreno tan fértil cuando comienzan la mayoría de los grandes ciclos alcistas.

2. Los Inversores no quieren experimentar la pérdida. Una de las razones por las que los inversores siempre esperan salir ganando es porque al final una pérdida es una forma de dolor. En una serie de estudios, el economista Richard Thaler de la Universidad de Chicago descubrió que perder un dólar hace que los inversores se sientan entre dos y dos veces y media peor que lo bien que se sienten al ganar un dólar. A la mayoría nos afecta más una pérdida que un beneficio de igual tamaño. La razón por la que los inversores esperan es que, mientras no hayan vendido, la pérdida es solo sobre el papel; puede ser, en efecto, negada.

Pero cuando la pérdida se torna real, se produce un acontecimiento que no puede apartarse de la conciencia del inversor. La pérdida en sí misma hace que el inversor se sienta literalmente como un perdedor, mientras que al aguantar para “vengarse” el inversor puede recorrer una especie de ruta heroica de autoengaño. Amos Tversky, de la Universidad de Stanford, comentó que “la aversión a las pérdidas (el mayor impacto de la parte negativa que de la positiva) es un principio fundamental de la máquina humana del placer”. Esto es fácil de apreciar en el día a día. ¿Qué te produce mayor reacción: llegar a casa con un coche nuevo o que lo destroce un conductor borracho?

En finanzas, la lección es que la mayoría de las personas tiene dificultades para asumir pérdidas y es más reacia al riesgo de lo que cree o

sabe. Es importante que cada uno de nosotros lo reconozca. Seguramente, tú y yo, y cualquier persona que conozcamos, seamos realmente reacios al riesgo, independientemente de lo que creamos. Tenemos que ser conscientes de ello, porque tiene un impacto directo en nuestras decisiones al invertir. La mayoría de los inversores pretenden ser racionales, pero en realidad estamos fuertemente influenciados por nuestro carácter. Como dijo Frank Campanale, antiguo director general de Smith Barney Consulting Group, “los miedos del cliente dirigen más el proceso de inversión que los conocimientos del asesor financiero”.

Por ejemplo, la aversión a las pérdidas, según Meir Statman (profesor de finanzas de la Universidad de Santa Clara), hace que los inversores vendan las acciones ganadoras demasiado pronto. El dolor al arrepentimiento es más poderoso que la codicia, dice. Los inversores con acciones al alza venden antes de tiempo para evitar el potencial arrepentimiento si no se hacen con esos beneficios ya generados. Esto no es una teoría académica. Yo he vendido demasiado pronto por razones emocionales muchas veces, y no conozco a nadie que no lo haya hecho.

3. *Las personas segmentan sus problemas económicos.* Imagina que al llegar a un teatro de Broadway descubres que has perdido tu entrada que te costó 50 dólares. ¿Pagarías otros 50 dólares por otra entrada? Ahora supongamos que llegas al teatro dispuesto a comprar una entrada y descubres que has perdido 50 dólares en efectivo. En ambos casos se pierden 50 dólares. Pero de los encuestados, solo el 46% afirmó que compraría otra entrada si hubiera perdido la primera, mientras que el 88% aseguró que seguiría comprando una entrada si hubiera perdido el dinero en efectivo. Comprar una segunda entrada “duplica” el coste de la obra en la mente del comprador, mientras que el dinero perdido está en un compartimento más abstracto de la mente, y aún no se ha “invertido” realmente en la obra.

Asimismo, como señaló Richard Thaler, el inversor promedio segmenta su dinero de forma aparentemente irracional. La gente tiende a ser más agresiva con su dinero cuando los mercados están eufóricos (y por ello el mercado aflora), pero se vuelven cautelosos cuando el mercado se deteriora. ¿No es esto la antítesis de comprar barato y vender caro? Esa es otra razón por la que los inversores pueden retener una acción cuyas perspectivas se han

atenuado seriamente, a la espera de “salir a flote”. Esas acciones se colocan en un compartimento separado, y permanecen allí aunque mantenerlas contravenga directamente todos los principios y directrices del inversor. Daniel Kahneman, de la Universidad de Princeton, sugiere que, en el proceso de segmentación, “los inversores se centran en el riesgo de los valores individualmente. Como resultado, se preocupan por el rendimiento a corto plazo de cada inversión, lo que a menudo les lleva a operar en exceso y a tomar malas decisiones”. Una mente tranquila generará mejores beneficios que alguien razonando en caliente.

4. A los Inversores les falta autocontrol. En una inusual muestra de sentido común como economista, Thaler señala que en la vida comemos en exceso, nos cuesta mucho perder viejos malos hábitos y no hacemos suficiente ejercicio, es decir, en general no somos capaces de tomar el control de nosotros mismos tanto como quisiéramos. ¿Por qué debería ser diferente en finanzas? ¿Por qué tendemos a tirarnos a la piscina justo cuando el mercado está alcanzando nuevos máximos y ya no podemos soportar la situación? ¿Por qué abandonamos un fondo de inversión bien gestionado cuando se ha quedado ese año por debajo de la media, aunque sabemos que si aguantamos un poco más, o incluso compramos más, podría volver a ser puntero? Está en nuestra naturaleza tratar de ser racionales pero, al final, tenemos el ansia de creer a otros que tienen una historia hipnótica o convincente que contar, o de buscar una liberación impulsiva cuando ya no podemos tolerar ni el dolor ni el placer de nuestras acciones.

5. El narcisismo influye. Thaler señala que los inversores, por muy reacios al riesgo que sean, también sufren en cierto modo de un exceso de confianza. Incluso los inversores aficionados creen que sus opiniones son las más válidas, y la mayoría seguirá comprando los mismos fondos de inversión, aunque tengan un rendimiento inferior, porque persisten en creer que ellos tienen razón. No importa la evidencia, los inversores “aceptarán” esta teoría o aquella, o a esta o aquella personalidad influyente, creyendo que están dotados de la capacidad de predecir en un mundo no solo volátil, complejo e impredecible, sino que además extrae comisiones a sus inversores cada vez que toman una decisión. Los inversores son arrogantes y rara vez muestran humildad y respeto hacia los mercados. Más bien, son

como el patán que ve un Picasso por primera vez y exclama: “¡Mi hijo podría hacerlo mejor!”. Pues sí, tal vez...

Abre tu mente

Podríamos seguir analizando los enigmas y las dificultades derivadas de la mente y el corazón al invertir, pero con este breve análisis deberías al menos ser consciente de que probablemente no estás tomando esas decisiones racionales que te imaginabas, o que podrías ser capaz de tomar. Estás influido por todo tipo de emociones. Las emociones influyen en tus decisiones como la luna regula las mareas, y para tener éxito a largo plazo hay que hacer algo más que abrir una cuenta de inversión y gestionar tus activos. Tienes que sintonizar con quién eres, con lo que quieres y con cómo te comportas en distintas condiciones. Los tipos de operaciones que puedes hacer y los que no.

La conciencia y el control emocional son extremadamente importantes para el éxito en finanzas. Esto no es solo un discurso o algo que se aplica a “otros” inversores. Se aplica a todos nosotros, y es lo que hace que los mercados sean volátiles. Si lo piensas, hay inversores operando por todas partes. Cuando la ansiedad se vuelve intolerable, tendemos a creer que podemos hacer algo para aliviar la sensación de miedo, de pérdida, de falta de control. La mayoría de las veces, y casi siempre cuando una estrategia de inversión ha sido cuidadosamente considerada, no hacer nada sería la mejor decisión que cualquier inversor puede tomar. Pero pocos son capaces de dejarse llevar. La mayoría intenta escapar y nadar, pero la orilla está muy, muy lejos... siempre está más lejos de lo que parece. En lugar de gestionar con calma el capital, muchos inversores solo experimentan frustración y amargura.

Sin embargo, la inversión puede ser sólida y cómoda como una vieja manta de lana bien hecha, si se aborda con sensatez. Parte de un enfoque sensato, un enfoque con sentido común, es comprender quién eres y el tipo de reacciones emocionales que experimentas al invertir, así como la forma en que esas reacciones influyen en tus decisiones.

No basta con aprender las “reglas” de una inversión potencialmente exitosa, sino también preguntarse *¿Cómo me sentiré al comprarla? ¿Cómo*

me sentiré al mantenerla? ¿Cómo me sentiré al vender una inversión perdedora? ¿Cómo me sentiré al vender una ganadora?. No podemos evadirnos completamente de las emociones y de su influencia, así que más vale conocerlas.

La mayoría cree que puede ser un buen inversor si se aprende lo que “funciona”. En parte, es cierto. La estrategia que utilices debe ser sólida. Pero ninguna estrategia existe porque sí; siempre es aplicada, para bien o para mal, por un ser humano.

Toda estrategia debe tener en cuenta las emociones inherentes a la mente y el corazón del inversor y, tras ellos, tras una deliberación, se inicia un proceso que inspire fe y confianza en el resultado a largo plazo.

Inversores, escuchad

No tendrás éxito si operas en exceso. Solo se puede ganar en finanzas siendo un inversor real. Esto incluye a los aficionados, pero la historia demuestra que también lo es para la mayoría de los profesionales. No tendrás éxito si eliges diez valores diferentes por diez razones distintas, o diez valores diferentes porque diez asesores o gestores diferentes dicen que son buenos. No tendrás éxito si sueñas constantemente con obtener mayores beneficios de los que el mercado puede ofrecer razonablemente. Solo tendrás éxito si pones tu mirada en el futuro y si te comprometes *a largo plazo* con una estrategia basada en un razonamiento adecuado y con sentido común, apoyada por una evidencia histórica que nos ha enseñado que funciona.

Descubrirás que la técnica de inversión que se describe en este libro no tiene nada que ver con las patrañas que la prensa y las empresas financieras escupen constantemente a los inversores para anunciar sus productos. Se trata de un enfoque sistemático y de una forma de pensar y sentir que te servirá para el resto de tu vida. Te ayudará contra esas tonterías financieras (ya sean demasiado conservadoras o demasiado agresivas) que la mayoría de nosotros experimentamos. No encaja en las categorías que se escriben a diario o se ven en televisión, pero se basa en una verdadera comprensión del proceso de inversión. Conocer esta estrategia te enseñará casi todo lo que necesitas saber para evaluar cualquier posibilidad de inversión, y para evaluar también a ese montón de personas que intentarán venderte, sincera o cínicamente, el sueño

de un rendimiento deslumbrante.

En resumen:

1. Estamos saturados de información.
2. El objetivo: obtener de forma sencilla y directa una sólida rentabilidad con el menor riesgo posible.
3. La psicología influye a escondidas en todos nosotros. El sentido común y un enfoque que inspire confianza son los antídotos.
4. El vehículo es importante, pero también lo es el conductor.

1.

DI ADIÓS A LOS BONOS Y AUMENTE EL ACTIVO PRINCIPAL

El primer paso

El primer paso para cualquier inversor de éxito es comprender el entorno de trabajo. Al igual que no se puede considerar nada en la Tierra sin tener en cuenta la gravedad (que nos mantiene unidos al planeta), no se puede considerar nada en el mundo de las finanzas sin ser consciente de las fuerzas claves que operan en él. En el capítulo anterior, hablamos de la psicología del inversor, que es un elemento que actúa constantemente. También hay que tener en cuenta otros factores financieros más tangibles.

La marcha silenciosa de la inflación

Tal vez porque esa factura mensual nunca llega al correo, la mayoría de los inversores prestan muy poca atención al contexto básico subyacente en el que cohabitan sus inversiones. Ese contexto es la inflación. Desde la Segunda Guerra Mundial solo se han dado dos años en los que la inflación ha sido negativa y la tasa media anual de los últimos sesenta años ha sido del 4,10%. Y la inflación se acumula. A medida que los precios suben cada año, el valor de cada dólar originalmente invertido disminuye. La inflación avanza, silenciosamente, rara vez aparece en los titulares, pero tus dólares pueden comprar cada vez menos cosas.

En pocas palabras, si los precios se duplican, el valor de tu inversión debe duplicarse simplemente para mantener el poder adquisitivo, y eso ni siquiera estamos abordando la cuestión de obtener un verdadero rendimiento por encima de la tasa de inflación. Y, efectivamente, los precios se duplican. Con una inflación del 4% (inferior a la tendencia a largo plazo), los precios se

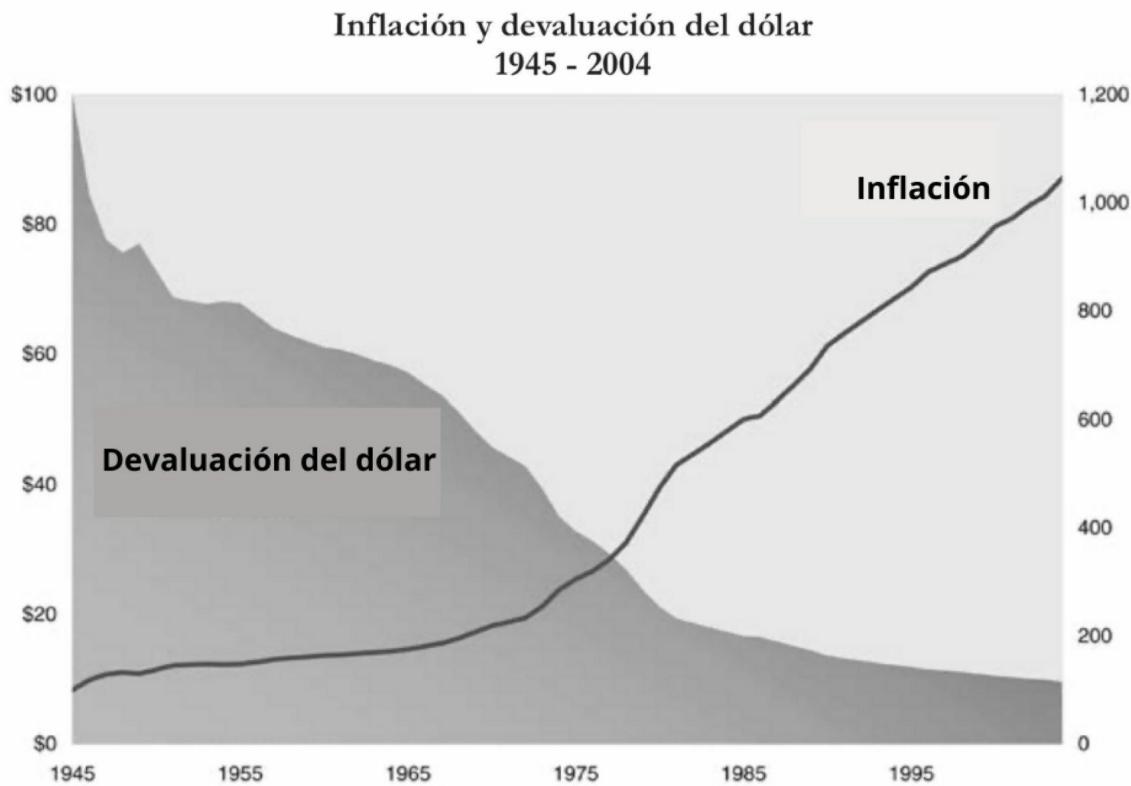
duplican cada 18,1 años. Haz memoria. Veinticinco años antes de este escrito, corría el año 1980 (cuando la inflación era superior al 10%). El coste de un Ford nuevo de gama media era de unos 3.500 dólares. Hoy, esa cifra supera los 20.000 dólares. Las matrículas universitarias han subido casi exactamente la misma cantidad. Una batería de coche costaba entonces 14 dólares, la misma batería que hoy cuesta 70. En 1980, un corte de pelo barato costaba 5 dólares. Hoy en día, incluso en las peluquerías del centro comercial, hay que pagar entre 15 y 20 dólares.

Desde 1945, los precios (medidos por el Índice de Precios al Consumo), han subido más del 900%. Algunos incluso mucho más. Los costes de la atención sanitaria aumentaron más del 200% solo en la década de 1980, y siguen subiendo aproximadamente un 9% anualmente. Los bienes materiales y servicios que compramos, como una revista, un libro de bolsillo, un trozo de pizza, una entrada de cine, una cita con el dentista o la limpieza de un traje han subido dos o tres veces más rápido que el IPC en los últimos veinte años. Los inversores deben recordar que en 1968 un galón de gasolina costaba unos 25 centavos; mientras escribo, cuesta diez veces más.

La figura 1-1 muestra el “progreso” de la inflación desde la Segunda Guerra Mundial. Lo que muestra, de forma muy gráfica, es que si podías comprar un producto o servicio por 100 dólares en 1945, en 2005 tendrías que gastar 1.045,40 dólares. Si tus inversiones no subieron más de un 1.000% durante ese periodo, en realidad perdiste dinero, ajustado a la inflación.

Se podría decir que una barra de pan en 1945 se convirtió en una rebanada de pan en 2005, en términos de lo que se obtiene por un dólar devaluado. Un automóvil se convirtió en un chasis y un neumático. Un cerdo entero en varias lonchas de bacon. Una lámpara en una luz nocturna. Tus 100.000 dólares se transformaron en solo 9.563 de poder adquisitivo por el aumento constante e imparable de los precios.

Figura 1-1



Así pues, la inflación es el contexto en el que coexisten las inversiones, el punto de partida, la referencia mínima con la que debe medirse el rendimiento de la inversión. La tasa de inflación es el primer obstáculo que debes superar.

Por qué los inversores en renta fija acaban perdiendo

Es posible que durante ciertos años los ingresos de un “inversor en letras del Tesoro” fueran tan altos o más que la inflación. Pero piensa en lo que ocurre con el poder adquisitivo de tus ingresos a lo largo del proceso y, lo que es peor, con el valor real de tu capital, que se reduce constantemente.

Cada año, la inflación se lleva su silenciosa dentellada, y al final del periodo solo puedes comprar una fracción de los bienes y servicios que podrías haber comprado al principio del mismo. Supongamos que en 1945

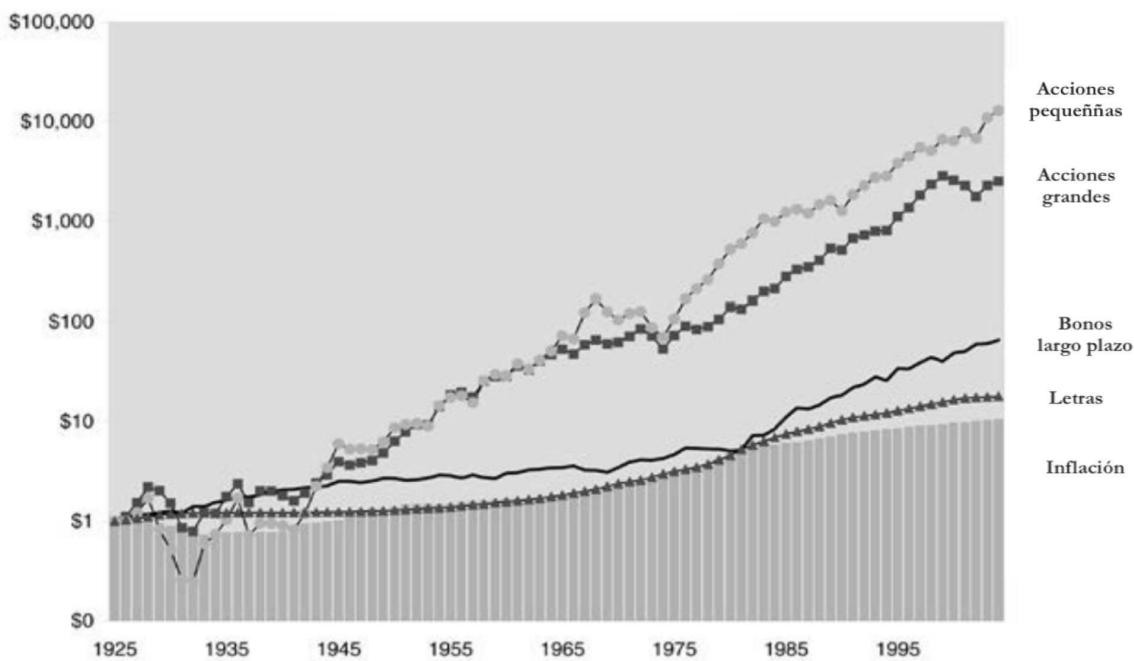
ahorraste 10.000 dólares para la universidad de tu hijo. En aquel momento, era mucho dinero y, de hecho, incluso podrías haber comprado una pequeña casa. Y pongamos que durante ese periodo gastaste los intereses que recibiste de una inversión en bonos en cosas como vacaciones o el pago de un segundo coche. A mediados de los sesenta, cuando tu hijo estaba listo para entrar en la universidad, el coste anual de una universidad privada ya era de 10.000 dólares al año (yo fui a una que costaba algo más que eso a mediados de los sesenta). ¡La gran suma ahorrada en 1945 para la universidad apenas cubría un año de estudios después que la inflación hiciera de las suyas con el paso de los años!

Incluso con una tasa de inflación moderada del 4% (inferior a la media posterior a la Segunda Guerra Mundial), el valor del dinero se reduce en más de un 50% en una década. En el caso de muchos productos y servicios que son imprescindibles, como la asistencia sanitaria, puede reducirse a más de la mitad. Evidentemente, si piensas vivir más de diez años, tu inversión debe aumentar lo suficiente como para anticiparse a los efectos de la inflación, y lo mismo ocurre con las rentas que produce si las vas a necesitar.

La naturaleza del entorno económico nos lleva a una conclusión inevitable: no nos podemos esconder detrás de las inversiones de renta fija. Las llamadas inversiones “seguras” no son seguras en absoluto cuando se entiende que el capital estancado se verá reducido por la inflación. Al contrario, como sabemos que la inflación existe, y que los bonos no suben con ella, sabemos que los bonos son realmente más arriesgados a largo plazo que las acciones.

Figura 1-2

Crecimiento de \$1 1925 - 2004



Salvo para acumular fondos a corto plazo y preservar cantidades fijas que puedas necesitar en cinco años o menos, todos los inversores, ya sean jubilados o acumuladores en planes de pensiones de empresas, iglesias o fundaciones, deben decir “adiós a los bonos”, a las letras, a los depósitos bancarios y a los fondos del mercado monetario. Porque las inversiones de renta fija son también inversiones de capital fijo, y el valor real de tu capital, así como el valor real de tu ingreso “fijo”, disminuirá con el tiempo, como un hombre vigoroso que se vuelve frágil y débil en el camino a la vejez.

La imagen de la figura 1-2 es algo así como la biblia de los asesores profesionales y de los estudiantes de inversión. Muestra la rentabilidad a largo plazo de distintos tipos de activos (letras, bonos, acciones grandes y acciones pequeñas) teniendo en cuenta la inflación. Está claro que la historia ha demostrado que las acciones son muy superiores a la renta fija (letras del Tesoro y bonos). Y la razón apoya la opinión de que debería ser así. Después de todo, las inversiones en acciones son, al menos en teoría, inversiones en

algo que crece, que se hace más grande. Las inversiones en renta fija son inversiones en algo que se pretende que permanezca igual, algo que es “fijo”. Uno espera que las acciones lo hagan mejor, y la historia muestra que lo han hecho, por un amplio margen.

Aumenta el activo principal, aunque fluctúe

Pero hay otra gran diferencia entre las acciones y la renta fija. El precio de las acciones fluctúa. El de las letras del Tesoro no. Los bonos fluctúan menos que las acciones (cuanto más corto es el plazo de vencimiento de un bono, menos fluctúa su precio). Si quieres los beneficios que pueden proporcionar las acciones, tienes que pagar el peaje. El peaje son las fluctuaciones. “Sí, sí, claro, ¡ya lo sé!”, dicen la mayoría de los inversores. Pero no basta con saberlo. Tienes que aceptarlo profundamente, en tu corazón. Si no lo haces, tus inversiones se desmoronarán por culpa de malas decisiones y malas rachas.

Se suele decir que todo el mundo quiere llegar al cielo, pero nadie quiere morir. Los inversores, como todos los que quieren alcanzar una meta, tienen que pagar un precio. En realidad, no es tan difícil, solo tienes que aceptar que las fluctuaciones no son más que una parte natural del proceso, un proceso que conduce por escalones al cielo de las buenas inversiones. No hay nada malo en una inversión que fluctúe moderadamente, pero muchos inversores demasiado cautelosos dejan pasar oportunidades maravillosas de empresas sólidas y de crecimiento constante.

Nótese que no existe una competencia real entre acciones y bonos en cuanto al rendimiento a largo plazo; las acciones ganan ampliamente. ¿Podría estar causado por alguna anomalía en los datos que produzca un resultado desigual cuando en la mayoría de situaciones los rendimientos de los bonos y las acciones deberían ser similares? De ninguna manera. Desde 1926 (hace unos ochenta años) se han dado cincuenta y nueve períodos de veinte años superpuestos. Solo en uno de ellos, el de 1929, los bonos lograron superar a las acciones, y fue por menos de un punto porcentual. En todos los demás, las acciones superaron a los bonos, experimentando recesiones y bonanzas económicas, guerra y paz, hambruna y peste, lo que sea. Y además, las acciones ganaron sobradamente.

Lo diré sin rodeos: los bonos son una mala inversión. Y ni siquiera hacen lo que la mayoría cree que hacen, que es proporcionar un rendimiento aceptable con baja volatilidad, como veremos en los próximos párrafos.

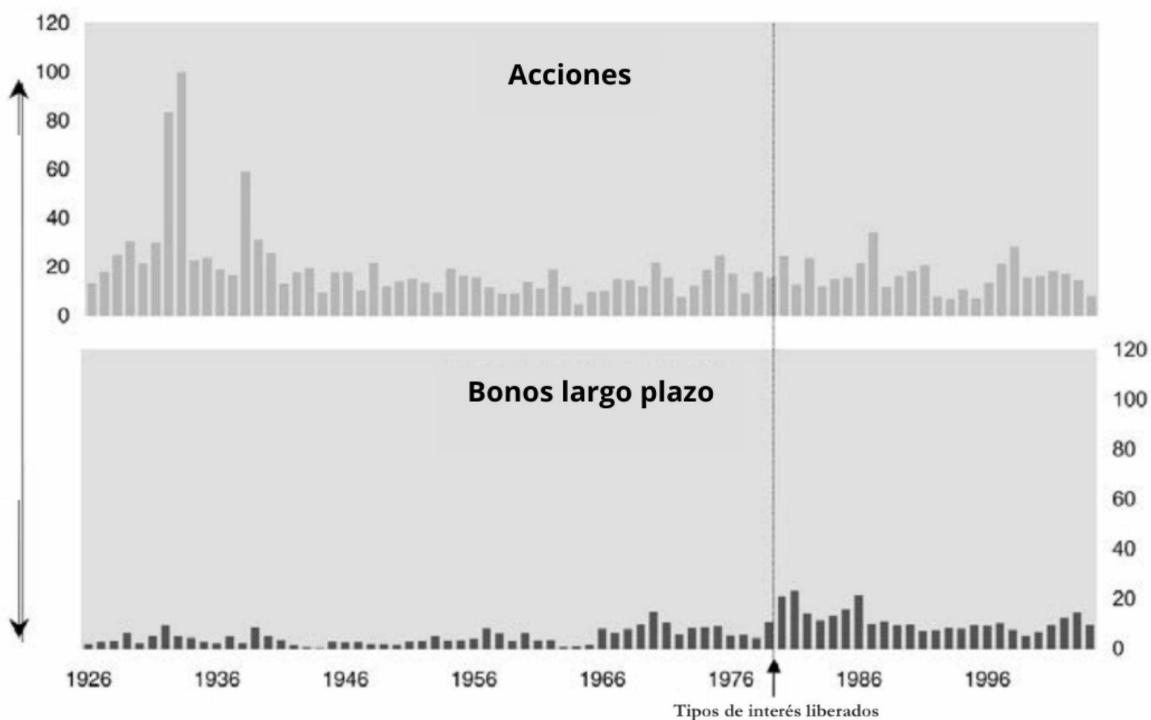
Bonos, no gracias

Los bonos no son inversiones, son ahorros. Los inversores compran bonos con demasiada frecuencia porque tienen “miedo” del “mercado”. Esto tendría sentido si los bonos devolvieran un rendimiento que al menos superara la inflación, pero no solo tienen un rendimiento inferior al de las acciones, sino que hay muchas posibilidades de que en un periodo determinado los bonos no superen a la inflación. En ese caso, los temores de los inversores hacia el mercado les hacen incurrir en una derrota cantada contra la inflación. Nadie quiere invertir con pérdidas, y si estás leyendo este libro, es obvio que estás buscando una estrategia mejor. El camino comienza aceptando el principio de la fluctuación. Hay que aceptar cierto riesgo, pero no por ello hay que asumir un riesgo que sea sinónimo de pérdida. No es así.

Además, el inversor se suele dejar influir por un pasado emocional cuando se trata de comprender los bonos y sus características de mercado. Hay que tener en cuenta que hasta 1978, el Banco de la Reserva Federal controlaba estrictamente los tipos de interés. Sin embargo, en 1978, la Fed decidió dejar que los tipos de interés fluctuaran libremente. La mayoría entiende este evento como algo beneficioso para la economía, pero observa la figura 1-3 para descubrir lo que supuso para la volatilidad de los precios de los bonos. Como puedes ver, a partir de este evento, los bonos se volvieron casi tan volátiles como las acciones. Sin embargo, la mayoría sigue tratando los bonos como un activo con poca volatilidad. Sí, siguen siendo menos volátiles, pero no es significativo. Apenas lo suficiente para compensar el radical perjuicio que aportan en cuanto a rendimientos.

Figura 1-3

Volatilidad de acciones y bonos 1926 - 2004



Aprendiendo a apreciar las fluctuaciones

Con la perspectiva adecuada, se puede aprender a apreciar (y eventualmente buscar) las inversiones aunque sufran fluctuaciones constantes en sus precios (¡al menos un poco!). Para ser justos, debemos tener en cuenta que en una inversión más volátil cabe la posibilidad de que se produzca un movimiento brusco a la baja justo cuando quieras vender porque necesites el dinero. En ese caso, perderías, pero no tendría nada que ver con las oportunidades intrínsecas de esa inversión concreta a largo plazo. Sin embargo, lo que hay que tener en cuenta en el gráfico de anterior sobre la volatilidad es que casi no hay diferencias sustanciales entre los bonos de largo plazo y las acciones, aunque ya hemos visto que las acciones ofrecen una recompensa exponencialmente mayor.

Existen, ciertamente, algunos tipos de acciones con mayores riesgos,

como las empresas que están pasando por una mala racha o estafas en las que se puede perder el dinero sin esperanza de recuperarlo. Pero en la mayoría de los casos, en la mayoría de las inversiones razonables, podríamos decir que la noción de riesgo es más bien una noción de volatilidad. Es decir, el valor de la inversión fluctuará, lo cual es un hecho, pero resulta difícil esperar que una inversión sin fluctuaciones genere un rendimiento similar al de una que fluctúa. En teoría, si el “riesgo” es en realidad un concepto relacionado con la *volatilidad*, el mayor rendimiento que se obtiene por invertir en algo con mayor fluctuación es una especie de *pago para compensar el riesgo que asumes de que el valor de tu capital pueda moverse de arriba a abajo*.

La rentabilidad que obtienes es un “extra” por aceptar el “principio de fluctuación”, y por aceptar el hecho de que podrías necesitar el dinero en un momento concreto de fluctuaciones a la baja.

En una inversión real (al contrario de lo que ocurre con la especulación), tu proceso analítico reduce las posibilidades de pérdida permanente de todo o parte de tu dinero. En otras palabras, independientemente de que inviertas en una cartera de “acciones de crecimiento” o en “fondos indexados”, si eliges inversiones “reales” con “calidad de inversión” (según lo determinan las agencias de calificación crediticia como Standard and Poor's, por ejemplo), el riesgo no debería entenderse como la pérdida indefinida de tu dinero.

El riesgo debe verse como la frecuencia y la profundidad de las fluctuaciones del valor de tu cartera de inversión, sumado a la duda de si te rentará lo suficiente para aceptar esa volatilidad, en comparación al resto de opciones del mercado. Y, muy importante, ¿hay calidad en la cartera de inversión? ¿Cómo afecta a las fluctuaciones en su valor? ¿Cómo tolera el inversor la volatilidad?

La ecuación riesgo/confianza

Obviamente, una inversión acertada tendrá una *cantidad moderada* de fluctuaciones en relación con el rendimiento esperado: no va a estar dando saltos *todo el tiempo*. Pero lo más importante es que la mejor inversión a largo plazo será aquella en la que confíes fervientemente que volverá a recuperarse después de bajar, que tienes el convencimiento de que se revalorizará con el tiempo. De lo contrario, sentirás la tentación de vender a

la baja por miedo, y los resultados de tu inversión se resentirán. De hecho, la mejor inversión a largo plazo es la que resulta más fácil (desde un punto de vista psicológico) de comprar en una tendencia bajista. En otras palabras, una prueba de lo buena que es una inversión, en cuanto a la facilidad para mantenerla, es considerar lo atractivo que ha resultado comprar cuando su valor de mercado ha ido disminuyendo.

Cuando afrontamos esa prueba y la superamos, sabemos que estamos hablando de una inversión real, en lugar de dejarnos llevar según sople el viento. Cuando conoces lo suficiente tu inversión y superamos ese miedo natural a que su valor siga decreciendo indefinidamente, ya no serás un peón de la gran industria dedicada a la venta de inversiones, sino más bien un inversor real.

Con esto no quiero decir que las buenas inversiones deban bajar para que sean interesantes, en absoluto. Muchas de las mejores acciones no acaban experimentando jamás una bajada significativa. Esto, como dicen los expertos en televisión, no es más que una prueba. Si te sientes tan inseguro respecto a una inversión que te verías tentado a vender con una caída del 10% o del 20%, deberías considerar cambiar de actitud, buscar otro tipo de inversión más entendible para ti o incluso ambas cosas (¡para eso tienes este libro!).

Los bancos en los 90: un caso de estudio

Recuerdo bien la polémica con los bancos en 1990. Todo, en resumen, era culpa de los bancos. Los tipos de interés subían. Los préstamos inmobiliarios entraban en mora en todo el país tan rápido como los abogados podían tramitar el papeleo. Los bancos expropiaban propiedades por la mitad del valor del préstamo, o menos. Los fondos atraían a los antiguos depositarios de los bancos, ofreciéndoles tipos de interés más altos, sin penalizaciones por retirada anticipada y cuentas corrientes gratuitas. El Congreso amenazaba con derribar las barreras entre los bancos y las agencias de valores, permitiendo a ambos realizar funciones bancarias corrientes y vender acciones, y todo el mundo sabía que las agencias de valores se acabarían comiendo a los bancos. Cuanto más bajaban las acciones de los bancos, más se percibían como terribles inversiones. Cuanto más caían, más insinuaban los analistas de Wall

Street que se avecinaban quiebras y demás desastres. Los analistas redujeron sus previsiones de “mantener” a “mantenerse neutral” y finalmente a “vender” con cada nuevo descenso de las acciones. Los bancos estaban definitivamente acabados como inversión... ¡para siempre!

Como el sector financiero solo encontraba razones por las que los bancos no “remontarían” como en el pasado, los inversores los rehuyeron incluso al alcanzar precios absurdamente bajos. Y los bancos cayeron bruscamente, todos ellos, y no solo los que estaban en peor situación. Nadie consideró que los bancos son la columna vertebral de la economía, que el gobierno había tomado en el pasado, y tomaría siempre, medidas extraordinarias para preservar la viabilidad del sistema bancario y que nuestra economía en general es inconcebible sin los bancos como conducto financiero. Tampoco se reconoció a los directivos de los bancos ninguna capacidad para superar sus dificultades, a pesar de haberlas superado muchas veces en el pasado.

Figura 1-4



Como la confianza de los inversores sobre el futuro a largo plazo de los bancos se vio influenciada por la negatividad, lo único que querían era vender y trasladarse a alguna orilla más segura. En otras palabras, los inversores sucumbieron a la tentación de vender y buscar una situación en la que pudieran prever una subida de valor. Fueron incapaces de esperar una subida de los bancos cuando caían como moscas.

Sin embargo, a día de hoy sabemos que, desde ese declive, los bancos se han mostrado como una de las *mejores* inversiones del mercado de acciones, *año tras año*. Esa minoría de inversores con cabezas frías que fueron capaces de entrever la recuperación a largo plazo salieron muy beneficiados por no dejarse amedrentar por la situación, ya que cualquier industria o empresa puede atravesar épocas difíciles, y probablemente lo harán, tarde o temprano. Sin embargo, desde la crisis bancaria, muchos bancos se han triplicado y cuadruplicado, mientras pagaban un dividendo considerable y creciente.

A medida que los precios de las acciones bajan, los motivos de dicha tendencia bajista parecen evidentes para todos. La mayoría solo percibe lo que parece obvio, el momento presente, y se aferra con fuerza. Sin embargo, lo que la gente olvidó fueron las muchas razones por las que los bancos podrían volver a subir. Es como ese momento en el que te enfadas mucho con alguien a quien quieras. En el calor del momento, parece que olvidamos todo lo bueno.

Fácil de mantener, fácil de comprar en las bajadas

Si no cuentas con que una inversión vaya a subir después de bajar, los tiempos difíciles te llevarán a vender. Cualquier inversión que suponga una amenaza para tu confianza a largo plazo, que pueda llevarte a vender en el momento más bajo, en lugar de a comprar, no es la inversión correcta a largo plazo. La inversión correcta a largo plazo será, irónicamente, más atractiva para ti a medida que vaya bajando. La oportunidad de aumentar tu inversión se vuelve tan atractiva como las ganancias reales que buscas. Desde un punto de vista psicológico, esa será siempre la mejor estrategia de inversión, porque *quien se mantenga firme tiene muchos más números de prosperar que quién actúe en base a sus miedos*. Dicho de otro modo, una buena inversión es

aquella en la que las pérdidas sobre el papel son tolerables.

Por lo tanto, la mejor inversión a largo plazo es aquella que es fácil de mantener y de comprar en momentos de declive. Para ello debe, sin lugar a dudas, inspirar gran confianza al propietario o al comprador. La alta confianza debe provenir de razonamientos ajenos a la mera fe o el encaprichamiento, o no sobrevivirá ni siquiera a la más leve de las dificultades. La mejor inversión a largo plazo dispone de un “algo” que asegura tu confianza futura, pese a que las circunstancias actuales hayan podido asustar a otros inversores.

Pero, ¿cómo descubrimos esas inversiones? Sería muy vago afirmar que la recompensa mejora en función de la cantidad de volatilidad a sufrir. Tenemos que saber cuánto beneficio esperado es necesario para una inversión adecuada a largo plazo, cuánta fluctuación hay que tolerar, y cómo se obtiene la mayor rentabilidad. Pero no debemos apuntar a lograr más de lo que la inversión puede generar, y desde luego tampoco intentar alcanzar mejores números que los que la historia nos ha mostrado con anterioridad. Los objetivos reales son alcanzables. Las fantasías, no.

A largo plazo, los inversores conservadores y cautelosos son los que siguen en pie cuando se asienta el polvo. A veces, cuando una empresa de tecnología se duplica o triplica de la noche a la mañana, puede parecer que hay que ser un jugador agresivo, pero estas novedades son muy escasas. La mayoría de las veces, la especulación acabará con tu capital. Los inversores deben estar dispuestos a dar “*pequeños pasos*”, a buscar ganancias que se correspondan con un perfil de riesgo moderado. Solo un perfil de riesgo moderado permitirá a los inversores mantener la cabeza fría y la visión de futuro para alcanzar el nivel de confianza que el *sentido común* puede aportar. Riesgo insuficiente o en exceso, y el cerebro deja de funcionar.

En resumen

1. El primer paso para invertir es entender el entorno, y esto incluye comprender el efecto de la inflación.
2. En cualquier periodo prolongado, los precios suben y el valor del dólar disminuye. La factura de la inflación no te llega por correo.
3. Las inversiones “seguras”, como las letras, los bonos, los depósitos y

los fondos del mercado monetario, son malas inversiones porque aportan menos de lo que resta la inflación.

4. La historia ha demostrado que las acciones son la inversión adecuada para un entorno inflacionario, ya que una inversión en una empresa es una inversión en algo que crece.

5. El “precio” a pagar por una inversión con éxito en nuestra sociedad es que fluctuará; tenemos que aprender a tolerar las fluctuaciones. Las buenas inversiones, a diferencia de las letras del Tesoro y los depósitos “sin riesgo”, tienden a fluctuar, como señaló Bernard Baruch.

6. El verdadero inversor a largo plazo acepta estas fluctuaciones y decide hasta qué punto es emocionalmente aceptable.

7. Los inversores conservadores buscarán acciones con un nivel aceptable de fluctuación, y que sean fáciles de mantener o de comprar durante los períodos bajistas.

8. Tu relación emocional (o mejor aún, tu falta de relación emocional) con tu inversión marcará la diferencia entre las buenas y las malas decisiones.

2.

LA OCTAVA MARAVILLA. UNA PRIMERA MIRADA AL INTERÉS COMPUESTO

A riesgo de resultar aburrido, voy a volver a repetirme: adoptar **la mejor de todas las estrategias de inversión** no consiste en “jugar con el mercado”, sino en ser un verdadero socio de tus empresas, y de lograr una especie de máquina que trabaje para ti. Se trata de beneficiarse del impacto del tiempo y del progreso, la increíble conversión de múltiples y modestas ganancias en enormes cantidades, que es, en definitiva, la esencia de la capitalización.

Los beneficios son como los ladrillos: se colocan lenta y cuidadosamente unos encima de otros. Poco a poco (y no a la ligera) se va construyendo un edificio. Una vez que se logra una estructura sólida, el edificio perdura durante generaciones, se puede amueblar con valiosas antigüedades y arte, añadir habitaciones o cambiar los tabiques para hacer una nueva planta. Muchos son incapaces de esperar. Prefieren montar una casa prefabricada de madera en un fin de semana. Pero claro, con un fuerte vendaval puedes quedarte con una pila de escombros.

Sin embargo, los ladrillos de este edificio no son como los ladrillos que conoces. Estos tienen la capacidad de crecer y de generar otros nuevos, como un ser vivo. Y los ladrillos que generan pueden crecer también. Es como la fecundidad, el desarrollo, la multiplicación... es como el proceso universal de división y proliferación celular que está en última instancia detrás de la creación misma de nuestros cuerpos.

La capitalización compuesta es dinero que genera dinero, sumado al que ya ha generado anteriormente. Y cada vez que ocurre, aumenta su capacidad de hacer aún más dinero que antes. Se trata de un *círculo virtuoso* del que queremos aprovecharnos.

Rentabilidad simple vs compuesta

Supongamos que tienes 1.000 dólares y que puedes conseguir una rentabilidad del 10% anual mediante una inversión.

La rentabilidad **simple** durante diez años sería de 1.000 dólares. Recibirías 100 dólares al año (el 10% de 1.000 dólares) durante diez años, para llegar a un total de 1.000 dólares. Si un inversor paga 1.000 dólares para comprar un bono a diez años, por ejemplo, y recibe 100 dólares de intereses cada año (que gastaría), es decir, ha recibido un interés simple del 10% anual durante diez años. Al final, el inversor dispone de los 1.000 dólares originales (devueltos al vencimiento del bono) y ahora le toca buscar una nueva inversión que, con suerte, también pague un interés del 10%.

La rentabilidad **compuesta** funciona de forma diferente. Aquí suponemos que el dinero ganado por la inversión se **reinvierte** en dicha inversión, en lugar de gastarse. En este caso, después del primer año el inversor tendría los 1.000 dólares, más 100 dólares adicionales (las ganancias) generando beneficios.

Supongamos que los beneficios pueden reinvertirse al mismo precio. A lo largo de diez años, el rendimiento compuesto sería el de la tabla 2-1.

Dado que el inversor partía con 1.000 dólares, la ganancia total durante diez años fue de 1.594 dólares, frente a los 1.000 de la rentabilidad simple. En otras palabras, la rentabilidad reinvertida, o compuesta, fue un 59% mayor.

Además, como hemos visto que en el ejemplo de rentabilidad simple las ganancias reales fueron de 1.000 dólares, podemos verlo como que los beneficios generaron un 59%. A esto nos referimos al decir que el dinero genera dinero, y que el dinero que fabrica, produce dinero por sí mismo. Si consideramos que nuestro capital “trabaja” para nosotros, entenderemos que en cierta manera, los hijos de nuestro capital también trabajarán para nosotros (y los hijos de los hijos, y sus hijos después), solo que en términos de finanzas personales no hay leyes de protección infantil. Puedes tener esos pequeñuelos trabajando las 24 horas del día, y es más, deberías hacerlo.

Tabla 2-1

Final del año	Total reinvertido	Total simple
1	1.100	1.100
2	1.210 (1.100+10% de 1.100)	1.200
3	1.031 (1.210+10% de 1.210)	1.300
4	1.464	1.400
5	1.611	1.500
6	1.772	1.600
7	1.949	1.700
8	2.144	1.800
9	2.358	1.900
10	2.594	2.000

En la tabla 2-2 podemos observar lo que ocurre cuando la siguiente generación entra en acción. Después del veinteavo año, un beneficio anual del 10% se traduce en 5.727 dólares de beneficio (recuerda que empezamos con 1.000 dólares).

¿Y qué ocurre con el inversor de rentabilidad “simple”? Gana otros 100 dólares al año, o 1.000 dólares durante los segundos diez años, o un total de 2.000 dólares durante los veinte años completos. Los beneficios reales atribuibles a la capitalización (recordemos que en ambos enfoques se utilizó una inversión con un rendimiento del 10% anual) fueron casi tres veces más en el caso de la reinversión (y en el siguiente año habrían sido más de tres veces superiores). Ten en cuenta que si la inflación es del 5% durante este periodo, los 3.000 dólares del inversor “simple” habrían experimentado una erosión equivalente al poder adquisitivo, ya que solo podrían comprar lo que los 1.000 dólares iniciales podían permitirle.

Tabla 2-2

Año	Total reinvertido	Total simple
11	2.853	2.100
12	3.138	2.200
13	3.452	2.300
14	3.797	2.400
15	4.177	2.500
16	4.595	2.600
17	5.054	2.700

18	5.560	2.800
19	6.116	2.900
20	6.727	3.000
Beneficio	5.727	2.000
Beneficio debido a la capitalización	3.727	

La magia del interés compuesto

Pero los ejemplos anteriores no son de gran utilidad ya que cubren un periodo de tiempo relativamente corto. Esto es lo que encontrarás sobre el tema en *The Fundamentals of Corporate Science*, el libro de texto esencial para el programa que lleva a la designación de Chartered Financial Analyst, una acreditación algo más prestigiosa que un MBA en el mundo financiero actual:

El efecto de la capitalización no es muy significativo en periodos cortos de tiempo, pero a medida que pasan los años su impacto es contundente. Por poner un caso extremo, supongamos que uno de sus frugales antepasados hubiera invertido 5 dólares para usted a [solo] un 6% de interés hace 200 años. ¿Cuánto tendría hoy? El valor de la inversión es de un sustancial $(1,06)^{200} = 115.125,91$, por lo que hoy tendría 5 dólares $\times 115.125,91 = 575.629,53$ dólares. Obsérvese que el interés simple es de sólo 5 dólares $\times 0,06 = 0,30$ dólares al año. Al cabo de 200 años, esto equivale a 60 dólares. El resto proviene de la reinversión. Esta es la magia del interés compuesto.

Un inversor avisado puede que esté pensando “pero necesito los ingresos para vivir, no puedo simplemente reinvertir mis beneficios año tras año”.

No hay problema. Obviamente, tu rendimiento a largo plazo será más bajo, pero tú diriges tu vida y no hay nada que pueda cambiar eso. Sin embargo, lo interesante de esta **estrategia de inversión** es que puedes seguir aprovechando el poder de la capitalización, incluso si necesitas consumir tus ingresos, ya que las propias acciones se benefician de los procesos de capitalización en el mundo real, y tu capital puede aumentar incluso si no puedes cosechar todo lo que la reinversión puede aportar.

Además, el potencial de la capitalización compuesta se puede percibir

tanto de cara a los *ingresos* como en su efecto sobre el capital. Tus ingresos pueden aumentar enormemente a través de la capitalización, incluso si necesitas gastarlos, siempre que estén en el tipo correcto de acciones. Como verás en unos minutos, el tipo correcto de acciones puede producir los beneficios que vimos en las tablas anteriores. De hecho, incluso si solo te preocuparan los ingresos, podrías comprobar que tu capital crece casi inadvertidamente, simplemente centrándote en las inversiones que ofrecen ingresos compuestos, ingresos que se multiplican.

Todo lo que necesitas es tiempo. Los efectos de la capitalización compuesta aumentan notablemente con el paso de los años. Obsérvese que, en nuestro sencillo ejemplo, al final de esos diez años las ganancias compuestas eran de 1.594 dólares frente a las del rendimiento simple de 1.000 dólares, lo que supone una ventaja relativa del 59%. Pero transcurridos veinte años, esta ventaja aumentó hasta el 372% (6.727 es 572% de 1.000, mientras que 3.000 dólares, el total del capital original más el interés simple, es el 200% de 1.000). La diferencia se amplía con el tiempo, y sigue aumentando mientras se mantenga el sistema de capitalización compuesta. El motivo es sencillo: cada año tus ganancias se suman al capital generado en los años anteriores, no solo al de partida. Cuando tu capital se ha multiplicado por diez, por ejemplo, solo hace falta una rentabilidad del 1% para generar la misma cantidad de beneficios (en dólares) que habría requerido una rentabilidad del 10% sobre tu capital original.

La capitalización compuesta es uno de los mejores procesos del mundo, y se ofrece gratuitamente a todos el que quiera formar parte de él. Por desgracia, pocos lo hacen. A medida que se acumula el capital, es inevitable que alguien decida darle uso, o que un astuto heredero consiga hacerse con el dinero. De hecho, he aquí otro ejemplo intrigante pero aritméticamente inatacable de *The Fundamentals of Corporate Science*:

En 1626, Peter Minuit compró Manhattan por unos 24 dólares en baratijas de oro a los nativos americanos que vivían allí. Puede parecer barato, pero los indios podrían haberse llevado la mejor parte del trato. Para entender por qué, supongamos que los indios hubieran vendido los bienes y hubieran invertido los 24 dólares al 10%. ¿Cuánto valdría hoy, 365 años después?

El valor futuro es... aproximadamente 31,2 cuatrillones de dólares. Ya

ves, 31,2 cuatrillones de dólares es mucho dinero. Si lo tuvieras, podrías comprar todos los Estados Unidos. Todo. En efectivo. Con dinero de sobra te daría para comprar Canadá, México y el resto del mundo.

Este ejemplo es algo exagerado. En 1626 no habría sido fácil encontrar una inversión que pagara un 10% cada año, sin falta, durante los siguientes 365 años.

Ha que tener en cuenta que también sería muy difícil evitar echar mano de vez en cuando al dinero para lucir un nuevo Jaguar.

La capitalización compuesta ha llegado a convertir a hombres corrientes en poetas. El barón Rothschild dijo: “No sé cuáles son las siete maravillas del mundo, pero conozco la octava, el interés compuesto”. Albert Einstein encontró en el interés compuesto el mismo tipo de energía universal que había buscado en la teoría de la relatividad, y lo llamó “el mayor descubrimiento matemático de todos los tiempos”. Y como dijo el famoso Benjamín Franklin en su *Poor Richard*: “Nunca vi un árbol sacudido que prosperara tan bien como los asentados”.

Equilibrando el interés compuesto y la volatilidad

No todas las inversiones basadas en rentabilidades compuestas son iguales, aunque las distinciones resulten difíciles de determinar. Si solo de la capitalización compuesta se tratara, podríamos determinar qué acciones tienen la mayor rentabilidad final, afirmar que el futuro será como lo fue el pasado y limitarnos a invertir en esos ganadores del ayer. Lamentablemente, el mundo no es así de sencillo.

Conviene comentar que los resultados a largo plazo de las acciones o los fondos de los que oyés hablar son rentabilidades medias anualizadas compuestas. ¿Qué significa esto?

Obviamente, no existe ninguna inversión que fluctúe y que tenga la misma rentabilidad cada año durante un periodo de largo plazo, aunque escuches que tal fondo obtuvo una rentabilidad del 15,6% en los últimos cinco años, o que un índice dio un 12% en los últimos diez. La rentabilidad tampoco es la media de las rentabilidades simples de un periodo. Es la rentabilidad total acumulada (el crecimiento de un dólar, en otras palabras)

para el período, dividido por un factor que te indica cuál habría sido la rentabilidad anual de haberse mantenido la inversión cada año, para alcanzar la rentabilidad acumulada final.

En otras palabras, si una inversión ha generado un 200% en veinte años, la rentabilidad media anual compuesta (también llamada rentabilidad ponderada en el tiempo) no es simplemente el 200% dividido por 20. Hay una fórmula que nos indica cuál tendría que ser la rentabilidad media durante los veinte años para llegar al 200% como rentabilidad total y final. En este caso, la ganancia media anual compuesta necesaria era solo del 5,65% (la fórmula, que no es necesario conocer, es la siguiente: $PV=FV/(1+r)^n$ donde PV es igual al valor presente, FV es igual al valor futuro, r es igual al tipo de interés por período compuesto en decimales y n es igual al número total de períodos).

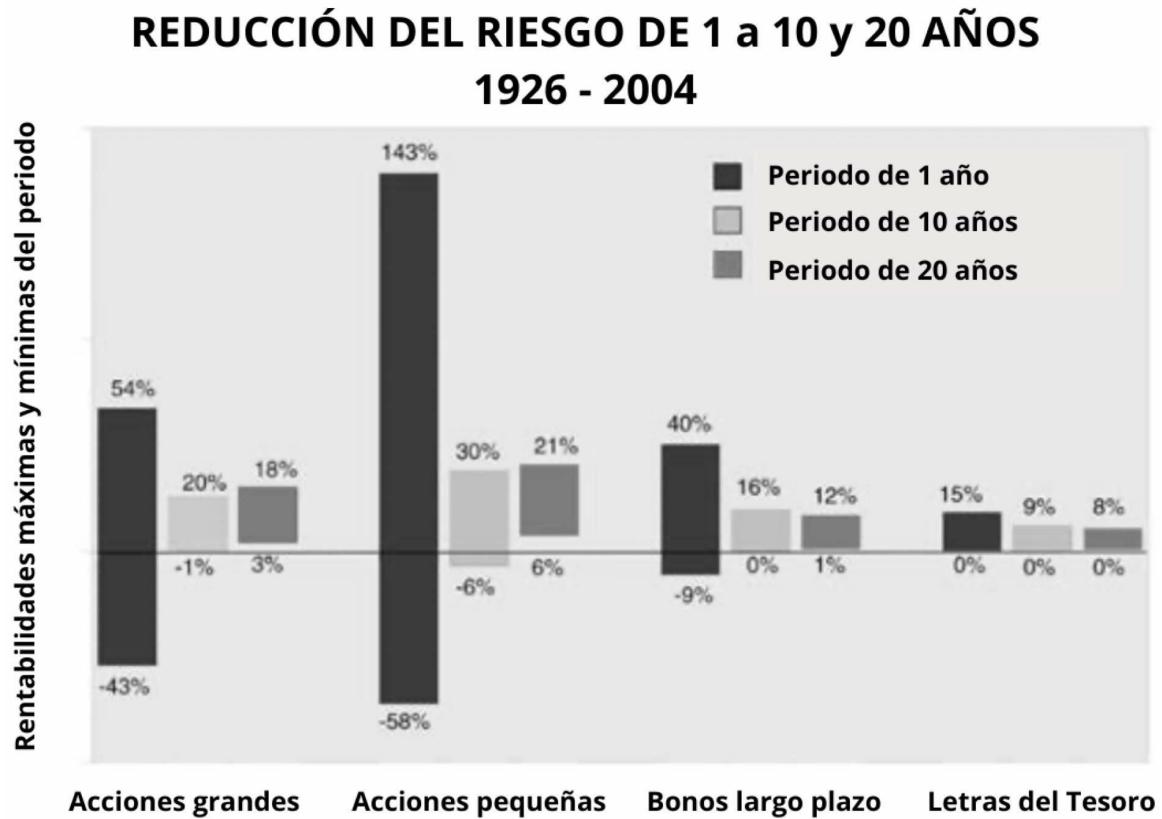
Para poder comparar dos inversiones diferentes, es necesario conocer la volatilidad de cada una. Queremos saber qué rendimiento compuesto puede esperarse por unidad de riesgo, por unidad de fluctuación. Esto se suele medir con lo que se llama desviación estándar. La desviación estándar es básicamente un número que nos indica si la inversión es más o menos fluctuante, en relación a la rentabilidad acumulada final. Si la inversión A rinde un 200% y tiene una desviación estándar de 9, será más atractiva que la inversión B si rinde un 200% pero tiene una desviación estándar de 15. Ambas ofrecen el mismo resultado, pero la inversión A lo hace con un recorrido mucho más “suave”, con menos fluctuaciones (véase la Figura 2-1), que además se reduce con el tiempo (véase la Figura 2-2).

El juego (para todos los inversores, salvo los más codiciosos), es bien sencillo: encontrar la mejor rentabilidad con la menor desviación estándar. Encontrar la mejor rentabilidad anual media ajustada al riesgo. A menudo, pero no siempre, hay que aceptar una menor rentabilidad a cambio de una menor volatilidad. Y esto es lo que hace tan fascinante la búsqueda de **La Mejor Inversión**. ¿Dónde podemos encontrar un equilibrio entre una alta rentabilidad media anual compuesta y una baja volatilidad media anual? Paciencia, lo descubriremos en las siguientes páginas.

Figura 2-1. Source: Frank K. Reilly. Investment Analysis and Portfolio Management. 4th edition.



Figura 2-2



Tiempo, paciencia y el tipo de acción adecuada

En mi opinión, no basta con intentar sacar beneficios y esperar a acumular lo suficiente como para batir a la inflación. De esa forma estás yendo a la ofensiva total. Lo que se requiere es un proceso de inversión integral que aproveche el poder de la capitalización compuesta de forma positiva, que esté impregnado de ella, que utilice el principio de la capitalización para crear valor de forma multidimensional. Un proceso que utilice la capitalización de forma intrínseca, y no solo a posteriori después de calcular el rendimiento.

Esto es lo que marca la diferencia en las acciones de la estrategia expuesta en este libro. En lugar de “jugar con el mercado” para obtener una rentabilidad, hacemos uso de la “composición interna” que opera dentro de un grupo específico de valores para crear una cartera de inversión que tenga una rentabilidad real, racional y proyectada. Una rentabilidad inevitable, podría decirse, a pesar de las incertidumbres y los altibajos igualmente inevitables del entorno en el que habita el mercado de acciones.

El tiempo es un elemento crucial. Todo inversor de éxito llegará tarde o temprano a comprender la eterna realidad de que, en este sector, “el tiempo es tu aliado”. En cierto modo, cuando entiendes el impacto del tiempo en la capitalización compuesta, comprendes que la inversión exitosa es una cuestión de disciplina, una especie de camino espiritual (irónicamente) que te enseña a tener paciencia.

Recordemos la tabla del principio de este capítulo. En los primeros años, no hay una gran diferencia entre los rendimientos simples y los rendimientos compuestos. Existe, pero no parece tener gran impacto. Incluso al quinto año, los rendimientos compuestos muestran solo unos 100\$ más respecto a los simples. Ciertamente es un 10% más que los rendimientos simples, pero no parece que merezca la pena proclamar la “octava maravilla del mundo”. Las cosas no se ponen serias hasta que no pasa el tiempo y se acumulan las ganancias de las rentabilidades anteriores. Es ahí cuando comienza a ser exponencial, al igual que la inflación. Es un proceso silencioso, y necesita

tiempo para incubarse.

Más adelante hablaremos del tiempo. Por ahora, recuerda: el tiempo es tu aliado en las oportunidades de inversión adecuadas. El corolario es obvio: hay que darle tiempo a una estrategia de capitalización compuesta para que haga su trabajo. Si queremos extraer una única lección, es ésta: el primer requisito para el éxito en finanzas es la paciencia. Si crees que no cuentas con ella, debes buscar los medios para desarrollarla. Busca en tu corazón y averigua el porqué de tanta prisa. Intenta volver a conectar con esa parte paciente que debería haber en ti, porque todos y cada uno de nosotros la tenemos.

Piensa en cualquier cosa que hayas hecho durante un largo periodo de tiempo, ya sea una habilidad, una relación o una afición, o incluso simplemente vivir. Probablemente, después de pasado un tiempo, eres mucho mejor en ello y sabes mucho más que cuando empezaste. Ese es el efecto de la capitalización. Es el rendimiento acumulado. No es muy diferente en finanzas. La verdadera diferencia es que debes aprender a ser pasivo. Al fin y al cabo, es la definición de un inversor: un copropietario pasivo de un negocio, un accionista. *El truco es sencillo: encontrar una empresa con un crecimiento fiable que comparta ese crecimiento con sus propietarios, ser paciente y ver cómo crece.* Un crecimiento rápido no es el objetivo, porque no es fiable y no merece tu paciencia. El crecimiento *fiable*, por modesto que sea, es lo que finalmente te recompensará. A largo plazo, la empresa en la que has invertido experimentará un crecimiento compuesto propio, y tú formarás parte de él.

En resumen

1. No se trata de jugar con el mercado, sino de convertirse en el socio verdadero de una empresa.
2. La capitalización compuesta es como una construcción hecha con ladrillos que a su vez generan más ladrillos.
3. Un rendimiento anual del 10% puede producir beneficios del 600% en veinte años.
4. Tiempo es todo lo que necesitas. Tiempo y una inversión sensata que aproveche al máximo la capitalización.

3.

LA MEJOR INVERSIÓN. CREA TU PROPIA MÁQUINA DE COMPOSER

Nos orientaremos hacia un objetivo principal: ser inversores auténticos, dejar de “jugar con el mercado” y de intentar adivinar qué clase de activo o estilo de acciones sobresaldrá en el próximo ciclo, tomar decisiones que no tengas que deshacer en unos meses y obtener beneficios de tus inversiones sin sufrir una ansiedad constante.

Y hay maneras de conseguirlo. Mi experiencia en el sector, la experiencia de muchos grandes inversores y las conclusiones de prácticamente todos los informes académicos confirman que es así. La clave está en armar *tu propia máquina de capitalización compuesta*. La construyes mediante buenas “piezas” que se encuentren en perfecto estado, la mantienes con algún cambio ocasional de lubricante y aceite, y la dejas en paz: dejas que la máquina haga su trabajo.

Componentes de la máquina

En los capítulos precedentes, hemos examinado la mayoría de las “partes” de esta máquina:

En primer lugar, examinamos la situación personal y emocional del inversor, el “operador” de cualquier sistema o estrategia. El mundo de las inversiones es dinámico y a menudo imprevisible, lo que suscita reacciones emocionales ante los acontecimientos, aunque se puedan percibir como racionales y lógicas. No nos enfrentamos únicamente al estruendo del cambio y a la cacofonía de tantos expertos que pretenden despojarnos de nuestro dinero o reforzar sus propios egos. Nos enfrentamos a nosotros mismos, con todas nuestras debilidades, inseguridades, flaquezas e ingenuidades. Cualquier estrategia (o “máquina”) debe incluir en su diseño un

reconocimiento de lo humano, y tratar de excluir de algún modo ese yo.

En segundo lugar, consideramos que, en el entorno económico a largo plazo al que se enfrentan los inversores, el crecimiento tanto del capital como de ingresos es esencial. La renta fija no es una pieza adecuada para esta máquina, ya que no proporciona una rentabilidad suficientemente como para superar a la inflación, además de no proporcionar una sólida rentabilidad real adicional que justifique el riesgo y la volatilidad inherente.

En tercer lugar, la máquina debe centrarse en el concepto de la capitalización compuesta. Esto significa que los ingresos se reinvierten siempre que sea posible (como veremos, se puede disponer de una máquina de capitalización y retirar ingresos, solo que no será tan eficaz como una que reinvierte), y también implica que las herramientas más poderosas de un inversor son el tiempo y la paciencia. Necesitamos una visión amplia y panorámica: la obsesión por el rendimiento mensual o trimestral atascará los engranajes.

En cuarto lugar, la máquina de capitalización compuesta debe servirse de las opciones de inversión que muestren el mayor beneficio por riesgo asumido. Los resultados observados históricamente, combinados con el razonamiento, nos muestran el camino hacia las elecciones adecuadas para diseñar nuestra máquina. Estos valores también deben ser fáciles de mantener, ya que sabemos que el mayor reto para los inversores es alejarse de las malas decisiones derivadas de la ansiedad provocada por los altibajos en los precios.

La clave del crecimiento de los dividendos

Pero hay una particularidad de las acciones de la que aún no hemos hablado, y es la clave en la estrategia de *La Mejor Inversión*. Con un instante de reflexión verás que se trata de una poderosa verdad, y sin embargo, son muy pocos los que la tienen en cuenta. Si no fuera así, si se usara de forma generalizada, tendríamos una generación de felices inversores silbando por el camino a su jubilación. Pero no es el caso. Lo que encontramos son inversores que padecen de los nervios, revisando el precio del Dow Jones a diario y escudriñando la lista de activos en busca de alguna pista sobre el

futuro, suscribiéndose a boletines de noticias llenos de estratagemas e investigaciones deficientes, y pendientes de cada palabra de algún locutor engreído en su canal informativo de referencia.

Esta clave secreta es, simplemente, **el crecimiento de los dividendos**.

Como sabemos, las empresas pagan dividendos por sus beneficios. Cada trimestre, la empresa retribuye a los accionistas, repartiendo una pequeña fracción de los beneficios, y a muchos inversores les fascinan estos pagos. Sin embargo, algo que suele pasar desapercibido es que un número significativo de empresas *aumenta su dividendo cada año* (o casi cada año). Para la mayoría, esto es una simple y agradable anécdota, pero como la mayoría no dispone de visión a largo plazo, subestima la importancia de este factor. Es, de hecho, la energía que hará funcionar tu máquina de capitalización compuesta. Es la gasolina para su motor. El crecimiento de los dividendos es la pieza fundamental del puzzle para crear una cartera exitosa a largo plazo.

Presta atención. La idea es bien sencilla, pero clave. El motivo es que el crecimiento de los dividendos *impulsa el principio de capitalización de las acciones* de forma segura e inevitable. Es una fuerza que implica necesariamente mayores rendimientos independientemente del resto de factores que afectan al mercado de valores.

Supongamos que tienes dos bonos con la misma calificación crediticia y el mismo plazo de vencimiento. El bono A te paga 100 dólares al año y el bono B te paga 200 dólares al año. ¿Qué bono tendrá un precio más alto? Por supuesto, el bono B se venderá por el doble de precio que el bono A, y ambos ofrecen el mismo porcentaje de beneficio. La idea importante aquí es que *un activo que genera ingresos se valora en función de la cantidad de ingresos que produce*. Y si produce más ingresos, vale más. Lo mismo ocurriría, por ejemplo, con un edificio de apartamentos: cuantos más ingresos produzca, mayor será su valor de mercado. O una ferretería: de nuevo, cuantos más ingresos, más podría sacar el propietario por la tienda si la pusiera en venta.

¿Qué hace que los ingresos provenientes de un dividendo creciente sean tan atractivos en una inversión? Pues que no solo se reciben mayores ingresos a medida que pasan los años, sino que también se obtiene un precio al alza de las acciones, **porque el instrumento que produce los ingresos (las**

acciones) vale más a medida que aumentan los ingresos que produce. En efecto, cuando inviertes en acciones de alto rendimiento que tienen dividendos crecientes, obtienes una “doble ventaja”: los ingresos que crecen alcanzando y superando la inflación, y el efecto de ese crecimiento en el precio de las acciones.

Este último párrafo incluye una frase en negrita para enfatizar. Si pudiera hacer que las palabras saltaran de la página y te tiraran de las orejas o te pellizcaran la mejilla, lo haría. Pero solo dispongo de palabras, así que lo menos que puedo hacer es sugerirte que vuelvas a leer este último párrafo, y trates de memorizarlo muy pero que muy bien. Es más, lo voy a repetir para que no se olvide: **si obtienes ingresos crecientes, estos hacen que las acciones que producen dichos ingresos sean cada vez más valiosas.**

Los dividendos no mienten

Los dividendos y su crecimiento son la señal tangible de que una empresa dispone de los medios para pagarte ese ingreso en efectivo y de que estás experimentando un crecimiento de rendimiento real, como demuestra el aumento de las retribuciones.

Hay que tener en cuenta que no se trata de un truco financiero o de un esquema *ponzi* gestionado por empresas sin escrúpulos que buscan disparar el precio de sus acciones. Al contrario, el aumento de los dividendos nos sitúa directamente como “propietarios” de una empresa, como verdaderos inversores que entienden que un rendimiento satisfactorio y razonable en finanzas no es un regalo del mercado, o de la suerte, o la consecuencia de hacer caso a algún experto, sino que es el resultado lógico e inevitable de invertir en una empresa que lo está haciendo lo suficientemente bien en el mundo real como para pagar dividendos y aumentarlos de forma regular.

Los dividendos se pagan en base a los beneficios. Cuando una empresa ha alcanzado un cierto nivel de madurez y estabilidad, comienza a pagar dividendos, de forma parecida a como una persona comienza a ahorrar una vez que su nivel de ingresos satisface sus necesidades básicas.

No obstante, muchas empresas conciben la cuenta de resultados como una oportunidad para realizar una “contabilidad creativa”. Y es que las ventas pueden registrarse tarde o temprano. Los gastos se cancelan de inmediato o se

amortizan. Los contratos pueden registrarse como ingresos inmediatos o solo al cobrarlos. Las ventas de activos a veces se consideran ingresos ordinarios. Hay un millón de maneras para que las empresas “den una buena imagen” en el momento de publicar los beneficios, con la esperanza de sostener el precio de sus acciones. No hay que olvidar que una gran parte de la remuneración de los ejecutivos de las empresas, y a menudo la seguridad de sus propios puestos de trabajo, dependen del cumplimiento de sus objetivos de rentabilidad o del aumento del precio de las acciones, o de ambos. Así que las empresas tienen un gran incentivo para aparentar “dar lo mejor de sí mismas”.

Por ello, la política de reparto de los dividendos es una especie de test rápido para comprobar el estado de las finanzas de una empresa. Como señaló Geraldine Weiss, “los dividendos no mienten”. Para que una empresa pague un dividendo, debe tener dinero con el que hacerlo. Los beneficios no pueden responder a un hábil truco de contabilidad. Deben existir, en físico. Pese a que nosotros, como inversores pasivos, nunca podremos saber tanto como quisiéramos de las empresas en las que invertimos, sí podemos constatar que si una empresa paga un dividendo, dispone del dinero para hacerlo.

Además, una empresa que aumenta su dividendo nos *indica* clara y realmente a los inversores cómo va el negocio. Imagínate una sala de juntas y la clásica mesa de un consejo de administración repleta de empresarios veteranos, gente consciente de que existen las modas y los ciclos, y que las cosas pueden subir y bajar. Estos individuos saben a ciencia cierta lo bien o lo mal que le va a su empresa. Saben cuánto supondrá la expansión de capital, el desarrollo de la empresa o la próxima adquisición. Conocen bien el panorama financiero al completo, y saben de sobra que tener que reducir dividendos es una malísima señal para sus acciones. Es lo *último* que cualquier consejo directivo quiere hacer, por lo que *aumentar* un dividendo es prueba fehaciente de unos ingresos positivos, o al menos lo suficientes como para seguir pagando y aumentando el dividendo.

En otras palabras, la empresa puede hablar de sus beneficios con cierta “flexibilidad”, pero no puede hacerlo cuando se trata de pagar y aumentar sus dividendos. La empresa debe tener el efectivo listo para pagarte. Así de simple. Por ello, a través de los dividendos nos comunican cómo va el

negocio.

Los dividendos son tan reales como los ingresos de unos apartamentos, de una tienda de licores o de un depósito bancario. Y su crecimiento también. Ni una cosa ni la otra son pura propaganda empresarial, ni una patraña de cualquier experto televisivo o un error de juicio de una revista de finanzas.

Esto es algo muy positivo, ya que no queríamos diseñar nuestra máquina de capitalización compuesta sobre una base de quimeras y estratagemas. Queremos que nuestras piezas sean reales, funcionales, de calidad y duraderas.

De hecho, un artículo de 2004 de A. Koch y A. Sun, de la Universidad Carnegie Mellon, sugería, con la ayuda de un conjunto de interesantes estadísticas, que los inversores compraban acciones de dividendos crecientes no por lo que indicaban sobre su futuro, sino porque confirmaba lo que la directiva ya había comunicado en el pasado. En la actualidad, con directivas tan agresivas, considerar el crecimiento de los dividendos como prueba para verificar los beneficios expuestos no es algo trivial. Míralo como quieras: como indicador del futuro del negocio o como verificación de informes pasados; en cualquier caso, se trata de una información real y valiosa sobre tu inversión que no podrás conseguir de otro modo.

El incremento de los dividendos como pieza clave de la máquina

Consideremos el crecimiento de los dividendos como el motor, lo que le da fuerza a la máquina de capitalizar. Fijémonos primero en los *ingresos* de un estado de cuentas, y cómo los aumentos constantes de dividendos influyen a tu posición como inversor.

En el momento en el que escribo, la rentabilidad por dividendo del S&P 500 ronda el 1,6%, y la de una de las carteras gestionadas por mi empresa es de alrededor del 4,5% (gestionamos cuatro tipos de carteras para inversores privados e institucionales, con rendimientos diferentes). Tomemos una acción teórica (más adelante estudiaremos otras reales) de una cartera con una rentabilidad de 4,5%. A día de hoy, hay disponibles multitud de buenas empresas con rendimientos más altos, y muchas otras con rendimientos un poco más bajos, por lo que raramente consideraríamos tener una cartera con un rendimiento tan bajo como el actual S&P 500. Vamos a quedarnos con la

“media” de nuestras carteras. Además, nuestras ponderaciones muestran una previsión de crecimiento de los dividendos del 10% anual. Es una cifra mayor a la media del mercado, pero no tan alta considerando que una empresa solo requiere un aumento medio del 10% de sus beneficios al año para conseguir un incremento de dividendos del 10%, y así seguir repartiendo parte de sus beneficios.

Compramos, en este caso teórico o “promedio”, una acción (la llamaremos LM Corp.) que ofrece una rentabilidad actual por dividendo del 4,5% y una previsión de crecimiento del dividendo del 10%. En este caso, se prevé que la empresa aumente sus beneficios un 15% por año, de modo que nuestra hipótesis de crecimiento del dividendo del 10% anual parece bastante cautelosa. Para facilitar las cosas, supongamos que la acción se vende a 100 dólares y paga un dividendo de 4,50 dólares al año (un dividendo trimestral de 1,125\$).

Al cabo de un año, el dividendo aumenta un 10%, hasta los 4,95\$ (4,50\$+10% de 4,50\$ o 0,45\$ añadidos al dividendo del año anterior de 4,50\$). ¿Sube esto el precio de las acciones ya que el rendimiento es mayor? Puede que sí, puede que no. Depende hasta cierto punto de la naturaleza del mercado, de la tendencia y de los tipos de interés en el último año. De hecho, el crecimiento de los dividendos de un año no va a suponer una gran diferencia. En ese sentido, el crecimiento de los dividendos es como la inflación. Nadie le presta mucha atención hasta que se acumula a un nivel que dispara una alarma emocional en nosotros. Podríamos decir que el crecimiento de los dividendos de un solo año no suele interesar a los inversores.

En el segundo año, el dividendo vuelve a aumentar un 10%, esta vez hasta los 5,445\$ (4,95\$ del año pasado + un 10% de 4,95 dólares). ¿Ya han subido nuestras acciones? Puede que sí, puede que no. Pero una cosa es segura. Has ingresado tus dividendos y ahora estás recibiendo un 5,45% de rendimiento de tu inversión original, probablemente mejor que un certificado de depósito bancario o un fondo de inversión de reparto. Y sigue así:

Año	Cobro anual por cada 100\$
3	6,00 \$

4	6,59 \$
5	7,25 \$
6	7,98 \$
7	8,78 \$
8	9,65 \$
9	10,62 \$
10	11,67 \$

En el séptimo año (a mediados de año) comprobamos que el rendimiento de la inversión original que procedente **únicamente de los dividendos** es de casi del 9%. Muchos inversores quizá desconozcan que el rendimiento *total* a largo plazo (dividendos más aumentos del precio de las acciones) de las acciones durante la mayor parte del siglo XX ha sido de alrededor del 11% nominal, y del 12% desde la Segunda Guerra Mundial. Durante el noveno año alcanzaremos el 11% *;solo en dividendos!* Y esos ingresos no fluctúan arriba y abajo como el precio de mercado, ya que los dividendos siguen subiendo de forma regular.

Ahora intenta ver más allá. Cuanto más tiempo pase, mayor será el impacto de la capitalización compuesta. Supongamos que los dividendos siguen aumentando un 10% anual durante otros siete años. Entonces, el rendimiento (sobre tu inversión original) solo por los ingresos habrá alcanzado el 18%-20% anual. Eso es el doble de la media anual esperada de los rendimientos totales de las acciones, y continuará aumentando cada año, una y otra vez, durante un tiempo futuro indeterminado. Si crees que puedes encontrar un fondo de inversión que te ofrezca rendimientos similares durante un largo periodo (y que realmente lo cumpla), deberías verificar si tu seguro cubre la atención psiquiátrica.

El paso del tiempo está a tu favor

Hemos usado un caso hipotético, pero su principio es real como la vida misma. En nuestra empresa tenemos clientes que acuden con carteras repletas de General Electric, Exxon o Merck, adquiridas en los años cincuenta y sesenta. Y los ingresos actuales de estas posiciones son a menudo del 100% o más del coste original de la inversión. Es también frecuente que estos clientes

no quieran vender por su aversión a pagar impuestos. Pero yo les digo que no vendan por una razón diferente: ya hicieron lo correcto una vez, ¿por qué tentar al destino? Básicamente, si quieres conseguir en el futuro unos ingresos anuales que igualen tu capital invertido, todo lo que necesitas es comprar las acciones adecuadas y mantenerlas. Los dividendos compuestos harán el resto. ¿Tienes prisa? Podemos intentar acelerar un poco el proceso comprando acciones cuidadosamente seleccionadas para intervenir activamente en la maquinaria de la capitalización. En cualquier caso, tienes que darle tiempo. ¿Puedes conformarte con una rentabilidad anual por dividendos del 20% sobre el capital invertido y que siga creciendo año a año? Puedes lograrlo en menos de dos décadas... si te ciñes al programa adecuado. Y eso no es más que el principio.

Dividendos crecientes provocan precios crecientes

En nuestro ejemplo con LM Corp., nos preguntábamos al principio, después del primer año, si ya habían subido las acciones. Desear el sí suena como cuando un niño pequeño quiere un helado, de repente, en medio de la autopista. Las actitudes infantiles y el interés por la satisfacción inmediata no desaparecen por tener muchos años y dinero suficiente para invertir. Tras el primer o segundo año (o tercero, es difícil decir exactamente), es cuando la presión de un mayor rendimiento empieza a forzar el precio de las acciones al alza. Uno tiende a pensar que las acciones irán al alza, ya que la empresa lo ha estado haciendo lo suficientemente bien como para aumentar su dividendo, y ese suele ser el caso (aunque no hay garantía, por supuesto).

Tarde o temprano, suponiendo que la relación precio/beneficio, los tipos de interés y las preferencias de los inversores sean más o menos “normales”, el valor del aumento de los ingresos de tus acciones *debería* hacer subir el precio de las mismas, porque las acciones no solo compiten entre sí, sino también con los diferentes instrumentos financieros. Incluso si el mercado maltrata a una empresa en particular (lo que es muy poco probable con un historial de crecimiento de beneficios y de dividendos), subirá a medida que se vuelva más atractiva que otros tipos de herramientas que producen ingresos menos atractivos, como los bonos.

De hecho, en condiciones normales, el resultado es muy predecible: **las**

acciones suben aproximadamente tanto como los ingresos por dividendos. Si los ingresos se duplican, las acciones deberían más o menos duplicarse. Si los dividendos suben un 50%, el precio de la acción debería seguirlos. En otras palabras, las acciones cuyo rendimiento sobre la inversión original se cuadruplican hasta el 18% en catorce años también se cuadruplicarían en precio, empujadas por el valor de su creciente flujo de ingresos

Se podría decir que todo esto es muy teórico, pero la concurrencia de este principio en el mundo real es extraordinaria. En la mayoría de los casos, las acciones suben al menos en paralelo con el aumento de sus dividendos, y a veces mucho más que eso (cuando el mercado considera que la acción ha sido “infravalorada” y los inversores no exigen un rendimiento tan alto para comprarla, o cuando la consistencia de su crecimiento se vuelve tan atrayente que los inversores están dispuestos a pagar más por ella). Más adelante veremos muchos ejemplos reales.

Hemos constatado que la capitalización compuesta de las acciones tiene un efecto increíble cuando se invierte el tiempo necesario. Pero la capitalización de los dividendos reinvertidos tiene un *efecto astronómico* con el tiempo. Resulta que, según Ibbotson y una serie de estudios posteriores que han seguido sus pasos, los dividendos son el factor más importante en los rendimientos compuestos a largo plazo (recordemos que siempre son positivos, todos y cada uno de los trimestres). Según el anuario *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 1997* publicado por Ibbotson Associates:

“Un dólar invertido en acciones de gran capitalización a finales de 1925, con los dividendos reinvertidos, creció a 1.828,33\$ a finales de 1996: esto equivale a una tasa de crecimiento anual compuesto del 11%. La revalorización por sí sola hizo que un dólar ascendiera a 58,07\$ dólares durante un periodo de 72 años, con una tasa de crecimiento anual compuesto del 6,2%. La rentabilidad anual osciló entre un máximo del 54% en 1993 y un mínimo del -43,3% en 1931. La rentabilidad media anual por dividendos fue del 4,6%”.

Llámame loco, pero al parecer Ibbotson atribuye más del 97% de la rentabilidad total de las acciones a largo plazo a los dividendos y a su reinversión (la variación del precio era el 97% del total con los dividendos

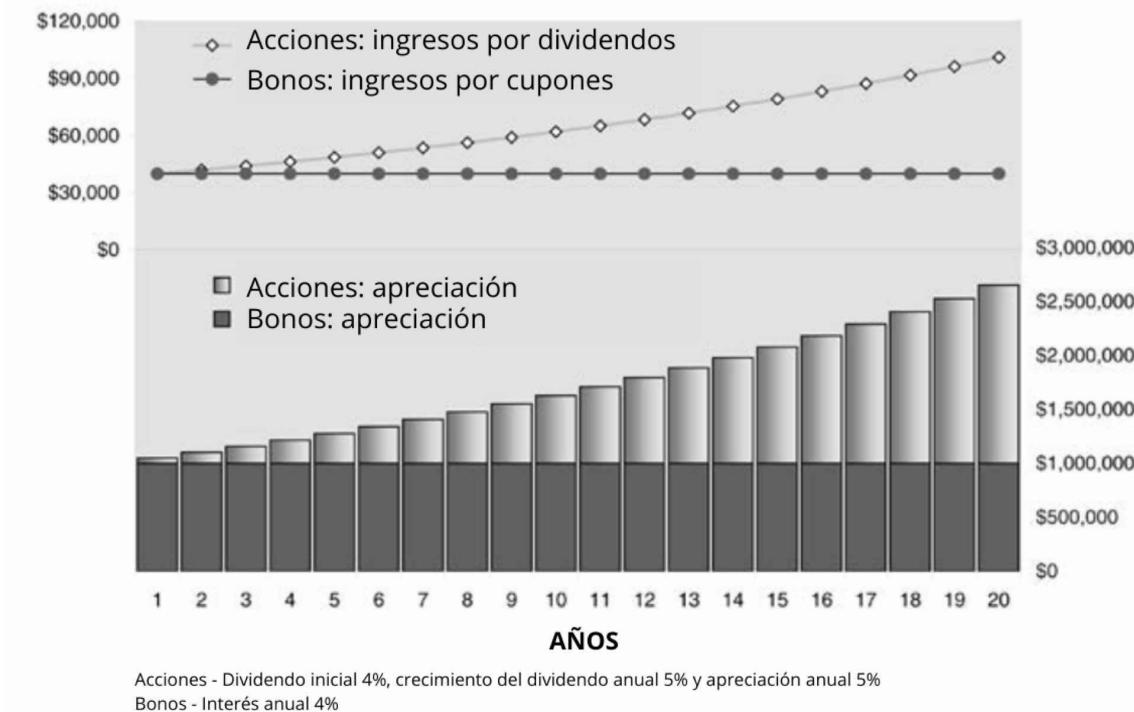
reinvertidos). La diferencia de rendimiento entre las acciones con y sin dividendos es tan grande como entre los rendimientos totales de las acciones y los bonos.

Pregunta a cualquier profesional financiero qué parte de la rentabilidad total de su cartera es atribuible a los dividendos, y te dirá que “aproximadamente la mitad”, lo cual no es del todo mentira, ya que, como hemos visto, la rentabilidad media de los dividendos fue levemente menor de la mitad de la rentabilidad total anual del 11%. Pero no se está considerando que el dividendo se reinvierte, que a su vez incrementan la rentabilidad total, y que producen más dividendos. En poco tiempo tienes dos acciones por cada una con la que empezaste, luego tres, luego cuatro, así sucesivamente.

Para comprender la relación entre el tiempo y el crecimiento compuesto, observa los resultados de la capitalización aritmética normal en un plazo más “realista” de veinte años, sin “circunstancias favorables” especiales. Hemos preparado el siguiente gráfico para ilustrar la diferencia entre una inversión en dividendos crecientes y una inversión en renta fija, utilizando los tipos de mercado y de nuestra cartera de alto rendimiento a finales de 1997.

Figura 3-1

VALOR DE MERCADO Y CRECIMIENTO DE LOS INGRESOS ACCIONES VS BONOS



Este gráfico muestra cuál sería tu situación si tuvieras que disfrutar de los ingresos a finales de cada año. Lo que se observa es el crecimiento de la rentabilidad de los ingresos, y la revalorización del capital invertido en acciones:

1. Los ingresos totales fueron de 2.242.081\$ durante veinte años, sobre 1 millón de dólares de inversión inicial.
2. La revalorización total fue de 2.207.135\$ en los mismos veinte años, sobre la citada inversión de 1 millón de dólares (recuerda que se supone que las acciones que poseías se revalorizarían en una cantidad al menos igual al crecimiento de los dividendos).
3. A finales del año 20, tendrías una rentabilidad anual por dividendos de 184.410\$ o un 18,4% solo de ingresos (el porcentaje se basa en tu inversión original).
4. A finales del año 20, el valor de tus acciones habría aumentado de 1

millón de dólares a 3.207.135, sin contar los 2.242.081\$ de ingresos retirados.

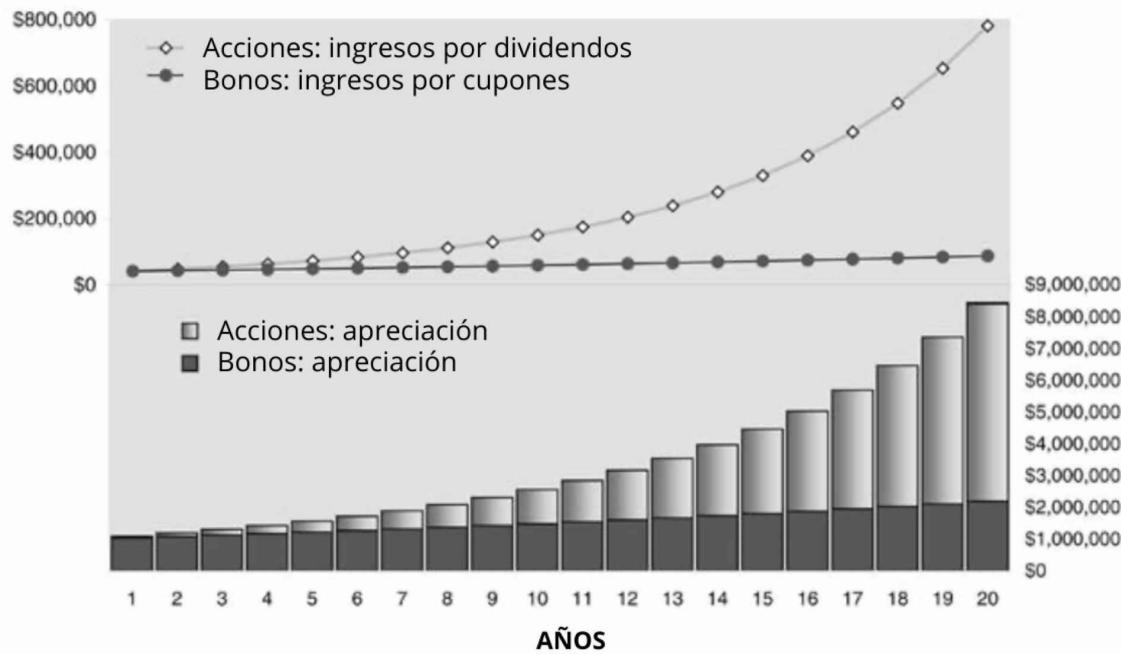
Tu rentabilidad total, basada simplemente en la suma de los ingresos totales más la plusvalía total del capital, habría sido de un 445%. Calculado como rendimiento medio anual, sería del 12,1%. Ten en cuenta que en el año 20 tu rendimiento exclusivamente por los ingresos, de más del 18% (incluso si los gastaras cada año y no los reinvertieras), sería superior al rendimiento total medio de las acciones (ingresos más revalorización) durante uno de los mejores periodos de la historia, y ese rendimiento aumentará a medida que aumenten los dividendos. Fíjate que si te quedaras solamente con la renta fija, tu rendimiento anual seguiría siendo el mismo que al principio, de un 5,5% o 55.000 dólares al año.

Pero esto no refleja la rentabilidad en caso de reinvertir los dividendos en más acciones (utilizando el precio medio teórico de las acciones para cada año), y como sabemos por Ibbotson, es la reinversión de los dividendos lo que realmente potencia la rentabilidad a largo plazo. En el siguiente gráfico vemos los efectos de la reinversión en el mismo escenario. Como se reinvierten los ingresos, todo aumenta exponencialmente.

Figura 3-2

VALOR DE MERCADO Y CRECIMIENTO DE LOS INGRESOS

ACCIONES VS BONOS (CON REINVERSIÓN DE DIVIDENDOS O CUPONES)



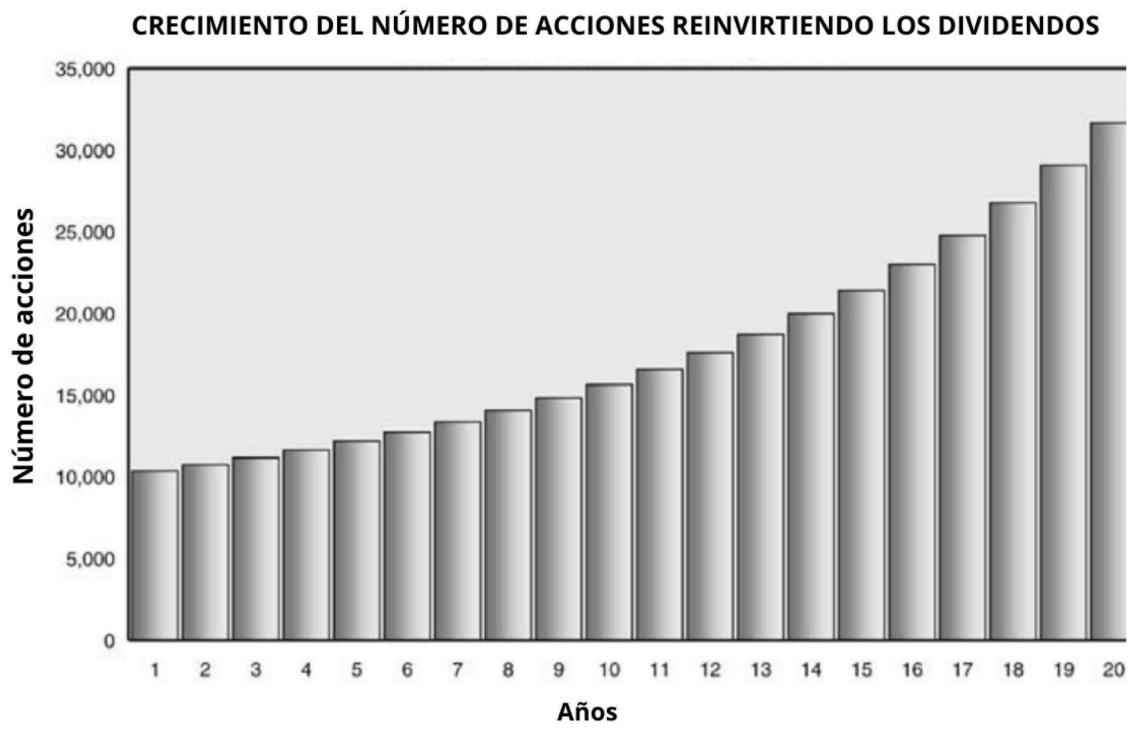
Durante los mismos 20 años, y sobre la misma inversión de un millón de dólares, esta vez tenemos:

1. El total de ingresos percibidos fue de **4.440.234\$**.
2. La revalorización total fue de **8.277.788\$**.
3. A finales del año 20 tendrías unos beneficios anuales de **533.472\$** solo de los dividendos. Eso es un **53%** de rendimiento sobre tu inversión original, cada año, todos los años.
4. Tu rendimiento total al reinvertir es del **1.271%**.

Todo lo anterior se logra gracias a tener paciencia, disciplina y algo de fe durante los primeros años, cuando el poder de la capitalización compuesta no es tan notorio.

La estrategia de reinversión resulta tan eficaz porque se compran constantemente más acciones, y éstas obtienen a la vez más ingresos y plusvalías.

Figura 3-3



Fíjate en la columna “Número de acciones”. Se incrementa año tras año según la cantidad de ingresos disponibles para comprar más acciones. Dichos ingresos dependen a su vez del número de acciones que se poseen. La “máquina” sigue trabajando, sin un punto final determinado. A los 20 años, por ejemplo, tenemos 2,76 acciones por cada acción comprada inicialmente. Esto también implica que por cada 1% de beneficio en la(s) acción(es) comprada(s) inicialmente, el inversor obtendrá ahora un 2,7% de beneficio sobre la inversión original. Nada mal.

Como puedes ver, el enfoque de *La Mejor Inversión* (conservadora a la par que sencilla) aprovecha un concepto mucho más consistente que el pronóstico de cualquier gurú de la tele o de los agentes de bolsa. Si todo va según lo previsto, es posible que iguales o incluso superes los rendimientos de los mejores inversores. La clave es el tiempo y la paciencia, y pocos inversores (en constante bombardeo de opiniones de expertos, amigos y comerciales manipuladores) pueden ceñirse a un plan el tiempo suficiente para que dé sus frutos. Pero la recompensa termina llegando si se tiene

disciplina.

Los tiempos cambian. Hay períodos mejores y peores para cada enfoque y, en ocasiones, incluso los mejores resultados de algún método en concreto pueden quedar eclipsados por los días de gloria para la bolsa en general, como ocurrió por ejemplo a mediados de los años noventa. Pero, incluso si te encuentras en un periodo menos propicio para el mercado bursátil, tus rendimientos relativos (los rendimientos comparados con otras estrategias) a buen seguro que estarán por encima del resto. Han de serlo, *ya que la parte de los ingresos por sí sola es superior a la que obtendrán la mayoría de los inversores con las demás estrategias*, y es inconcebible que un aumento tan radical de los resultados no acabe produciendo un aumento del valor de los activos que los producen. Francamente, es difícil imaginar una acción que no suba si sus beneficios parten de una base razonablemente alta y se incrementan sustancialmente durante un periodo de varios años.

Por último, se debe considerar que, en medio de todo este debate sobre beneficios, el enfoque de *La Mejor Inversión* es probablemente la estrategia **más conservadora y reacia al riesgo** que se puede aplicar aprovechando el desarrollo a largo plazo de la economía y de las acciones corporativas. Es un enfoque fácil de comprender y seguir, pero solo una vez que entiendes que eres un verdadero socio de la empresa y que todo lo bueno se hace esperar.

Si eres un inversor digamos “firme”, o quieres serlo, espera a pasar al siguiente capítulo. En él detallaré exactamente lo que hay que buscar en una acción para *La Mejor Inversión*. No resulta difícil, y existen atajos y reglas empíricas para aquellos que no quieren dedicar su tiempo a cuentas e informes de balances. Pero sí que hay que entender los parámetros básicos más importantes y no desviarse de ellos.

Habrá muchísimas acciones entre las que escoger, de una gran variedad de sectores, y todos ellos encajarán en el perfil que hemos establecido como acciones en las que la capitalización a largo plazo, manifestada mediante dividendos crecientes, se traducirá en beneficios como inversor, también a largo plazo. Y es que, ciertamente, ¿cómo iba a ser de otra forma?

En resumen

1. Crea tu propia máquina de capitalización compuesta, no juegues con

el mercado.

2. El operador es tan importante como la máquina.
3. El crecimiento de los dividendos es el combustible que impulsa la máquina de los rendimientos compuestos.
4. El crecimiento de los dividendos suele ser una clara señal de la prosperidad de la empresa.
5. Los dividendos crecientes elevan el valor de la acción.
6. El valor de las acciones a largo plazo debería aumentar de forma similar al de los dividendos que genera (aplica también a acciones con rendimientos superiores a la media).
7. La reinversión de los dividendos te proporciona un mayor número de acciones, cada una de las cuales genera dividendos crecientes.

4.

APLICACIÓN DE LA ESTRATEGIA

Veamos cómo encontrar los elementos adecuados para confeccionar la estrategia de *La Mejor Inversión*. En primer lugar, tenemos que aprender a reconocer los posibles candidatos, cosa que cubriremos en este capítulo. En los siguientes estudiaremos herramientas más concretas para determinar el valor relativo y desarrollaremos un proceso para escoger entre todas las opciones disponibles. Ten presente que el enfoque de *La Mejor Inversión* se basa en una fórmula simple, tan simple que casi parece improbable que funcione tan bien:

Y hay maneras de conseguirlo. Mi experiencia en el sector, la experiencia de muchos grandes inversores y las conclusiones de prácticamente todos los informes académicos confirman que es así. La clave está en armar *tu propia máquina de capitalización compuesta*. La construyes mediante buenas “piezas” que se encuentren en perfecto estado, la mantienes con algún cambio ocasional de lubricante y aceite, y la dejas en paz: dejas que la máquina haga su trabajo.

- Alta calidad**
 - + Alta rentabilidad por dividendo
 - + Alto crecimiento del dividendo
-

= Alta rentabilidad total

Todo lo que queremos de una acción está orientado a cumplir con lo anterior. Si una acción no cumple con esta sencilla fórmula, no nos interesa.

Los componentes de la alta calidad

¿Qué es una alta calidad? Las acciones con calidad alta presumen de una solidez financiera superior, como indica su bajo nivel de endeudamiento, su fuerte flujo de efectivo y su solvencia crediticia general. Las empresas de alta

calidad han demostrado su capacidad para mantenerse fuertes en tiempos difíciles, con una gestión consistente y creativa, productos demandados y un mercado favorable para dichos productos.

Solidez financiera.

La solidez financiera es el requisito indispensable de una acción de alta calidad. Al fin y al cabo, una empresa es en parte una entidad financiera, no importa a qué se dedique ni qué filosofía administrativa utilice para su plan de negocio. Recuerda que estás comprando un pedazo del negocio, uno con el que quieras vivir durante mucho, mucho tiempo.

Deuda baja.

El primer indicador de solidez financiera es un bajo nivel de endeudamiento. Quieres una empresa que sea capaz de ganar dinero con la mínima financiación posible. Cuando una empresa requiere numerosos préstamos para mantener su negocio a flote, también asume importantes riesgos. Si las ventas se ralentizan (y siempre hay períodos de recesión, incluso para las empresas más estables y fiables), los principales deudores se enfrentan al desafío de pagar por los intereses. Dado que el negocio puede venirse abajo si no se efectúan los pagos de dichos préstamos, es probable que se conviertan en la prioridad principal de la empresa. Por ello, otros elementos pueden verse perjudicados: el marketing, la investigación y desarrollo, la retención de empleados valiosos, las inversiones de capital... Todo aquello que hace que una empresa siga avanzando y esté un paso por delante de su competencia. Las empresas que necesitan grandes préstamos también corren el riesgo de tener que pedirlos cuando los tipos de interés son altos, lo que supone un coste fijo que puede ser mayor de lo que la empresa puede soportar. Lo peor de todo es que estos intereses priorizan frente a los dividendos, y si el flujo de caja disminuye, podría llegar al punto de no poder aumentar los dividendos, recortarlos o incluso eliminarlos (*¡ni pensarlo!*), porque lo que tendrías es una llave inglesa para hacer apaños en tu máquina de capitalización compuesta, no una “pieza” básica en buen estado y funcionando.

Las empresas de suministros, y otras empresas cuyo flujo de caja es predecible y estable, pueden permitirse aproximadamente hasta la mitad de la

deuda con respecto a su capital (incluso más en algunas de ellas). El capital es la suma de la deuda y del valor de mercado de las acciones, y un método eficiente para evaluar el grado de endeudamiento de una empresa es la relación deuda/capital. La mitad en deuda y la mitad en acciones darían un ratio deuda/capital del 50%. Salvo en casos concretos que analizaremos más adelante, tu empresa **no debería tener un ratio superior al 50%**. En otras palabras, no debería tener (a menos que exista una razón de peso) más deuda que capital. Para nuestra estrategia en concreto, a menos deuda, mejor (véase el Apéndice B para más información sobre niveles de deuda relacionados con tipos específicos de empresas. El Apéndice C incluye otras fuentes de información).

Otra forma práctica de analizar la deuda es la llamada “cobertura”. Se trata de conocer la relación entre el beneficio bruto de una empresa y su cantidad de deuda. Si los beneficios brutos (beneficios de las ventas tras deducir los gastos administrativos y generales, y los impuestos) permiten cubrir ampliamente la deuda, y si esos beneficios brutos son predecibles y fiables, la deuda no debería preocuparnos tanto. Busca una cobertura de al menos 3:1 para garantizarte la solidez financiera. Es decir, que **el flujo de caja de la empresa sea al menos tres veces el importe de los intereses**. Hay multitud de enfoques similares, pero la mejor *actitud* es no forzar hasta el límite. Que la cobertura sea lo más amplia posible.

Algunos analistas aseguran que una empresa debe tener algo de deuda, por motivos en los que no necesitamos profundizar ahora, pero para nuestro propósito, cuanto menor sea la deuda, mejor, incluso si la deuda es 0. Ten en cuenta que uno de nuestros principales objetivos es dar con una inversión fácil de mantener; no queremos vernos obligados a abandonarla por culpa de la ansiedad en tiempos difíciles. En dicha circunstancia, es sustancialmente más cómodo ser propietario de un negocio sin deudas que de una empresa comprometida con los bancos (dispones de más información sobre excepciones en el Apéndice B).

Un fuerte flujo de caja.

En tiempos difíciles, las empresas financieramente sólidas y flexibles (con la capacidad de aprovechar oportunidades) se hacen más fuertes. Son capaces de comprar a competidores en dificultades, ahogados por una financiación

excesiva y una liquidez deficiente. Son capaces de ganar participaciones de mercado justo cuando sus competidores se ven obligados a replegarse. Pueden permitirse contratar a los mejores profesionales si lo ven necesario. Pueden desarrollar nuevos productos que marcarán la diferencia a largo plazo.

La solidez financiera no se limita a que una determinada empresa no deba preocuparse por sus préstamos. El flujo de caja debe ser lo suficientemente amplio como para financiar tanto los dividendos como la inversión necesaria para mantener la actividad y desarrollo de la compañía. Los beneficios deben mantener una tendencia ascendente; no tiene porqué ser un crecimiento espectacular, pero sí *al menos lo suficiente como para mantener el crecimiento de los dividendos esperados*. En otras palabras, para nuestros propósitos, **el crecimiento anual de los beneficios debe ser constante, y debe estar en el rango del 5%-10%, como mínimo**. No olvides que los dividendos se pagan mediante los beneficios, por lo que debes asegurarte de que ocupen porcentaje modesto de los beneficios (esto se conoce como ratio *pay-out*, dividendos en relación a los beneficios). El ratio *pay-out* debe ser inferior al 60% en casi todos los valores, excepto en las empresas de suministros y servicios públicos y acciones de inversión inmobiliaria. Dado que los dividendos se pagan con los beneficios, hay que asegurarse de que éstos son lo suficientemente amplios como para que la empresa pueda costear los dividendos, así como para que puedan aumentar al siguiente año. Cuanto más bajo sea el ratio, mejor.

Un práctico atajo sobre la solvencia.

Puede que estés pensando: “¿Voy a tener que aprender a leer balances y cuentas de resultados?”. O en caso de saber hacerlo, “¿voy a tener que pasar los fines de semana repasando los informes trimestrales para dar con mi caballo ganador?”. Sería divertido ponerse unas gafas de catedrático y regañarte, como John Houseman en ese anuncio de “lo hacemos al estilo antiguo”, decirte que si realmente quieres tener éxito como inversor tienes que remangarte y hacer un trabajo duro. Pero la verdad es que para determinar la solvencia de una empresa existe un atajo. Y es beneficioso que así sea ya que cada tipo de negocio tiene sus propios tejemanejes y trucos, y hay que ser un verdadero contable o analista profesional para entenderlo

todo.

Podemos permitirnos ser un poco inocentes o ingenuos y dejar que otros expertos (agencias de calificación establecidas) hagan el trabajo por nosotros. En todos los mercados, los acreedores e inversores quieren disponer de un estándar de evaluación para tomar grandes decisiones financieras, y las agencias como Standard and Poor's y Moody's han hecho un gran negocio con su ejército de analistas capacitados para evaluar empresas y situarlas en una escala de solvencia. En efecto, cada empresa se califica en función del riesgo que supondría invertir en ellas, en comparación con, por ejemplo, la compra de los bonos del Gobierno (un comprador de bonos es en realidad un prestamista, por supuesto), por lo que también existen calificaciones financieras para las acciones, publicadas por Standard and Poor's o *Value Line*, entre otras.

Sin embargo, en los últimos cinco años hemos comprobado cómo esas “informaciones” pueden ser engañosas, y se han destapado diversos fraudes empresariales detrás de información falseada con fines lucrativos, aunque parece que las leyes de Sarbanes-Oxley han puesto fin a las informaciones fraudulentas de estas empresas.

¿Se han equivocado alguna vez las agencias de calificación? Ha sucedido (especialmente en esos mismos casos de fraude, aunque entonces, las agencias trabajaban, sin saberlo, con cifras adulteradas), pero también es cierto que normalmente llevan razón. Pero la pregunta que deberíamos plantearnos es: ¿podrías hacerlo mejor que ellas? Es muy posible que, cuando se conoce a fondo una empresa concreta, se llegue a comprender que ciertos factores (como su dominio del mercado, sus imágenes de marca o su gran equipo de ingenieros) podrían aportar más valor en el mundo real de lo que los contables y auditores creen, pero no por ello debemos desaprovechar la estupenda asistencia (¡y a menudo gratuita!) que pueden aportar las guías de las agencias de calificación. Este mundo es incierto, y el futuro lo es aún más. Dado el nivel de incertidumbre, S&P, Moody's y Value Line deben considerarse como “herramientas válidas” y ciertamente útiles.

De nuevo, no tiene sentido buscar el límite de la solvencia financiera. Utilizaremos solo lo que presuma de mayor calificación en el mundo corporativo. Para nuestros propósitos, en el sistema de clasificación de

Standard and Poor's, una acción **debe tener una calificación crediticia mínima de BBB+**. Entre los expertos en bonos, esto se conoce como "grado de inversión", pero nosotros preferimos apuntar al siguiente escalón, en el rango "A" (véase el Anexo C para más información). Según mi experiencia, la encuesta de Value Line hace un buen trabajo a la hora de calificar la solidez financiera de las acciones (que son legalmente más arriesgadas que los bonos, aunque estos pueden ser igual de arriesgados porque su precio puede ser volátil) y, también en este caso, esta información está fácilmente disponible. En el sistema de clasificación de acciones de Value Line, una acción debe tener una calificación de B+ o superior en cuanto a solidez financiera y, como siempre, cuanto más alta sea, mejor.

Estas clasificaciones son formas rápidas y sencillas de eludir empresas que podrían ser potenciales trampas desde el punto de vista financiero, y dichas clasificaciones tienen probablemente mucho más valor informativo que cualquier estudio que puedas hacer tú. En general, son realmente útiles. Pero ten en cuenta que el ratio *pay-out* de dividendos no es necesariamente un factor relevante en las calificaciones crediticias, por lo que siempre tendrá que comprobar que el ratio es inferior al 60% (excepto para servicios públicos y acciones de inversión inmobiliaria, como se indica más adelante). Los beneficios deben ser al menos 1,5 veces el dividendo.

Ten en cuenta también que incluso una empresa con la mejor calificación crediticia del mundo no nos debe impresionar a menos que aumente sus dividendos.

Calidad administrativa

La calidad no debe ser solo financiera. Cualquier inversor experimentado sabe que, cuando confía en una acción, está invirtiendo en la calidad de sus administradores. Al igual que si se crea una pequeña empresa con un amigo o un cónyuge, o se compra directamente, se está adquiriendo realmente la capacidad, la honestidad, la integridad y la visión de los socios. Estás apostando por la viabilidad del plan de negocio y la filosofía empresarial, así como por su ejecución.

Este aspecto de la calidad no se refleja en una cifra objetiva del balance anual, aunque una empresa con unas finanzas impecables es probable que

disponga de una buena gestión, ya que no es algo que se lleve solo. Sin embargo, al profundizar en el tema, hay que mirar más allá y tener una visión mucho más abierta.

Suponiendo que no puedes almorzar con el director general (de todos modos podría no servirte de gran cosa), y comprendiendo que una “buena administración” se valora cualitativamente y no es un mero número (pese a que una administración competente es lo que impulsa unos buenos resultados en otras cifras cuantitativas), hay una especie de lista de control que puedes utilizar para hacerte una idea sobre la calidad de una gestión.

Integridad.

¿Mienten las directivas de las empresas? Te sorprendería la cantidad de directivos que, contra las cuerdas, no titubean en mentir a los analistas y a la prensa sobre sus perspectivas o la competitividad de sus productos. A menudo, cuando estas promesas o insinuantes comentarios se demuestran como engañosos, sus acciones se desploman, lo que hace que parezcan “gangas”. A menos que la dirección sea sustituida, ni te acerques. Si alguna vez tienes noticia de una empresa que ha engañado públicamente a los inversores, o que no ha revelado información sustancial, o que ha sido citada judicialmente por prácticas financieras fraudulentas, táchala de tu lista. Si viene un fuerte hedor del sótano, bien podría haber cadáveres escondidos.

Ten en cuenta que las empresas con gran historial y con gran solidez financiera rara vez formarán parte de este grupo, pero nunca sabemos cuándo las cosas pueden cambiar y que una nueva directiva se vea tentada a cambiar lo que había sido un balance moderado hacia la mendicidad o la avaricia. Debemos evitar ser accionistas de cualquier empresa cuyos valores sean cuestionables, y eso incluye a las empresas con directivos y dueños “afortunados” que venden parte de sus propias acciones justo antes de que una mala noticia provoque el descenso de las acciones.

Rendimiento.

¿Cómo le ha ido a la empresa en tiempos difíciles? Como inversor, esto es lo más importante para ti, ya que el verdadero objetivo oculto es dar con la forma de mantener un alto nivel de confianza en tiempos revueltos. Busca en

anteriores períodos de recesión. ¿Se mantuvieron los beneficios? Si la empresa se dedica al negocio de una materia prima como el petróleo, averigua cómo le fue durante la larga caída de los precios del crudo de la década de 1980. Si se trata de una empresa financiera, cómo le afectó una fuerte subida de los tipos de interés. El pasado no siempre marca el camino, pero puede darte alguna indicación racional sobre la evolución de dicha empresa en la próxima época de vacas flacas, que llegará, tarde o temprano.

También hallarás una serie de empresas que parecen prosperar justo después de los períodos desfavorables para la economía o para su sector. A veces se trata de empresas anticíclicas (una empresa de trabajo temporal sería un ejemplo), pero a menudo son aquellas con las características que precisamente estás buscando. Son empresas que toman la iniciativa para ganar valor de mercado cuando sus competidores se retiran a las trincheras. Son las que compran cuando otras son vulnerables, las que contratan buenos talentos cuando el mercado está flojeando, las que refinancian su deuda cuando los tipos han bajado por la recesión. Los períodos de crisis brindan a empresas bien gestionadas la oportunidad de expandirse, a diferencia de las empresas a la caza de adquisiciones simplemente porque el precio de sus acciones es alto.

Adquisiciones.

¿Cómo de bien asimila e integra la empresa sus adquisiciones? En mi opinión, ésta es una de las señas de identidad de una buena gestión. Para empezar, es una muestra de excelente dirección realizar adquisiciones que puedan ser fácilmente integradas y adaptadas. La elección del objetivo y el precio acordado son factores clave, así como la filosofía del objetivo y sus canales de distribución.

Pero incluso cuando una adquisición se planifica concienzudamente en primera instancia, la gestión posterior para aunar culturas corporativamente dispares sigue siendo ardua tarea, integrando los diferentes medios de información, fabricación y distribución, racionalizando las líneas de productos o manteniendo al personal eficiente y cortando las malas hierbas. Es una tarea de enormes proporciones, y las compañías que han tenido la capacidad para completar este proceso con éxito y celeridad disponen de directivas que han demostrado lo necesario para su desarrollo. No es

casualidad que también sean los que demuestran que no hay que temer por la estabilidad de la empresa si pretenden emprender otra adquisición. De hecho, dado que suelen bajar (temporalmente) de precio en el mercado de valores, una empresa adquirente de probada eficacia es una gran compra en caso de que baje al saberse de una nueva adquisición.

Pero hay que tener cuidado con las megaoperaciones, las adquisiciones “transformadoras”. Éstas disponen del peor historial de éxito para los accionistas, e incluso, cuando funcionan, a menudo pasan años antes de que las sinergias o los beneficios previstos se materialicen positivamente.

Extensión de la marca.

Los buenos directivos encuentran formas de expandir su marca, sus servicios, su franquicia y sus puntos fuertes. Empiezas con un producto tan mundano como el bicarbonato de sodio, y antes de darte cuenta tienes una nueva e importante marca de pasta de dientes. Pasan de la avena a las Cheerios, de las cuentas corrientes bancarias a las tarjetas de crédito, de los coches (en el caso de Chrysler) a los Jeeps y a los monovolúmenes, de los chips a los ordenadores. Puede que a M&M Mars no se le hayan ocurrido cien formas de capitalizar la marca M&M, pero hicieron bien pensando en mezclar M&M con Cacahuete. No te rías. Hay un número asombroso de empresas (muchas de las cuales hace tiempo que murieron) que no han aprendido a escalar lo que tienen, o al menos nunca han aprendido a escalar con éxito. No han dado con su cacahuete, por así decirlo.

Nicho de mercado.

Toda empresa que merezca tu tiempo tiene algún tipo de nicho de mercado. Puede que no sea excepcional y ser tan simple como una reputación honesta de un banco con tres sucursales de un pueblito. Pero es mucho más probable que ese pequeño banco sea el tipo de empresa que queremos en nuestra máquina de capitalización compuesta, y no una cadena regional de comestibles que compite con otras tres cadenas regionales similares y otras tres nacionales, y que se diferencia muy poco de ellas, aparte de no compartir la misma dirección postal.

Calidad del negocio.

La naturaleza del negocio en sí debe ser de buena calidad, en un entorno capaz de ofrecer un crecimiento moderado y constante. Evita las modas y los productos o servicios “novedosos” como la peste. Seguro que te perderás uno o varios petardazos, pero lo más nuevo no es lo que quieras para *La Mejor Inversión*. Como veremos más adelante, el mercado para los productos de nuestras empresas debe ser clásico, deben ser las necesidades de la vida real o nichos industriales importantes. Quieres una empresa que pueda ofrecer un crecimiento moderado y constante, una rentabilidad por dividendos y un crecimiento del dividendo a largo plazo. Estas características no son evidentes ni en empresas emergentes ni en aquellas basadas en servicios o bienes inéditos. Ten cuidado con las empresas de marketing piramidal o de red, o con las que únicamente distribuyen o revenden y no tienen activos reales o productos propios. Aunque suene como el sabio consejo de un padre en una película, céntrate en empresas reales que fabriquen cosas (o servicios) que la gente real necesita. Cuanto más sórdido sea el negocio básico subyacente, más probable es que el inversor acabe siendo engañado.

Alta rentabilidad por dividendo actual

Uno podría pensar que esta parte de la fórmula es una obviedad. No obstante, los dividendos actuales deben sopesarse con el crecimiento de los dividendos para que tengan un significado más real. Como veremos, un rendimiento actual bajo con un crecimiento alto no sirve para nuestra estrategia, ni tampoco una acción con un rendimiento actual muy alto, pero con poco o ningún crecimiento.

Hay muchas empresas con un buen crecimiento de sus dividendos, pero si la rentabilidad actual es demasiado baja desde el principio, la inversión se atenúa demasiado. El crecimiento de los dividendos en una acción de baja rentabilidad probablemente indique la fe de la dirección en las perspectivas futuras de la empresa, pero no favorece mucho a los resultados netos de nuestra máquina de capitalización compuesta, al menos no en una sola vida.

Digamos que tienes una prometedora acción con un rendimiento actual del 4% y que proyecta un crecimiento del 10%. Compárala con una empresa con un rendimiento actual del 1% y un crecimiento esperado del 20%. En tres años y medio, la segunda dispondrá de un rendimiento sobre la inversión

original del 2%. En siete años, será del 4%, en poco más de diez años será del 8%. Nuestra tortuga, con ingresos crecientes a un ritmo medio, estará en el 8% en siete años, y en el 12% en unos diez años.

Si la liebre puede seguir registrando un crecimiento de los dividendos del 20%, alcanzará y superará a nuestra fiel tortuga, pero hay una trampa. Ese rápido crecimiento de los dividendos se asocia normalmente con acciones de estilo *growth*. En el gran auge de los valores farmacéuticos, por ejemplo, es posible que el crecimiento de los dividendos fuera del 20%. Pero a medida que las acciones aumentan su tamaño, su ritmo de crecimiento baja, y con ello también el crecimiento de los dividendos.

Es mejor pájaro en mano que ciento volando (vale, de acuerdo, uno o dos valores con baja rentabilidad actual no están de más, si son empresas realmente destacadas y sólidas, y con una larga trayectoria). El principal objetivo de un programa de capitalización compuesta debería ser alcanzar la rentabilidad media anual esperada lo antes posible (alrededor del 10% anual) exclusivamente de los ingresos. Lo conseguirás mucho más rápido si partes de un nivel básico de ingresos más alto que si solo buscas el máximo crecimiento de ingresos por año. Y, lo más importante de todo, si confías en empresas consolidadas, financieramente seguras y solventes, te garantizas llegar a tu objetivo. El mundo de los negocios es duro. Hay un millón de razones por las que una empresa puede perder el rumbo. Como inversores en busca de crear una máquina de rendimientos compuestos, queremos apostar por ganadores seguros, aquellas empresas que han demostrado saber hacer su trabajo.

¿Cuál debería ser el nivel básico de rentabilidad inicial por dividendos a la hora de aplicar nuestra estrategia? Por desgracia, vivimos en un mundo relativo, así que todo depende de las condiciones actuales del mercado. Obviamente, cuanto más alto sea tu rendimiento inicial, más rápido llegarás a tu objetivo, pero a menudo las acciones de mayor rendimiento no ofrecen un crecimiento suficiente de su rentabilidad para que tus ingresos alcancen los niveles óptimos y que tu máquina de capitalización funcione adecuadamente. De hecho, con frecuencia, las acciones con mayor rendimiento se venden a precios atractivos porque existen ciertos riesgos. De algún modo, la esencia de lo que pretendemos con esta estrategia es descubrir *acciones de alto rendimiento que son además seguras*. Debemos encontrar un equilibrio entre

unos altos ingresos actuales y un buen crecimiento esperado.

En este mismo momento, el índice Standard and Poor's 500 ofrece una rentabilidad media por dividendo de aproximadamente el 1,7% (históricamente bajo, pero esa es la mano de cartas que le toca al inversor en 2005). El bono del Tesoro a veinte años ofrece un rendimiento del 4,60%, y a un año del 2,5%. Pero lo cierto es que no es muy difícil encontrar acciones con una rentabilidad actual del 4%, más del doble del nivel medio del mercado de valores. Y, como ya has visto en nuestros ejemplos simulados, es un buen punto de partida (nuestro mínimo sería 1½ veces la media) si también contamos con un crecimiento del 5% o más, lo que también es factible ahora mismo. Puede que, en otro momento, el rendimiento inicial llegue al 6%. Pero es poco probable que sea mucho más bajo que hoy, ya que nos encontramos en lo que podría ser los últimos coletazos de una reducción de la inflación de casi veinte años. En cualquier caso, en este momento, un 4% es un objetivo razonable para los ingresos iniciales de nuestra cartera, utilizando acciones que manifiesten una clara capacidad para mantener un crecimiento constante y moderado en el futuro.

En los años venideros, creo que podrás construir carteras con rentabilidades iniciales por dividendos algo más altas, ahora que el cuidado de los dividendos ha vuelto a ser una prioridad tanto para inversores como para compañías. En nuestra empresa ofrecemos una cartera con un rendimiento actual superior al 5,5% (¡sustancialmente mejor que los bonos a largo plazo!), que además se encuentra ofreciendo un 4% de crecimiento y un buen potencial de revalorización. De hecho, ha superado sistemáticamente el rendimiento del S&P 500 desde su creación en 1998.

Alto crecimiento de los dividendos

¿Cuánto debe ser el crecimiento de los dividendos? ¿Cómo se sabe cuál será la tasa de crecimiento en el futuro? ¿Cómo se puede proyectar el crecimiento de los dividendos?

En primer lugar, queremos que el crecimiento sea lo más alto posible, aunque ten en cuenta que un crecimiento reciente muy elevado no implica necesariamente un crecimiento futuro del mismo nivel. Con frecuencia, las empresas aplican políticas de desarrollo de sus dividendos en los últimos,

digamos, cinco años, y aumentan su dividendo rápidamente para llegar a un determinado nivel planeado, momento en el que ralentizan sus esfuerzos. Muchas empresas de servicios públicos los han recortado u omitido en los últimos años para hacer frente a dificultades, y cuando el dividendo se restablece, puede parecer un gran incremento, pero se nivelará cuando el rendimiento se acerque a los estándares del sector. Para proyectar el crecimiento de los dividendos hay que extrapolar al futuro, pero sin fiarse demasiado, ni basarse en los factores equivocados.

Podemos inspirarnos en el pasado si la empresa en cuestión es de las consideradas *maduras*, ya que los dividendos en este tipo de empresas más estables suelen ser una cuestión de política corporativa. Si una empresa ha aumentado a una tasa anual del 10%, en igualdad de condiciones probablemente seguirá haciéndolo. Pero comprueba de dónde viene esa tasa anual. Si hace 5 años mostró un aumento del 15%, hace 4 del 12%, hace 3 del 10%, hace 2 del 8%, y hace 1 año del 6%, está claro que no estamos ante un crecimiento histórico extrapolable del 10%. La tasa debería ser más estable o creciente en los últimos cinco años.

En general, necesitamos una tasa de crecimiento de los dividendos que sea al menos superior a la inflación, y que nos aporte cierto margen de seguridad. Por lo tanto, una tasa de crecimiento mínima debería ser de alrededor el 4% (en las empresas de servicios públicos y similares podría ser de un poco menos). Con esto, entendiendo la dinámica de una máquina de capitalización compuesta construida sobre un alto rendimiento actual reforzado por un alto crecimiento, realmente deberíamos aspirar a un 10% de rendimiento futuro de la cartera. Si lo consigues, tu rentabilidad se duplicará aproximadamente cada siete años y, según nuestro modelo, también lo hará el precio de tus acciones.

Existen varias opciones interesantes para proyectar el crecimiento del dividendo. La más sencilla, de nuevo, sería basarse en la investigación de otros. Encontrarás proyecciones de crecimiento de los dividendos en *Value Line*, y en muchos análisis de otras agencias de bolsa (aunque muchas de ellas no valoran este factor clave). Standard and Poor's también hace un buen seguimiento y proyección de los dividendos. Además, puedes llamar al departamento de relaciones con inversores de la empresa y preguntarles si disponen de una previsión para la política de crecimiento de los dividendos.

En su defecto, pregúntales por su política de dividendos en general.

Muchas empresas tienen como política, por ejemplo, el pago de un determinado porcentaje de sus beneficios en dividendos. De nuevo, si se trata de una empresa con una tasa de crecimiento de los beneficios constante y estable, se puede deducir una tasa de crecimiento de los dividendos a partir de ella. Por ejemplo, si una acción paga el 30% de sus beneficios en dividendos, y los beneficios han crecido y se prevé que crezcan a un ritmo del 10% anual, podemos esperar que los dividendos crezcan en dicha proporción.

Como puedes ver, la necesidad de establecer una proyección del crecimiento de los dividendos es el mejor argumento para trabajar con empresas consolidadas y fiables que hayan demostrado su valía en el pasado y cuyos beneficios en el futuro van a ser confiables. Muchos estudios han demostrado que la predicción de los beneficios es, en el mejor de los casos, una ciencia inexacta, pero la predicción de los beneficios de las acciones de crecimiento, de las acciones pequeñas y de las acciones de empresas de más reciente creación es mucho más difícil que la de las empresas maduras y estables, con una gestión experimentada y un éxito demostrado. Deberás vigilar tus empresas para que el crecimiento de los dividendos cumpla con sus expectativas, y el hecho de que no crezca el dividendo o lo haga al ritmo adecuado será un criterio clave para la posible venta de la acción. No olvides que las acciones con alta rentabilidad por dividendo cuentan con un buen grupo de inversores que desean aumentos de dividendos; la dirección de la empresa continuará con el patrón de crecimiento siempre que le sea posible; ese es su terreno de juego.

Observa también el panorama actual del mercado para estimar si el crecimiento esperado es razonable. Aunque debemos evitar las acciones cíclicas, hay ocasiones en las que un acontecimiento “cíclico” impacta positiva o negativamente a una empresa competitiva, y acaba influyendo en los dividendos. Si los precios del petróleo han caído, por ejemplo, una gran empresa petrolera puede no considerar conveniente aumentar el dividendo tanto como lo venía haciendo anteriormente. Por el contrario, es posible que el crecimiento de los dividendos de una empresa petrolera supere las expectativas si los precios del petróleo han subido mucho y la empresa confía en que los mercados le sean favorables durante los próximos años. Un pensamiento similar se aplicaría a empresas claramente cíclicas como las de

automóviles, a las sensibles a los tipos de interés como los bancos, y a cualquier empresa bajo nubarrones temporales como fue el caso de las acciones farmacéuticas productoras de medicamentos al comienzo de la administración Clinton.

La estrategia que hemos trazado para identificar las acciones de *La Mejor Inversión* **no** requiere que seas un analista profesional ni un contable experimentado. Las acciones para las que se proyecta una alta rentabilidad total solo tienen que cumplir las tres partes de nuestra fórmula: alta calidad + alto dividendo actual + alto crecimiento del dividendo. Como dijo Keats de la Urna Griega, eso es todo lo que sabemos y todo lo que necesitamos saber. Tu máquina de capitalización compuesta, impulsada lenta pero inexorablemente por el aumento de los dividendos, te proporcionará una sólida rentabilidad total con el paso del tiempo.

En resumen

1. Es una fórmula simple:

- Alta calidad**
- + Alta rentabilidad por dividendo**
- + Alto crecimiento del dividendo**

- = Alta rentabilidad total**

2. Una alta calidad empieza con una gran solidez financiera, y la capacidad y voluntad de pagar un dividendo creciente.

3. Una alta calidad incluye una directiva honesta y capaz de afrontar retos en un entorno difícil o realizar adquisiciones exitosas, así como ampliar su propio nicho de mercado.

4. Una alta rentabilidad actual de los dividendos es siempre relativa, pero el doble de la media actual del mercado es un objetivo razonable. El 150% de la media del mercado es nuestro mínimo.

5. El crecimiento de los dividendos debe ser al menos tan alto como la inflación, y cuanto más, mejor. El pasado puede ser un prólogo para el futuro, pero el crecimiento de los beneficios debe respaldar el crecimiento de los dividendos.

Esta “sencilla fórmula” te proporcionará un grupo de candidatos, la

mayoría de los cuales resultarán ser acciones razonables para tu cartera. En el próximo capítulo examinaremos algunas de las herramientas tradicionales que los inversores han utilizado para seleccionar a los mejores de entre este grupo de aspirantes.

5.

HERRAMIENTAS TRADICIONALES DE VALORACIÓN

Incluso una vez que tenemos por delante un variado abanico de acciones prometedoras, nos encontramos con el instinto económico natural de buscar las que percibimos como más baratas. Al mismo tiempo, suele ser difícil para la mente inversora aceptar la vieja máxima de que “la calidad nunca está barata”.

La búsqueda de las acciones “baratas” es algo inherente de la mente humana, ya que la gente actúa, en la medida de lo posible, según su propio interés. Pero se trata de un camino lleno de artimañas y trampas, y es quizás un aspecto tan importante en el fracaso final del inversor como cualquier otro (aparte del extendido error de seguir a las acciones más glamurosas o en tendencia). Debemos respetar la “eficiencia” del mercado. También hay que tener en cuenta que buscar acciones “baratas” es, en parte y desde cierto punto de vista, pretender conseguir algo a cambio de nada. Y esto, a menudo, sale caro. En los negocios y las finanzas, rara vez damos o recibimos algo a cambio de nada. ¿Por qué creemos que podemos lograrlo nosotros?

Sin embargo, muchos estudios han demostrado que las acciones con precios más bajos, según las medidas de valoración tradicionales, superan a largo plazo a las acciones más caras por esos mismos ratios de valoración. Como han señalado muchos estudiosos (véase el Apéndice A), los inversores parecen pagar en exceso por unas perspectivas de crecimiento aparentemente superiores. Si los inversores invierten en exceso por crecimiento, ya han descontado ese crecimiento en los precios actuales. Cuando el crecimiento se ralentiza, los precios de sus acciones les devuelven al mundo real. Con el tiempo, los valores más baratos tienden a subir en términos relativos, ya que todo lo que se desarrolla con respecto a sus resultados tiende a ser visto como una sorpresa positiva.

En cualquier caso, una vez que hayas identificado un grupo de acciones

prometedoras mediante la fórmula básica descrita en el capítulo 4, seguirás requiriendo herramientas con las que distinguir las mejores de entre todas ellas. La adquisición de aquellas que reúnen los requisitos ha demostrado producir carteras con rendimientos y características excepcionales de forma cuantitativa, pero el tamaño de dichas carteras puede ser inmanejable para la mayoría de inversores. En este capítulo revisaremos algunos principios de análisis que pueden ser de cierta ayuda a la hora de programar tus adquisiciones, ya que académicos y profesionales han demostrado la existencia de una variedad de factores fundamentales que añaden valor a las carteras. Deberías utilizar estas herramientas para reducir tus candidatos a un número manejable de acciones.

Ratio Precio/Ventas.

Toma el precio por acción y divídelo por las ventas por acción. Por ejemplo, una empresa tiene 40\$ de ventas por acción, y las acciones se venden a 20\$. La relación precio/ventas es de 0,50. Si tiene 60\$ en ventas, la relación es 20/60, o 0,33. Si las ventas son de 20\$, la relación es de 20/20, es decir, 1,0. La idea es intentar establecer el valor de la empresa mediante el cálculo de cuántos dólares de ventas se pueden obtener por cada dólar de precio de la acción en el mercado. O'Shaughnessy y otros autores han descubierto que este ratio es uno de los factores fundamentales más útiles, una conclusión basada en un riguroso estudio cuantitativo (véase "What Works On Wall Street", McGraw-Hill, 1996). O'Shaughnessy probó factores como precio/ventas con una gran base de datos de *Standard & Poor's Compustat*, que se remontan a 1952. Una inversión en las cincuenta acciones con la relación precio/ventas más baja casi cuadruplicó el rendimiento de todo el universo estudiado, mientras que una inversión en las cincuenta acciones con la relación precio/ventas más elevada (el tipo observado en acciones de rápido crecimiento) fue la que obtuvo el peor rendimiento de todos los factores estudiados, incluso inferior al de los bonos del Tesoro. Los rendimientos ajustados al riesgo fueron mayores en el caso de las acciones con una relación precio/ventas baja, y los rendimientos en ciclos variables fueron entre un 30% y un 40% superiores de forma casi sistemática.

¿Por qué es tan útil la relación precio/ventas? El aspecto fundamental es que los ingresos por las ventas son la materia prima de los beneficios. Es

cierto que algunos negocios tienen altas ventas y bajos márgenes, siempre lo han hecho así y siempre lo harán (las tiendas de comestibles, por ejemplo), pero la base fundamental para cualquier negocio son los ingresos. Si los ingresos son altos en relación al precio de las acciones, la empresa puede mostrar un rápido y fuerte aumento de su rentabilidad mediante el control de los costes y una gran eficiencia/productividad. Estos aumentos de eficiencia empresarial conllevarán un incremento del precio de las acciones cuando ese precio haya sido fijado por compradores y vendedores pesimistas.

Cuando se venden acciones con una relación precio/ventas baja, el precio de las acciones manifiesta, en efecto, el pesimismo de los inversores sobre el aumento de los márgenes. Cuando los márgenes mejoran, aunque sea un poco, el esfuerzo va directamente a la cuenta de resultados, a menudo sorprendiendo a los inversores con la magnitud de los beneficios (beneficios ahora disponibles para pagar aumentos de dividendos, por supuesto). Por lo tanto, una relación precio/ventas baja es algo muy bueno, y es aún mejor si se percibe una tendencia positiva de los márgenes (las matrices de datos como las de *Value Line* mostrarán dicha tendencia). Las empresas con una baja relación precio/ventas deberían ser uno los principales objetivos para los compradores, por razones obvias. Una vez que estas empresas vuelven a tomar el control, a menudo muestran beneficios de dos dígitos durante varios años, ¡incluso sin que las ventas crezcan! Y una vez que han aumentado la rentabilidad, pueden mejorar su marketing para seguir aumentando las ventas, y así sucesivamente en un círculo virtuoso que a todos nos gustaría disfrutar.

Según O'Shaughnessy, hay que buscar una relación precio/ventas inferior a 1,5, aunque deberías mostrarte flexible en función del sector que estés explorando. En el Apéndice B se examinan varios sectores industriales y las modificaciones correspondientes de las distintas herramientas de valoración para no obviar las importantes diferencias entre ellos.

Consulta siempre las características del sector. En el sector tecnológico, casi nunca encontrarás una acción con una relación precio/ventas de 1,5, pero tampoco una de alta rentabilidad por dividendo. En el sector cíclico de los negocios relacionados con el petróleo, por poner otro ejemplo de flexibilidad dependiendo del sector o la industria, se pueden encontrar acciones interesantes con una relación precio/ventas inferior a 2,25 veces.

Relación Precio/Beneficio.

Divide el precio por acción entre los beneficios por acción. Si una acción se vende a 50\$ y tiene 5\$ por acción de beneficios anuales, la relación precio/beneficio es de 10. La relación precio/beneficio, o P/E (PER en España), es probablemente el factor más estudiado, y es el que se encuentra con mayor facilidad cuando los inversores (ya sean profesionales o aficionados) buscan un control inmediato sobre la valoración de una acción. En mi opinión, el PER ofrece una idea de la rapidez con la que se recuperaría el dinero invertido si se poseyera la empresa a largo plazo y siguiera obteniendo los mismos beneficios. Así, en el ejemplo anterior, recuperarías tu dinero en diez años si los beneficios no crecieran. En la medida en que haya crecimiento, recuperarás tu dinero antes. Por eso, los valores de mayor crecimiento suelen tener un PER más alto, pese a que el nivel de su crecimiento, o incluso a veces el motivo, sea a menudo incierto. También es la razón por la que los tipos de interés afectan tanto a las acciones. Cuanto más alto sea el tipo de interés, más rápido recuperaré mi dinero invertido en bonos, con poco o ningún riesgo de pérdida final.

Cuando el tipo de interés es lo suficientemente alto, un inversor, en teoría, recuperará su dinero tan rápidamente con la inversión en bonos que no necesita correr el riesgo de tener acciones.

Los ratios PER que los inversores “asignan” a las acciones se derivan de esta “competencia” con la renta fija y son responsables de la mayor parte de los cambios en los precios de las acciones. El PER es una aproximación a la opinión subjetiva de la masa de inversores (hay que suponer que los hechos son ampliamente conocidos por los inversores) con respecto al precio. La opinión de los inversores sobre una acción, teniendo en cuenta todo lo que saben sobre ella, se convierte en una base del precio al que se venderá la acción. Y, al igual que el precio, el PER está en constante movimiento, ya que la “P” del PER sigue cambiando, mientras que la “E” solo se modifica una vez por trimestre. En mi empresa, realizamos un estudio que mostraba que la variación media del precio entre los máximos y los mínimos de los valores de gran capitalización menos volátiles, y era de una media del 30% al año. Los beneficios de cualquier empresa rara vez cambian tanto.

Por supuesto, en el mercado se discute constantemente sobre cuál

debería ser el PER de una acción determinada, y éste fluctúa al igual que el precio. Si el PER de una acción pasa de 15 a 18, se ha elevado un 20%, y la acción está un 20% más cara. Si la acción también muestra un aumento de los beneficios del 10%, y eso se refleja en el precio de la acción además del aumento del PER, la rentabilidad total de la acción será superior al 30%. Si además hay un dividendo del 5%, la rentabilidad total será superior al 35%. Para entenderlo, la media del mercado casi nunca gana un 35% en un solo año. Pero que los inversores pasen de una acción de PER 15 a PER 20 en un año no es realmente una rareza, y es probable que ocurra con cualquier acción a PER 15 que nos venga con una notable sorpresa de beneficios al alza.

Como puedes ver, el PER es un concepto poco fiable, ya que lo definen los propios inversores, no la empresa. Y es dinámico, moviéndose al mismo ritmo que el precio, excepto cuando se anuncian los beneficios trimestrales y existe una base para que la “E” cambie. Se produce una ilusión óptica: como el PER es el resultado de una división, los números enteros parecen moverse lentamente. Pero si observamos el PER en formato decimal, veremos que cambia con la misma volatilidad que el precio. Teniendo esto en cuenta, ¿puede ser realmente útil como guía para los fundamentales de las empresas?

En teoría probablemente no, pero en la práctica el PER resulta un marcador competente para determinar qué acciones están favorecidas por el mercado y cuáles desfavorecidas, como las personas guapas con muchas citas, las acciones favorecidas obtienen más atención. Además, proporciona un buen indicador para discernir entre valores de alta volatilidad y de baja, ya que, por regla general, los valores de menor PER son también los de menor volatilidad.

Interpretando el PER

La mayoría de expertos utilizan el PER como guía para determinar el potencial de generar grandes beneficios cuando una empresa vuelva a ser favorecida por el mercado. Fíjate que no estoy diciendo que las acciones estén “infravaloradas”, sino que no cuentan con el favor del mercado. Puede que su precio sea bajo por una buena razón. Sin embargo, las oportunidades surgen cuando los inversores reaccionan a sus propios temores y venden una acción a un PER bajo, mientras que en realidad, sus problemas son temporales o ni siquiera son lo que parecían cuando los inversores estaban

ocupados vendiendo. Una cosa sí que es cierta: ¡resulta mucho más fácil que el PER de una acción pase de 10 a 20 a que sus beneficios se dupliquen!

Para nosotros, el uso del PER como “indicador de valoración” podría ser correcto, pero realmente no disponemos de la suficientemente información como para saber, en la mayoría de los casos, si la venta por parte del inversor está justificada. Sí podría ser más efectivo utilizar un PER medio bajo en cartera como acercamiento para tratar de conseguir una menor volatilidad, ya que queremos una inversión con la que sea fácil vivir y un sistema que sea sencillo de mantener, y la alta volatilidad no casa con esta idea. Si buscas la adrenalina de subir de 10 a 40 y luego volver a 10, hazlo con el dinero que no necesites, no con tu cartera de inversión.

A menos que una acción haya tenido un año “justificado” de malos resultados, el requisito mínimo para una acción de *La Mejor Inversión* es que tenga un PER inferior al del mercado. El PER debe ser, como mínimo, inferior al inverso del tipo de interés de los bonos a largo plazo. Es decir, si el tipo del bono es del 5%, el inverso (100% dividido entre 5%) es 20. El inverso del tipo de interés de los bonos es un PER justo cuando la inflación es históricamente baja o moderada; esto ha sido así durante décadas, y también se basa en la lógica de la rentabilidad del capital mencionada con anterioridad. Mientras escribo, por ejemplo, el PER del mercado calculado sobre los beneficios de los últimos doce meses (para la media de las acciones del S&P 500) es de 24, pero el tipo de interés de los bonos es del 6%. Eso significa que mi PER máximo para una nueva compra debería ser inferior a 17, y también significa que el mercado actual está caro.

De hecho, verás que los PER de las acciones válidas para nuestra cartera son normalmente mucho más bajos que el PER del mercado, así como el “tipo justo”, ya que los valores de alta rentabilidad por dividendo normalmente ocupan los deciles más bajos de PER. Pero es necesario establecer un límite superior (es decir, el PER del mercado) en caso de que encuentres, por ejemplo, una empresa industrial de buen crecimiento con ratios interesantes y quieras añadirla a la cartera. Por lo general, creo que hay que intentar trabajar muy por debajo de los límites establecidos, pero debe haber algún límite, una línea dibujada en la arena, ya que, de lo contrario, la mente tenderá a racionalizar lo que quiere hacer y a alterar las normas en cada tipo de coyuntura de mercado.

Al igual que en el caso del ratio precio/ventas, el ratio precio/beneficios (PER) también debe evaluarse en el contexto del sector en cuestión. Las empresas de servicios públicos y otros valores de crecimiento tradicionalmente lento suelen presentar un PER bajo. Lo mismo ocurre con los bancos y las compañías de seguros. Las empresas cíclicas, como los fabricantes de automóviles, de papel y de productos químicos, presentan un PER bajo incluso cuando los beneficios del mercado son crecientes. Por contra, los valores tecnológicos suelen venderse a un alto PER, por lo que cuando este ratio es bajo para ellos, es posible que los valores hayan sido desfavorecidos por el mercado y podrían ser una buena compra. Sin embargo, en la mayoría de ocasiones he descubierto que el escepticismo sobre un valor tecnológico, expresado en un aparente PER bajo, se ve confirmado por problemas que salen a la luz más tarde. En este caso, como también en otros, cazar “gangas” es complicado. La medición del PER es una especie de determinación *ex post facto*, y probablemente es seguro decir que en la mayoría de los casos, el PER es correcto dadas las circunstancias.

Lo que se pretende hallar, por supuesto, es una situación en la que el PER refleje un escepticismo infundado, que refleje el miedo al deterioro de una empresa que en realidad tiene potencial para mejorar. También, a veces, se puede encontrar un PER fuera de lugar porque el sector de crecimiento o de *momento* ha lastrado en el precio a una acción con un alto crecimiento esperado, dejando olvidada a una empresa que ha evolucionado con crecimiento moderado y con un precio bajo en relación con sus perspectivas reales y no infladas. Sin embargo, como siempre, las perspectivas deben hacerse realidad, y lo barato es solo una cualidad que se confirma a posteriori.

El PER y las acciones “infravaloradas”

Una forma de determinar si una acción con PER bajo está barata es comprobar su PER relativo histórico. En lugar de limitarse a mirar el PER absoluto, conseguirás una imagen más real estudiando el PER de la empresa en relación con el mercado, y luego en relación con su propio descuento histórico respecto al mercado. Por ejemplo, si el PER de una empresa ha sido históricamente el 125% del PER del mercado y hoy en día es el 80%, hay

muchas posibilidades de que los inversores se hayan cansado de la acción irracionalmente, y que una recuperación fundamental pueda generar ganancias enormes sobre el precio de la acción. Puedes encontrar estadísticas de PER relativo en *Value Line*, entre otros proveedores de datos.

Hemos dedicado bastante tiempo al ratio PER porque es una herramienta ampliamente utilizada por analistas bursátiles y prensa. Pero, de hecho, las diversas características que exigimos a una acción casi garantizan un PER moderado. Es importante destacar que *la literatura académica no ve al PER como un factor decisivo entre las acciones de éxito*. De hecho, muchos académicos sostienen que no hay ningún valor informativo en el PER, aunque los estudios que sí encuentran valor concluyen invariablemente que las acciones con PER bajo superan al resto a largo plazo. Esto podría interpretarse como que los sectores financieros y de servicios públicos son buenos para los inversores a largo plazo, pero esta conclusión se aplica también a los valores industriales no financieros. Algunos estudios recientemente publicados afirman que durante los últimos ciclos, el PER no era un factor importante para determinar el éxito de los precios futuros de las acciones. Pero quién sabe, ¡quizá en el periodo 1991-2010 sea el factor más poderoso de todos! Sin embargo, la verdadera lección que hay que extraer de todo esto es que muchos de los llamados expertos utilizarán herramientas analíticas para llegar a una *conclusión sobre el valor de una acción, a pesar de que la eficacia de las herramientas se demuestre discutible*. No es de extrañar que los precios de las acciones se encuentren dando tumbos todo el tiempo.

Valor contable

En teoría, el valor contable es el valor aproximado de mercado de los activos de una empresa. Sin entrar en detalles, como los ajustes de amortización y otros, el valor contable, en sentido estricto, es el valor de todos los activos tangibles de la empresa: edificios, fábricas, terrenos, equipos, patentes, derechos de autor, etc. Me gusta pensar en el valor contable como el valor a las 5:00 de la mañana; el precio de todos los bienes de la empresa antes de que lleguen los empleados y de que las máquinas empiecen a trabajar.

El valor contable, al igual que el PER, es otra forma de valorar una

acción (aunque no te indica si una acción está barata o cara, ya que solo una visión más profunda de una empresa podría acercarse). Las acciones con valoraciones más bajas han superado históricamente al mercado, lo que implica que vale la pena tenerlo en cuenta, aunque no para construir una estrategia exclusivamente en torno a ello. En general, cuanto más se acerque el valor en el mercado de una acción al valor contable de la empresa, mejor (aunque, como vivimos en el mundo real, en el que no siempre está todo tan claro, existen excepciones. Las discutiremos más adelante).

El valor contable es otra herramienta analítica de mérito discutible, aunque ciertamente existe una base racional para considerarlo y hay un conjunto de trabajos académicos que apoyan al menos un nivel moderado de utilidad. También debemos adaptar el valor contable al sector analizado, y no intentar establecer parámetros absolutos para todas las acciones. Además, si se puede ajustar con datos reales del entorno de la empresa, se puede llegar a una cifra que esté en el rango de precio que un comprador privado estaría dispuesto a pagar por toda la empresa, en cuyo caso se estaría, al menos, a medio camino de ser un verdadero inversor.

Es, sin duda, una medida relativa. Hoy en día, el S&P 500 se vende a casi 6 veces su valor contable. Recuerdo cuando el S&P 500 se vendía aproximadamente a su valor contable, ¡ni un centavo más! Evidentemente, si soy un comprador de una empresa, quiero comprar activos a valor contable o menos, ya que es más probable que obtenga un buen rendimiento del capital si mi gasto es menor.

Pero nunca hay que descartar acciones, ni hacer distinciones entre candidatas, basándose únicamente en el valor contable. El concepto es demasiado retorcido para eso. Hay todo tipo de maravillosos activos que nunca aparecen en el valor contable. Digamos que construiste una gran fábrica de refrescos de cola, que se vende bien en toda su área de comercialización. Su precio de mercado como múltiplo del valor contable va a depender de lo que los inversores estén dispuestos a pagar por tus acciones, pero nunca tendrá un valor tan grande como el de Coca-cola.

Coca Cola tiene un nombre de marca fabuloso, cultivado durante décadas gracias a una profunda inversión en marketing y relaciones públicas. ¿Dónde aparece el valor de esta marca en los libros? En ninguna parte.

Tampoco, pese a ser propietario de la mejor empresa de software o de un gran banco de inversión, se reflejaría el valor de tu excelente plantilla de profesionales en tu contabilidad. Tampoco, si fueras una empresa petrolera, y que muchos de tus mayores arrendamientos petrolíferos aún no explorados estén junto al mayor hallazgo de petróleo de la historia. La lista es interminable: hay mucho valor intangible en una empresa, un valor por el que pagaría gustoso un comprador privado, que nunca aparece en la contabilidad. Esto, por supuesto, hace que el valor contable sea un concepto algo dudoso como herramienta de análisis.

Por otra parte, al igual que ocurre con el PER, hay extremos en el valor contable que pueden tener una razón de peso. Una empresa que se vende por debajo de su valor contable está siendo valorada por el mercado por debajo del valor de sus activos tangibles. Queda por ver si es o no una ganga incluso a ese precio, aunque a primera vista lo parezca. Es algo así como encontrar un coche usado cuyo precio está por debajo del precio medio de ese modelo con esa antigüedad. Por supuesto que tiene que interesarte un precio “rebajado”, pero también tienes que razonar los *motivos* que hay detrás ese precio. Si descubres que la razón por la que el coche se ofrece tan barato es porque lo han pintado de morado, puede que hayas encontrado un chollo, suponiendo que no cueste demasiado pintarlo de color beige. Por otra parte, muchas acciones jóvenes son lanzadas al mercado y se venden por 10 o 20 veces su valor contable. En este caso, las acciones se venden obviamente por su esperado éxito futuro, pero puedes estar seguro de que no se venden por sus méritos de inversión como empresa, con su historia y cartera de activos.

Ratio Precio/Valor Contable

El punto intermedio de la relación entre el precio de mercado y el valor contable es más difícil de precisar (el ratio se obtiene dividiendo el precio de mercado por el valor contable). La mayoría de los estudios demuestran que un precio/valor contable bajo es un factor favorable, aunque cabe preguntarse hasta qué punto. El mejor enfoque es adoptar una especie de actitud inmobiliaria y buscar comparables. Hay que buscar la norma en el sector en cuestión. Fíjate especialmente en las adquisiciones recientes del sector. Éstas son las que nos pueden dar una buena idea de lo que debería ser el

precio/valor contable, ya que hubo al menos un inversor dispuesto a comprar todo el conjunto a un determinado libro de contabilidad. De nuevo, sin embargo, asegúrate de que un comparable es realmente un comparable. En general, queremos que la relación sea sustancialmente inferior a la media de las acciones y lo más cercana posible al valor contable. Cuanto más cerca esté, mayor “margen de seguridad” tendrás en caso de que tu inversión en general no resulte como esperabas, tal y como afirmaba Ben Graham. Al fin y al cabo, es más difícil que el valor contable de una empresa caiga a la mitad, que una acción caiga de 10 veces su valor contable a 5. Es fácil hacerse daño si te caes por una escalera, más difícil si ya estás en el suelo.

Modera tu búsqueda. Probablemente no sea una buena idea obsesionarse con conseguir valores con el precio/valor contable más bajo posible, ya que ese tipo de filtro te llevará a acumular un montón de empresas chapuceras y excluirá un universo de excelentes posibilidades. Sin embargo, el valor en libros de nuestra selección sí resulta deseable que sea inferior a la media del mercado. En mayo de 1998, por poner un ejemplo, la cartera de mi empresa mostró una media de precio/valor contable de 2,2. Esto no es que fuese muy bajo, pero era menos del 40% de la que reflejaba el S&P 500, y nuestros rendimientos han sido de los mejores de los últimos años (tres años de subidas de dos dígitos).

Flujo de caja

Con demasiada frecuencia, los inversores se enamoran de los “títulos” de su cartera y olvidan que el verdadero objetivo de una empresa es ganar dinero. Incluso en la moderna y evolucionada cultura corporativa de Hewlett Packard, una empresa muy estudiada por los asesores empresariales, ampliamente emulada y galardonada con premios por su gestión visionaria y ejemplar, el primer principio de su declaración de intenciones es que el objetivo de la empresa es “obtener beneficios”. Eso es una empresa, al fin y al cabo. Es algo que genera beneficios, o no. De la misma manera que una acción de *La Mejor Inversión* juega un papel en la máquina de capitalización compuesta del lector, o no. En ambos casos, si resulta ser “no”, entonces la cosa no tardará en desaparecer.

Como ya sabemos, hay muchas razones para sospechar de la exactitud de

los beneficios reportados por acción, ya que muchos factores que no necesariamente revelan la verdad del negocio pueden influir en el resultado. Pero lo que sí ha de ser transparente es el flujo de efectivo, y sobre todo, el aumento de la liquidez en la tesorería de la empresa.

Piensa en esto: la empresa que mejor sirve a sus inversores declarará los menores beneficios que pueda. ¿Suena absurdo, sobre todo teniendo en cuenta la obsesión de Wall Street por los informes de beneficios trimestrales?

Puede que lo sea a primera vista, pero tiene mucho más sentido si recuerdas que los beneficios declarados están sujetos a impuestos. Cuantos más beneficios declara una empresa, más impuestos paga. Cuantos más impuestos paga, menos ganan los inversores. Sin embargo, cuantos más beneficios declara una empresa, mejor se comportarán sus acciones en el mercado, por lo que se produce una especie de círculo vicioso para el que realmente no hay solución.

Aunque menores beneficios declarados serían deseables para la empresa, la mayoría de los directivos son recompensados con opciones sobre acciones, lo que significa que la dirección tiene un interés diferente al de un “propietario privado” de una empresa. Por otra parte, los accionistas también tienen interés en que suba el precio de sus acciones. La cuestión es, por supuesto, si una mayor revalorización de las acciones a corto plazo compensa los beneficios a largo plazo de una mejor gestión de los recursos de la empresa. La respuesta es... nunca lo sabremos a priori.

En cualquier caso, los inversores deberían prestar más atención al flujo de caja que a los beneficios declarados. Es mejor medida, porque la naturaleza de muchos negocios conlleva que los beneficios puedan ser relativamente pequeños en comparación con el efectivo total generado, y no necesariamente debido a unos márgenes bajos.

Por ejemplo, si la empresa ha tenido una gran cantidad de gastos, los beneficios pueden parecer reducidos, ya que se presentan después de la depreciación y la amortización. Por lo tanto, el flujo de caja es una cifra más transparente que los beneficios, ya que ofrece una imagen más real de la situación de la empresa. Después de todo, los cargos por depreciación no le cuestan nada a la empresa hoy; son cargos no monetarios. En realidad, la empresa está “ganando” todo el dinero que genera, pero los beneficios

parecen menores debido a las deducciones por depreciación.

El flujo de caja es tremadamente importante para determinar la seguridad de los dividendos, ya que muestra cuánto hay disponible de verdad para pagarlos, aunque mirar *PayOut* por los beneficios es más restrictivo, ya que es una cifra normalmente más baja y conservadora. El flujo de caja es casi siempre mayor que los beneficios. Sin embargo, en caso de que el ratio *PayOut* pueda ser alto, si se mira con respecto al flujo de caja se puede encontrar que hay recursos de sobra para cubrir el dividendo, aunque los beneficios puedan parecer escasos debido a una elevada depreciación. Esto es especialmente así en el caso de las acciones inmobiliarias (REITs), con una depreciación notoriamente elevada.

O'Shaughnessy también ofrece las últimas evaluaciones del ratio *precio/flujo* de caja como variable de inversión. Los resultados fueron similares a los de *precio/ventas*, aunque no tan sólidos. Los valores con una relación *precio/flujo de caja* baja superaron con creces a los que comenzaban con una relación alta. Sin embargo, por razones desconocidas, descubrió que las acciones con una relación *precio/flujo de caja* baja eran bastante más volátiles que la media. No obstante, también en este caso, los valores con los ratios más elevados obtuvieron unos resultados pésimos. Está claro que los inversores que compran acciones con una elevada relación *precio/flujo de caja* esperan grandes cosas de las empresas en cuestión. Los inversores olvidan que los negocios están dentro de una jungla. Muchas cosas pueden salir mal. Pero, obviamente, los inversores que pagan precios altos en forma de ratios elevados en ocasiones solo tienen en cuenta lo que puede salir bien.

Aumento de caja

Mi indicador favorito para una empresa madura, sana y segura. Es maravilloso. En mi opinión, es muy simple e incluso para tontos. Hasta un niño llevando un puesto de limonada puede entenderlo. *Quiero que la liquidez de una empresa sea superior a la del año pasado.* Eso significa, por así decirlo, que tiene más efectivo (activos líquidos) en el banco que el año pasado (el efectivo incluye acciones, bonos, letras del Tesoro, etc.). ¿Cómo ha conseguido esa liquidez? Sencillamente, ingresando más de lo que gasta.

Esto es casi tan buena señal para los méritos de una empresa como el

crecimiento de los dividendos. De hecho, es uno de los factores que pueden ser utilizados para aumentar las garantías del crecimiento de los dividendos.

Hay un montón de buenas razones por las que una empresa podría no figurar bien en esta métrica: una expansión de capital podría estar drenando el efectivo, o una reestructuración, una adquisición o la búsqueda de un gran impulso de marketing. Pero solo hay una razón por la que una empresa muestre más efectivo en este año que en el anterior (a menos que haya hecho una oferta de acciones o haya vendido un activo sustancial): está actualmente generando dinero. Y es dinero real, a diferencia del que reza “en los libros”.

El aumento de liquidez no solo muestra detalles reales sobre una empresa, sino que también te da información acerca de los sueños de un inversor. Dado que aquí únicamente nos fijamos en las empresas de crecimiento de dividendos, el crecimiento del flujo de efectivo implica, sin duda, un crecimiento futuro de los dividendos, ya que sabemos que la empresa dispone de efectivo para aumentarlos. El efectivo que se acumula, a menudo conduce a una recompra de acciones, que es lo más parecido a un aumento de dividendos, porque reduce el número de acciones en circulación, aumentando así los beneficios por acción y, una vez más, el efectivo por acción que está disponible para pagar dividendos. Además, el aumento de liquidez ofrece a la empresa la oportunidad de expandirse mediante adquisiciones, y también hace que la empresa sea más atractiva como objetivo de adquisición. Básicamente, es una medida de éxito, al igual que uno se siente más exitoso en su propia vida si cuenta con más ahorros al final de este año que al final del año pasado. Hay buenas razones por las que una empresa puede no mostrar un aumento de liquidez, pero siempre que lo veas, es una gran noticia.

Adquisiciones

La especulación es una forma razonablemente buena de disminuir tu cuenta de inversión y desarrollar sarpullidos de frustración. Pero a la hora de decidir entre dos candidatos a *La Mejor Inversión*, las características que hacen que una empresa sea deseable para su adquisición son también características que apuntan a una valoración más atractiva. Así que las valoraciones son herramientas que se pueden utilizar, siempre que no te vuelvas loco soñando

con operaciones que nadie excepto tú está pensando en hacer.

Una gran cantidad de dinero en efectivo que no se utiliza con relativa rapidez podría señalar a una empresa como candidata a realizar una adquisición. En nuestro debate sobre el aumento de liquidez, es posible que hayas querido llevar el fenómeno a su extremo lógico, imaginando una pila de dinero en efectivo cada vez más grande, a medida que el éxito de la empresa trae más y más dinero a su caja cada año. Obviamente, esto no puede continuar indefinidamente. De hecho, cuanto más efectivo y activos circulantes acumule una empresa, mejor será su inversión, como señaló Benjamin Graham, pero no solo porque tenga efectivo. Lo importante son las *implicaciones* de tener la liquidez. En otras palabras, ¿qué podría hacer la empresa con ese dinero?

Como hemos comentado, podría aumentar el dividendo, recomprar acciones, reducir la deuda, comprar otra empresa o crecer internamente. ¿Pero qué pasa si no hace ninguna de ellas, o lo hace menos de lo que debería? A algunos directivos les encanta tener un gran fajo bajo el colchón, o simplemente actúan con lentitud a la hora de tomar decisiones. O no encuentran la oportunidad adecuada. Mientras tanto, llega otra empresa que dice: “Vaya, esta acción se vende a 16 dólares por acción, pero tiene 10 dólares por acción en efectivo o en activos líquidos. Si pago 20 dólares por acción, recuperaré 10 dólares con la liquidez, así que en realidad solo me va a costar 10 dólares. No está mal”. Esto sucede constantemente. Un gran volumen de efectivo es miel para un negociador, y los negociadores están escudriñando el mundo empresarial en busca de situaciones con las que puedan obtener un “margen de seguridad” mediante la compra de una empresa en funcionamiento que también genere y posea mucho efectivo. Cuando las acciones estaban mucho más baratas, en los años setenta y ochenta, el dinero en efectivo de las empresas era exactamente lo que buscaban los especialistas en adquisiciones. Y cuando lo encontraban, se limitaban a pedir prestado el dinero para realizar la operación, ya que el efectivo amortizaría rápidamente una buena parte de la deuda, y la “máquina de generar dinero” que se adquiría se encargaría del resto.

Para una empresa compradora, un alto nivel de liquidez y el aumento de la misma es un atractivo por las mismas razones, pero también puede estar tratando de ampliar su propia cuota de mercado, o añadir líneas de negocio

complementarias, o simplemente eliminar a un competidor.

También es interesante pensar en los ajustes estratégicos (de nuevo, consideralos, pero no sueñes con hacerte rico al instante. En cierto modo, la consideración del potencial de adquisición de una empresa no es más que una forma de centrarse en la imagen total del valor, tanto cuantitativo como cualitativo, una forma de ponerse en el papel de un comprador privado).

Supongamos que un banco de Nueva Jersey ofrece un obvio interés estratégico para un banco del norte, como Citicorp, que desea expandirse hacia el sur, o para un banco del sur, como First Union o NationsBank, que intenta conquistar el noreste. Como una pieza clave de ajedrez, el banco de Nueva Jersey pasa a valer más de lo que valía sobre el en papel por la forma en que encaja en los planes de otros bancos. Y ese valor adicional probablemente se materializará en el mercado porque hay un comprador entre bastidores. ¿Y si te llamas Deutsche Telecom? ¿No te gustaría expandirte en Estados Unidos comprando una empresa como Quest, al igual que British Telecom intentó comprar MCI? Si fabricas manos artificiales, ¿no crees que podría ser hora de que pienses en comprar una empresa de prótesis de muñecas?

Insiders

Aquellos que cuentan con información privilegiada pueden darte una idea de lo aconsejable de una inversión en un momento determinado. Hay dos aspectos a tener en cuenta: ¿qué interés tienen ellos (miembros de la dirección y del consejo de administración) en las acciones de la empresa, y qué han estado haciendo con sus acciones últimamente? Desde el punto de vista jurídico, el término “*insider*” tiene definiciones largas y extensas, pero a nuestros efectos son miembros del consejo de administración y otros directivos.

Existen empresas, incluidas muchas de las más grandes, en las que los *insiders* poseen un porcentaje muy pequeño de las acciones en circulación. A menudo, menos del 5% de las acciones están en manos de personas con información privilegiada. Esto significa que la empresa acaba siendo dirigida en beneficio de los directivos y no de los accionistas. Si bien es cierto que los directivos suelen beneficiarse del aumento del precio de las acciones a través

de las opciones que funcionan como incentivos, ¿quién quiere ser socio de alguien así? Tú quieres una directiva que mire por el largo plazo, que asuma riesgos calculados para mejorar el futuro de la empresa, que no permanezca estática ni lo apueste todo a una única operación. Como verdadero inversor a largo plazo, quieres que tus socios tengan como única perspectiva la salud a futuro de la empresa desde el punto de vista del accionista. Evidentemente, favorecerá a las empresas en las que las personas con información privilegiada posean al menos el 15% de las acciones, y cuanto más, mejor.

A menudo se ha demostrado que los *insiders* tienen cierta “suerte” a la hora de programar sus operaciones con las acciones de su propia empresa (utilizando, por ejemplo, un horizonte temporal de un año). Aunque no hay razón para esperar que una persona con información privilegiada sepa lo que hará el mercado en general, las operaciones de estas personas en relación a la compra-venta de acciones se asocia a menudo con el desarrollo fundamental posterior de la empresa, ya sea positivo o negativo. Hay que tener en cuenta que hay muchas razones para que una persona con información privilegiada venda acciones: para pagar los impuestos, para pagar la compra de una casa o los estudios de sus hijos, para diversificar sus posesiones, o para invertir en otro de los planes descabellados de su suegro. Sin embargo, también hay un viejo refrán al respecto: “Los *insiders* nunca venden porque crean que el precio de las acciones vaya a subir”. Sin embargo, en lugar de insistir en ese aspecto, creo que uno debería centrarse en las compras inusuales. Lo contrario, por supuesto, es que los *insiders* nunca compran porque piensan que el precio de las acciones vaya a bajar. Aunque hay posibles razones para “excusar” la venta por parte de los *insiders*, en realidad solo puede haber una razón para que compren acciones de su propia empresa en un momento determinado: o bien está infravalorada, o bien están ocurriendo cosas positivas aún no conocidas por el mercado. Concéntrate en los casos en los que varias personas con información privilegiada compran juntas, o en los que una persona con información privilegiada compra a un nivel notable, digamos un millón de dólares o más. Es difícil fijar un número, ya que el patrón de información privilegiada de cada empresa es diferente y hay que analizar las transacciones y sus incentivos, pero hay varios servicios especializados en la actividad de información privilegiada que pueden ayudarte. Consulta qué aplicaciones tienes a tu disposición para más

información sobre los servicios que rastrean este tipo de actividad privilegiada.

Un estudio reciente de Lakonishok y Lee arroja conclusiones tanto negativas como positivas acerca de la teoría de que los *insiders* puedan marcar el camino hacia los beneficios. Cuando examinaron todas las acciones en su conjunto, descubrieron que no había ninguna ventaja real en comprar, por ejemplo, acciones que *insiders* hubieran estado comprando, ni en vender las habían estado vendiendo. Sin embargo, encontraron una “anomalía”: si las empresas tienen una capitalización inferior a 300 millones de dólares, se puede seguir a los *insiders* de forma fructífera. Las acciones de *La Mejor Inversión* tienden a estar en niveles de capitalización más altos (porque son empresas maduras).

En resumen

Las medidas de valoración tradicionales que pueden ser útiles son:

1. Relación precio/ventas inferior a 1,5.
2. Relación precio/beneficio inferior a la media y al inverso del tipo de interés de los bonos.
3. Relación precio/valor contable inferior al del mercado, cuanto más bajo mejor.
4. Buscar empresas con liquidez total superior al del año anterior.
5. Posibilidad de adquisición basada tanto en los datos financieros como en posibilidades estratégicas.
6. Actividad de insiders: el aumento de las compras es más importante que el de las ventas. Más relevante para las acciones pequeñas que para las grandes.

6.

¿EXISTEN LAS ACCIONES INFRAVALORADAS?

Si hay una constante universal en el mercado, es la creencia entre los inversores de poder seleccionar solo acciones “infravaloradas”. Nunca he oído a alguien proclamar que sus valores favoritos estaban sobrevalorados, o por lo menos lo bastante caros como para no valer la pena comprarlos. Ciento es que no hay nada malo en buscar gangas e intentar seguir la clásica consigna de procurar “comprar a bajo precio”, pero todas estas afirmaciones me parecen, en el mejor de los casos, poco sinceras. Tal vez se trate simplemente de un uso inexacto del lenguaje o de una forma particular de usar la jerga. Pero, ¿cómo es posible que tantos inversores cuyas carteras registran un rendimiento inferior a la media afirmen que solo compran acciones infravaloradas?

La búsqueda de los denominados valores “infravalorados” es algo peliaguda y se fundamenta en una premisa cuestionable. ¿Qué llevaría a un inversor medio a creer (o a un inversor profesional con un equipo de asistentes) que es capaz de reconocer una acción “infravalorada” que el resto del mundo, con todos los billones de dólares en profesionales y equipos informáticos, todos los ejércitos de expertos y asesores, no pueden conocer? Si lo piensas detenidamente, pensar que una acción en particular está infravalorada solo se explica por la arrogancia (recordemos que una de las ideas de las Finanzas del Comportamiento es que los inversores sobreestiman sistemáticamente sus capacidades y su intuición).

Es como si dijeran: “Soy más inteligente y perspicaz que todos esos inversores que se esfuerzan a diario por ganar dinero en el mercado”. ¡Ojalá fuera tan fácil! ¡Un genio así tendría todo el dinero del mundo!

El hecho es que, si una acción estuviera realmente infravalorada, sin riesgo aparente, los inversores obtendrían un beneficio a cambio de nada. Estaremos de acuerdo en que el mundo no funciona así.

Este concepto de acciones “infravaloradas” se opone a cualquier principio de mercado, y también al hecho de que hoy en día toda la información relevante sobre una empresa está disponible para cualquier inversor del mundo a través de internet. Ya lo he mencionado anteriormente, pero como es tan importante, vamos a repetirlo. Ya no eres el único con información, y se aplica a todo el mundo. Toda la información de la que se puede disponer legalmente está en la web y demás publicaciones y medios de comunicación especializados que publican los datos más actualizados en un abrir y cerrar de ojos. La información ya no la acaparan los inversores más expertos o con mejores medios. *Nadie sabe más que nadie* en este momento, a excepción de la propia dirección de la empresa.

Así pues, el precio de una acción depende hoy de la opinión de los inversores respecto a sucesos que han sido expuestos a la vista de todos. Si una docena de agencias de bolsa cubren una empresa, tres pueden tener calificaciones de “fuerte compra”, tres pueden tener calificaciones “neutrales” (solo alrededor del 1,5% de las acciones tienen una calificación de “venta”), y seis pueden tener calificaciones intermedias. Todos los inversores comparten el mismo entorno de mercado. Llegan a diferentes conclusiones basadas en el mismo conjunto de datos disponibles, y el peso de sus decisiones es lo que determina el precio de una acción (dentro de un margen estratégico de máximos y mínimos que delimita los rangos de precios). El precio de cualquier acción hoy en día es, en efecto, una opinión tan cuantificada como un número.

“Infravaloración” es, consciente o inconscientemente, una palabra clave. A lo que nos referimos verdaderamente es a tener la **convicción** de:

1. Que la empresa lo hará mejor en el futuro, los inversores lo reconocerán y se dispondrán a pagar precios más altos por esas mejoras aún por llegar, o
2. Que los inversores se muestran excesivamente afectados ante los problemas o cambios en la empresa y, con el tiempo, se darán cuenta de los errores que cometen, de que la empresa tiene más poder como negocio del que se le atribuye y del que están dispuestos a pagar por ello.

Pero estas dos posibles convicciones son solo creencias, cuya verdad se conocerá con el paso del tiempo. Pase lo que pase, la idea es que la empresa

lo hará mejor (nunca peor) en el futuro, y el precio de las acciones crecerá en consecuencia (obvio, los inversores que buscan valor no se interesan si creen que una empresa lo va a hacer cada vez peor). Bueno, pues eso no es realmente un análisis, sino más bien una especie de postura, una especie de sentido común. Yo mismo lo utilizo. Me digo: “Las empresas que lo han hecho bien en el pasado es probable que lo hagan bien en el futuro. Intentaré comprarlas a un precio razonable, ya que nadie me las dejará baratas, baratas de verdad”.

Es cierto que hay momentos excepcionales en los que los inversores descartan una empresa que parece perfectamente válida por razones poco evidentes, pero la mayoría de las veces no hay muchas ofertas reales (si es que las hubiera) disponibles. Otros inversores lo tienen claro: las verdaderas gangas se adquieren tal cual se encuentran. Hace muchos años trabajé en el sector inmobiliario en Manhattan. Cuando me topaba con un ingenuo que ofrecía un inmueble por debajo del valor del mercado, ¿crees que ofrecía dicha propiedad a clientes de la empresa? Por supuesto que no. ¡Me las arreglaba para comprarla yo mismo!

Pero buscar inversiones infravaloradas no es la clave de una buena estrategia a largo plazo (incluso una acción que no aparente estar barata debería ser aceptable si va a ofrecer el tipo de rendimiento por dividendo que pretendemos). El precio de una acción en el futuro, no solo depende de la “infra” o “sobre” valoración de hoy. También representa lo que le sucederá al mundo y a la empresa en el espacio de tiempo entre hoy y el año que viene. Se trata de una especie de narración de las verdaderas aventuras de una empresa a medida que avanza en el tiempo, de sus tropiezos y éxitos, de la agonía de la derrota, de la emoción de la victoria.

“Infravalorar” una acción implica creer que cuenta con un desarrollo previsto, y que inevitablemente seguirá dicho camino. Pero como ocurre en el cine, no hay una sola historia, hay millones de ellas, cada una con algo diferente sobre las demás, cada una con distintos personajes y giros argumentales inesperados.

Podría ser algo tan sencillo como: *Creo que esta acción aumentará sus beneficios un 10% el año que viene, por lo que subirá alrededor de un 10% y además obtendré mi dividendo.* O puede ser más complejo: *Esta empresa*

está a punto de vender una división que nunca les hizo ganar dinero. Van a obtener unos beneficios superiores a los previstos y con esos beneficios van a recomprar acciones. O incluso ir un poco más allá: Los precios del petróleo se van a disparar el año que viene; esta empresa petrolera será la mayor beneficiada.

Sea cual sea la situación, siempre se trata del futuro, y éste es siempre, en última instancia, incierto. Solo podemos hablar de probabilidades. Y hay múltiples factores e influencias. ¿Qué tipos de interés habrá dentro de un año? ¿Cuál será la tasa de inflación? ¿Se harán realidad los planes de esta empresa si los tipos de interés suben? ¿Y si el dólar se debilita mucho? Los factores proliferan, y cuanto más proliferan, más compleja y variable se vuelve la “historia real” de la empresa.

Pero toda opinión sobre una acción es, en realidad, una historia implícita, una narrativa sobre lo que ocurrirá en el futuro. Si *Consolidation Edison* vendió tantos gigavatios de energía en 1998, creo que venderá al menos esa cantidad en 1999. Esa es una historia, una narrativa sobre lo que ocurrirá en el curso del próximo año. Una historia probable, una historia aburrida, pero tan importante como la historia de la pequeña empresa de biotecnología que tiene un medicamento que impide el crecimiento de los tumores.

Por lo tanto, para invertir hay que alejarse de ideas sobre “infravaloración”, ya que en realidad son nociones que no aportan, expresiones incompletas e inadecuadas de la historia de la acción. Ninguna acción está infravalorada hoy en día, porque hoy “vale” lo que los inversores están dispuestos a pagar por ella, ni más ni menos. ¿Valdrá más mañana, dentro de un año, dentro de diez años? Eso depende de si su historia se hará realidad o no. Por tanto, las verdaderas preguntas son solo dos: ¿Qué probabilidad hay de que la historia se haga realidad? ¿A cuánto podrían venderse las acciones si se cumple?

La historia de las acciones

No oirás a inversores expertos hablando sobre esto, aunque tampoco se ha realizado ningún estudio académico, pero pienso que al final los inversores toman sus decisiones de forma más o menos holística, observando todos los aspectos de una empresa en conjunto, su historia completa. La mayoría de los

inversores hacen una selección de las acciones que buscan, ya sea cuantitativamente con programas informáticos o inconscientemente a través de sus prejuicios operativos. Luego suman las características de cada una, tratando de discernir entre el panorama general. No difiere tanto de comprar una casa: se ven dos docenas de casas y se consideran las ventajas y desventajas de cada una, usando criterios comparativos tanto sencillos y como complejos, ya que cada casa es diferente. Se contemplan imágenes de cada una de ellas, nos visualizamos leyendo el periódico del domingo mientras tomamos un café en cada salón y, finalmente, nos decidimos por una, por razones de las que no podemos estar totalmente seguros. Hay algo en este proceso... en el que se realiza la compra simplemente porque el comprador se siente bien...

Cuando se trata de inversiones, el asunto no es inicialmente tan emocional, y podemos analizar con mayor facilidad los diferentes componentes de forma aislada. Existe, por supuesto, en el caso de *La Mejor Inversión*, el triple requisito de alta calidad, alta rentabilidad por dividendo y alto crecimiento proyectado (algo así como requerir cinco dormitorios, cinco baños y una buena ubicación para esa casa perfecta). Y hay medidas de valor, la mayoría de las cuales tienden a ser óptimas si una empresa cumple con la triple fórmula, como bajo precio/ventas, bajo precio/beneficios, bajo precio/flujo de caja, aumento de la caja (lo equivalente a una cocina para comer, baño principal, múltiples chimeneas, piscina y barbacoa).

Pero la “historia” de las acciones, la imagen completa por así decirlo, incluye tanto la posición comercial de una empresa en el mundo como los elementos que *podrían* convertirla en una empresa mucho mejor en el futuro. Esto último puede deberse a una estrategia de desarrollo por parte de la dirección, o simplemente a que la empresa está vinculada a una tendencia social o económica importante que la sitúa en el lugar adecuado en el momento oportuno.

Busca un mercado estable

Al estudiar la posición comercial de una empresa (cómo encaja en la economía internacional, cuál es su función, cuál es su entorno), queremos ver, en primer lugar, que la actividad de la empresa implica ventas

constantes. El mercado al que sirve la empresa debe ser estable, probado, y debe requerir pagar a la empresa por su producto o servicio una y otra vez. Mejor aún, la empresa debe estar involucrada en un producto o servicio que sea una necesidad de vida: comida, refugio, comodidad, supervivencia económica, bienestar físico y, en menor medida, cosas que sean adictivas (¿sabías que durante la recesión petrolera de los años 80 en Houston el número de abonados a la televisión por cable siguió creciendo, mientras que el número de líneas telefónicas disminuyó?).

Esto supone que una buena inversión no será (a menos que haya alguna consideración de valoración especial) el tipo de empresa que fabrica lavadoras, juguetes, piscinas, martillos o gafas de sol. No será una minera de cobre o una productora de películas, ni un fabricante de vestidos, ni un minorista de catálogos de lencería, ni un promotor de casas de vacaciones. Definitivamente, no será betún de zapatos kiwi, que fabrica un producto fantástico pero que una pequeña lata de 2 dólares dura siete años. Serán empresas con un flujo de caja predecible y probado a lo largo de los años, empresas con ventas reiteradas y fiables, que no caen a un agujero negro cuando la economía se resiente o un competidor advenedizo intenta arrebatarle parte de su terreno. Serán empresas con la menor ciclicidad posible, que puedas adquirir sin necesidad de ser un prestigioso economista, ni saber exactamente en qué punto del ciclo económico nos encontramos o qué sectores estarán de moda en los próximos 24 meses. Empresas en las que el simple sentido común pueda guiarte respecto a sus probabilidades de supervivencia y prosperidad.

Piensa en ese apartamento de lujo en la mejor urbanización de la ciudad. ¿Está normalmente vacío? Piensa en las licorerías o tiendas de vinos. ¿Has descubierto últimamente algún negocio local de este sector que haya quebrado? Piensa en tu factura local de agua o electricidad. ¿Has decidido alguna vez no pagarla?

Cuando una empresa tiene una demanda sólida de sus productos, es menos probable que despiertes un día descubriendo que la acción ha perdido un 30% de su valor en bolsa. O que esas estables ventas que todo el mundo pensaba que crecerían durante el trimestre no eran tan fiables después de todo. O que un gran cliente ha retrasado su entrega unos meses. Todas las sorpresas que pueden convertir la inversión en una experiencia nauseabunda

se evitan invirtiendo en empresas con ventas periódicas y continuadas. Por todo lo anterior, a estos valores se les llaman “defensivos”. Y no es que no les pueda ir bien en el mercado durante largos periodos alcistas (de hecho, les van tan bien como a los valores “ofensivos”, y mejor sobre una base ajustada al riesgo), sino que te defienden contra las úlceras y las colitis.

Pero no vamos a conformarnos tampoco con una vieja y gorda vaca lechera pastando en los campos y produciendo leche de forma fiable todos los días al amanecer. Queremos que la situación evolucione, generar pastos y nuevos terneros, por así decirlo.

Un motor de crecimiento

A menudo, el motor de crecimiento es una división creada originalmente para atender una necesidad propia de la empresa que resulta ser un éxito en el mercado general al expandirse más allá de los servicios que ofrece la compañía. GE Capital comenzó como una división cuyo objetivo era que los distribuidores de electrodomésticos pudieran exhibir un gran inventario de productos sin tener que pagarlos por adelantado. Los recursos desarrollados en esta operación fueron fácilmente transferibles a la financiación de minoristas en otras industrias. Y luego, al arrendamiento de aviones. Y oye, qué pasa con las centrales eléctricas independientes, y así sucesivamente, hasta que hoy GE Capital es uno de los motores principales de crecimiento de General Electric, y sería una de las mayores empresas del mundo en solitario. Las empresas más pequeñas, como ALLTEL, descubrieron que la división de procesamiento de datos que necesitaban para gestionar sus sistemas de facturación y de clientes también podía ofrecer servicios a los bancos y a muchas otras empresas, dándoles así un impulso que nunca habría sido posible solo con su negocio principal de telefonía local. Lo más importante es que este impulso se construye sobre una base sólida y fiable de flujo de caja, por lo que tiene las tres cosas de las que carecen la mayoría de las nuevas empresas: capacidad de gestión, recursos financieros y un primer cliente importante: la empresa matriz.

Por lo anterior, resulta aconsejable consultar el flujo de caja básico subyacente del negocio principal. Si lo encuentras aceptable, puedes buscar circunstancias en las que haya una filial o división destacada que pueda

crecer adicionalmente de forma controlada sobre esa sólida base. No solo tienes cinco dormitorios y cinco baños, sino también tienes un solárium nuevo, ¡con una bañera de hidromasaje calentada por energía solar!

Reestructuración. También puede haber un estímulo de tipo inverso, cuando una empresa se reestructura para deshacerse de una subsidiaria o división que pierde dinero o tiene poco rendimiento. Esto puede tener un efecto tan saludable sobre los resultados de la empresa y la revalorización del precio de las acciones como el estímulo al crecimiento mencionado anteriormente. A menudo, una empresa perfectamente válida se ve arrastrada y frenada por una mala diversificación anterior que, al ser vendida o escindida, resulta ser la liberación de un auténtico lastre. Los inversores y los analistas de Wall Street se ven impulsados a centrarse de nuevo en el negocio principal de la empresa, y si les gusta lo que encuentran es probable que las valoraciones y las estimaciones de crecimiento aumenten en breve. Si lo piensas, solo hay dos razones por las que una empresa vendería voluntariamente una parte de sí misma: para centrarse en su negocio principal sin distracciones o para deshacerse de un negocio perdedor. En cualquier caso, las reestructuraciones se reciben en Wall Street con una consistencia que nunca se da en las adquisiciones.

Consolidación.

Por otra parte están los grandes consolidadores, o las empresas que han sido eficaces en las adquisiciones en industrias fragmentadas compuestas por muchos competidores más pequeños, que a menudo han logrado “crecimiento” mediante una estrategia algo más arriesgada. Hay más riesgo en el crecimiento a través de adquisiciones, ya que el adquirente nunca sabe totalmente y con certeza lo que está comprando, si el precio es correcto para una entidad ya existente, y si el ahorro de costes previsto o la mezcla de dos culturas corporativas diferentes pueden realmente lograrse. El crecimiento interno puede ser más constante y controlado; la adquisición conlleva una serie de incertidumbres. Sin embargo, muchas empresas han crecido sustancialmente creando grandes compañías a partir de otras más pequeñas, como por ejemplo: WMX (antes Waste Management), Blockbuster y Trinity Industries. En los últimos años, bancos como NationsBank, Banc One, First Union, y otros han tenido mucho éxito en la consolidación de la industria

bancaria regional, un movimiento que probablemente perdure durante muchos años más. En este caso, tanto los adquirentes como los adquiridos han realizado grandes inversiones. Si la adquisición periódica es el “motor de crecimiento” que forma parte de la historia de la acción que estás estudiando, asegúrate de que la empresa se muestra como un perro viejo en esto, de que tiene un historial probado de éxito en este tipo de iniciativas. Si es el caso, puedes apostar por ella, ya que probablemente seguirá triunfando en el futuro. En caso contrario, la empresa seguramente sea un monopolio y pueda subir los precios sin miedo a la competencia.

Recompra de acciones.

Otro motor de crecimiento es la recompra de acciones. Cuando una empresa recompra el 5% de sus acciones, por ejemplo, los beneficios por acción aumentan instantáneamente en un 5%, al igual que tu participación en los activos de la empresa. Si ésta también aumenta sus beneficios (lo que es bastante probable si tiene los medios para recomprar acciones en primer lugar), el crecimiento se verá magnificado por la reducción del capital social. Las recompras también demuestran que la dirección no considera a los accionistas como una especie de mal necesario, sino como esas partes interesadas que realmente son, partes que merecen compartir la prosperidad de la empresa. Hay varios estudios académicos que respaldan el valor de la recompra de acciones. Standard and Poor's realizó un estudio reciente que dejó claro, al menos para mí, que el número mágico es el 5%. Un estudio reciente de la analista de Prudential Securities, Melissa Brown, también se basó en el punto de partida del 5%, y descubrió que las empresas de gran capitalización con programas de recompra superaron al índice general de gran capitalización, registrando ganancias del 21% frente al 15,5% del total de acciones grandes. La mayoría de estudios restantes han constatado que las empresas con programas de recompra superan a sus homólogas en un 3-5% anualmente durante largos períodos.

Cuando veamos una recompra del 5% adoptada por la directiva de una empresa, debería ser una clara candidata para nosotros, ya que las probabilidades estadísticas favorecen un rendimiento superior al de otras acciones. Además, es muy probable que, aquellos que realizan una recompra, la amplíen o realicen otras cuando la primera se concluya. Y, a parte de todos

los beneficios fundamentales, tenemos un gran comprador de acciones en el mercado, que conoce íntimamente sus datos y perspectivas, y que está más que feliz de comprar en depresiones y proporcionar apoyo, ya que toda la filosofía de una recompra se centra en el aumento del precio de las acciones a largo plazo. Hay algunos analistas que se muestran escépticos sobre el valor de las recompras debido a que muchas no se completan. Aunque sería difícil basar una estrategia exclusivamente en las recompras, no hay duda de que son un *plus* y una de las características con mayor potencial de *La Mejor Inversión*.

Un viento de cola.

Otro motor de crecimiento se da cuando una empresa ha izado sus velas justo cuando sopla el viento a favor. ¿Recuerda la famosa escena de El Graduado en la que se le aconseja a Dustin Hoffman que la palabra clave de su futuro es “plástico”? El contexto es que incluso a un joven muy pasivo le puede ir bien si se involucra en un negocio con un enorme crecimiento intrínseco. Se dejará llevar empujado por la ola, aunque no tenga un especial talento. Una empresa como AMP, líder mundial en conectores eléctricos, podría haberse quedado en una historia aburrida e improductiva durante los últimos veinte años si el mundo no se hubiera convertido en una gigantesca entidad de conexiones electrónicas. Corning Glass aprovechó su experiencia en todo tipo de productos de vidrio para convertirse en un líder de comunicaciones de fibra de vidrio. American Water Works implementa un sistema tras otro en todo el país a medida que los municipios se percatan de que no pueden o no quieren realizar las mejoras necesarias para optimizar sistemas anticuados y que no cumplen con las nuevas normativas medioambientales. Del mismo modo, AES Corp. ha aprovechado la nueva ola de desregulación eléctrica para construir y comprar plantas en todo el país, y también ha promovido un enorme crecimiento en el suministro de energía eléctrica a los países en desarrollo de todo el mundo. Sin esa megatendencia, no habría mercado para sus servicios.

Así que, la historia de una acción incluye algo más que recompras, reestructuraciones y cambios de gestión, también comprende el entorno general en el que funciona la empresa, el viento con el que navega.

Limitarse a invertir en temáticas se aleja mucho de nuestros principios de

alta calidad, alto rendimiento y alto crecimiento. Pero los factores macro no deben ser ignorados cuando se comparan los candidatos entre sí.

¿Gangas?

Creo que ya he dejado clara mi opinión sobre el concepto de infravaloración. Una acción normalmente tiene un precio acorde con su situación actual, porque ¿cómo puede tener una acción un valor distinto al que los inversores están dispuestos a comprar y vender? Pero esta afirmación incluye situaciones en las que esos inversores actúan emocionalmente, o incluso con desdén. La historia de una acción, a ojos de un inversor concreto, puede transmitir que otros inversores están valorándola de forma irracional. Evidentemente, la diversidad de opiniones es lo que hace que haya un mercado, pero en este caso hay que ser conscientes de que el precio de la acción se basa en un fuerte y palpable contexto emocional. Un buen caso en el que esto se manifiesta con cierta regularidad es cuando las acciones percibidas como de crecimiento “ pierden su valor”, es decir, cuando presentan unos beneficios decepcionantes. Si la cifra es lo suficientemente mala, los inversores en crecimiento se deshacen de las acciones a cualquier precio, en ocasiones reduciendo un 50% o más en una sola semana o incluso día. En este caso, podríamos encontrarnos con que, si bien la acción ha fracasado por ahora como vehículo de crecimiento, a los precios actuales podría ser un premio al valor. Las emociones de los inversores y gestores puede crear una ventana de oportunidad temporal, cuando el resto de factores son también favorables.

Puedes interesarte por ese tipo de acciones con la hipótesis provisional de que la venta es excesiva y se debe a factores seculares del mercado que se revertirán, y no por los fundamentos principales de la empresa. ¿Recuerdas cuando el reactor nuclear de Three Mile Island sufrió un accidente y tuvo que cerrar? Los inversores también liquidaron sus acciones, a pesar de que General Public Utilities era una importante empresa de servicios públicos del Atlántico con un largo historial de operaciones y un buen número de buenos activos. Las acciones se desplomaron como el mercado de 1929, y pasó a convertirse en una de las inversiones más rentables del mundo durante los siguientes diez años.

Reconozco que, de vez en cuando, unos acontecimientos puntuales y unas necesidades concretas de determinados gestores de fondos, así como la histeria colectiva, pueden establecer unos precios temporalmente irracionales. Pero se trata de excepciones, y hay que ser rápido y oportunista para aprovecharlas, porque hay un ejército de inversores ávidos de beneficios que también las percibirán, y son conscientes de que la histeria colectiva suele curarse con bastante rapidez si hay valor en la empresa.

En el curso normal de los acontecimientos, no existe la infravaloración, solo historias que pueden hacerse realidad o no. Para nosotros, una buena historia implica encontrar empresas sólidas con buenas rentabilidades por dividendo cuyas perspectivas a largo plazo se caractericen por un crecimiento moderado y fiable (un crecimiento que será suficiente para seguir aumentando el dividendo), incrementando constantemente nuestros ingresos corrientes y creando así una presión al alza sobre el precio de la acción. Es una historia aburrida, pero funciona.

En resumen

1. Quienes afirman que ven la “infravaloración” suelen ser arrogantes o carecen de perspectiva.
2. Hay información por doquier y disponible para todos; ¿cómo podría una acción estar infravalorada?
3. El concepto de valor es, en realidad, una narrativa. Es como imaginar, al contar una historia, qué ocurriría en el futuro.
4. La historia de una acción debería incluir:
 - A. Ventas consistentes con incrementos moderados.
 - B. Algún tipo de motor de crecimiento.
 - C. Una dirección que haya mostrado preocupación por los accionistas en el aumento de dividendos y recompra de acciones.
 - D. Un entorno operativo real que apoye la noción de que el historial de excelencia de una empresa no se verá inhibido sino más bien reforzado por las tendencias económicas conocidas.
5. En ocasiones, las gangas pueden aparecer en circunstancias especiales, pero en general solo hay historias con diferentes grados de

credibilidad.

6. Lo “normal” es que una empresa tenga unas perspectivas bien definidas a largo plazo, incluida la alta probabilidad de que se produzcan aumentos de dividendos que acaben por impulsar el valor de sus acciones.

NOTA:

Decir que una acción debe tener una historia comprensible y creíble que esperamos que se desarrolle en un futuro previsible es muy diferente de la idea de buscar una “acción con historia”. Esto último es un tipo de bestia muy diferente. Una “acción con historia” suele tener una nueva tecnología o haber descubierto ciertos recursos, y se vende a precios astronómicos basándose en lo que podría ocurrir en el futuro. Para nosotros, el concepto de una “historia” es un conjunto de personajes y una línea argumental que respalda el verdadero atractivo de inversión de un negocio experimentado y sólido que puede evaluarse utilizando ratios y modelos empresariales estándar. En otras palabras, la historia por sí sola no es motivo suficiente para invertir (mientras que para los inversores en “acciones con historia”, una historia atractiva es la *única* base para el tipo de compromiso que solo puede llamarse especulación).

7.

GRÁFICOS QUE TE PUEDEN AYUDAR

Se trata de un tema especialmente interesante para mí, ya que mi empresa de gestión comenzó siendo una boutique de investigación institucional especializada en un tipo de análisis técnico cuantitativo propio. A principios de los 80, en lenguaje humano ordinario, enseñamos a un ordenador a leer gráficos y a determinar qué señales y patrones tienen realmente valor para la inversión.

Durante años, los investigadores habían sostenido que el análisis técnico (la evaluación exclusivamente gráfica de la acción para determinar si es probable que tenga un buen rendimiento en el futuro sobre una base absoluta o relativa) era una especie de chiste. Era un arte practicado por personajes delirantes sin ningún tipo de fundamento posible. Varios académicos emprendieron estudios para demostrar la falta de valor del análisis técnico, aunque si te fijas, se puede observar que estos estudios eran iniciados simplemente con el único objeto de ser publicados, ya que ningún analista técnico, incluso de nivel intermedio, haría uso de las señales y patrones que los académicos habían “demostrado” que no tenían valor. Sería algo así como afirmar que la predicción es absolutamente imposible en cualquier marco temporal, y para demostrarlo nada mejor que examinar a veinte estudiantes chupándose el dedo índice y poniéndolos mojados en el aire.

Sin embargo, en dichas evidencias se ignoró el trabajo de Markowitz y Sharpe, ganadores del premio Nobel, que incluían en sus estudios y conclusiones el “misterio” de las acciones con un alto “alfa”, es decir, altos rendimientos que no podían explicarse simplemente por el hecho de que las acciones eran más volátiles, lo que era básicamente una anomalía del *rendimiento relativo*. A pesar de toda la palabrería sobre la eficiencia del mercado y la fijación de precios más o menos perfecta basada en la información disponible, ciertos valores que mostraron un alfa elevado

durante un año (una fuerza relativa elevada durante un año) tendieron a superar al mercado en el año siguiente. Desde entonces, numerosos estudios han confirmado el valor del exceso de fuerza relativa como característica atractiva de una acción. Esta confirmación en estudios como los de Jagadeesh y Titman, *Journal of Finance* (marzo de 1993), y los prestigiosos Fama y French, *Journal of Finance* (marzo de 1996), que mostraban la validez estadística de la fuerza relativa como factor, ha sido, naturalmente, rápidamente exagerada hasta el exceso en la creación de un “estilo de inversión de impulso” que ha tenido resultados muy dispares. Pero cuando empezamos a investigar, no había más que burlas hacia la ventana técnica en las finanzas.

El análisis fundamental no tiene la última palabra

Me costó mucho comprender esta actitud, ya que todas las estrategias de inversión son formas de cuantificar probabilidades, ya sean supuestas o probadas. Sin embargo, en este caso, la mente humana está tal vez mejor tipificada por la mentalidad del aficionado a los deportes. Dado que la visión consensuada del mundo asume que los precios de las acciones son una consecuencia de las tendencias fundamentales de las empresas y no al revés (y yo nunca lo discutiría), también asume que cualquier factor que no esté directamente relacionado con los fundamentos de las empresas no puede tener ninguna relación con el precio de una acción durante ningún periodo de tiempo. La mentalidad inversora convencional, encerrada en la principal (y no incorrecta) suposición de causa y efecto entre los fundamentos y los precios, parece tratar a las acciones como si fueran jugadores de béisbol. Este jugador tiene un buen golpeo y un buen brazo, pero aquel tiene velocidad y es excepcional en defensa. Este es mayor, pero aún puede jugar un par de temporadas más, y aquel es demasiado joven para tanta presión.

Comparar los *fundamentales* de las acciones, de estilos o carteras y discutir sobre los méritos relativos de las que poseen los atributos, o sobre los atributos mismos, es todo lo que el sector financiero profesional puede tolerar. Si vas y dices que “los jugadores y los equipos tienen buenas rachas”, serás rechazado por plantear cuestiones que no pueden ser discutidas, ya que todo el mundo sabe que al final el equipo que gana es considerado como el

mejor y el jugador con más *home runs* es, por este causal, el mejor bateador.

Intentaré no irme por la tangente. Basta decir que los profesionales de la inversión se sienten incómodos con todo lo que no sea la narrativa de su estrategia y de las acciones que la constituyen. Todas las declaraciones deben conectarse con una premisa básica y guiarse por ella: los precios de las acciones son consecuencia de los fundamentos de la empresa.

Este pensamiento está ciertamente anticuado, aunque es un tipo de razonamiento tan arraigado que el mundo inversor lo acepta por derecho. Pero ya hemos visto que las Finanzas del Comportamiento reconocen que las inversiones se suceden en el mundo real, no en un mundo perfecto, y que los inversores son seres humanos que se comportan de forma “demasiado humana”.

Dado que los inversores pueden conocer toda la información relativa a las acciones (ahora más que nunca), hay poca o ninguna explicación real para justificar el cambio de los precios, y pese a ello lo hacen constantemente. Opino que si se va a mantener la idea de que las acciones siempre tienen un precio “adecuado”, debería poder explicarse de alguna manera el hecho de que los precios cambien continuamente. Pensemos en el Crack de 1987. Un día las acciones valían X, y al día siguiente valían algo así como X menos el 25%, aunque no había ninguna noticia que justificara la diferencia. Evidentemente, ésta tenía algo que ver con la mecánica de la negociación de futuros y el llamado *margin* de la época, pero la verdadera diferencia en este y cualquier otro cambio notable de precios es que el sentimiento de los inversores hacia las acciones había cambiado. Es el factor más infravalorado a la hora de determinar los precios de las acciones, especialmente a corto plazo. Pero existe y está presente en todo momento. Cuando los economistas dicen que el precio de una cosa (o de una acción) es lo que los compradores y vendedores están dispuestos a pagar y vender respectivamente, simplemente están de acuerdo con la noción de que la subjetividad en la idea de los precios de las acciones no puede ser ignorada.

Descubriendo el sentimiento de los inversores

Pero, ¿cómo saber lo que sienten los inversores con respecto al mercado o a una acción en concreto? Al fin y al cabo, el mundo es inmenso y las legiones

de inversores son igualmente vastas, y no podemos preguntar a un grupo tan enorme. ¿Cómo saber lo que sienten los inversores en cada momento?

La premisa del análisis técnico, el arte y la ciencia de evaluar gráficos de precios, es que la posición subjetiva de los inversores puede deducirse en base a la forma en la que se comportan, de la forma en que cotizan sus acciones. En realidad, no es algo exagerado. Si veo a una pareja que se ríe, se abraza y se coge de la mano, puedo inferir razonablemente que se quieren. Podría equivocarme por alguna razón, o podría no durar mucho la relación, pero en ese momento siento cierto grado de confianza al identificarlos como enamorados porque muestran signos claros de *amor*.

Aunque hay mucho ruido o transacciones que no tienen ningún significado especial (quizás la mayor parte del comercio de acciones es ruido), los intercambios extraordinarios reflejados en los patrones de precios y en el volumen te permitirá, según la teoría técnica, predecir el comportamiento posterior (o al menos el rendimiento en relación con la media de las acciones) de cara al futuro, y conducirá, en consecuencia, a rendimientos superiores. Al examinar los gráficos o el historial de precios y volúmenes, los analistas técnicos pueden encontrar *puntos clave* que han señalado movimientos de precios prolongados en el pasado cuando se han superado, o *patrones destacados de precios y volúmenes* que, asimismo, han presagiado movimientos de precios importantes. Como los gestos de los enamorados que podemos leer tan claramente, también leemos las rupturas de los precios hacia nuevos máximos o mínimos como una señal de que algo está sucediendo en la empresa o en la actitud de los inversores que la siguen. Si el rango normal de precios semanales entre máximos y mínimos de una acción es de dos puntos y de repente se mueve cinco puntos en una semana, este comportamiento anormal se convierte en algo digno de mención como posible predictor de lo que podría ocurrir con los precios.

Pero sabemos que hay muchos usuarios del análisis técnico (cada uno con su propia visión del asunto), y también sabemos, por decirlo de forma amigable, que no muchos analistas técnicos son ricos. Aunque estos tipos suelen afirmar cosas como si tuvieran una bola de cristal, digamos que no parecen tener tanto dinero como se esperaría. La pregunta que mi socio y yo nos propusimos responder hace casi dos décadas fue la siguiente: ¿hay algo aprovechable en el análisis técnico? En otras palabras, ¿qué señales

funcionan de verdad?

Probando las teorías

Una cosa sabemos con certeza: las acciones presentan series de autocorrelación. ¿Suena demasiado elaborado? Autocorrelación: cuando una cosa tiende a parecerse siempre a sí misma. Serie: tener la cualidad de presentarse dentro de un patrón de repetición. *Traducción sencilla*: las tendencias existen.

Descubrimos que los precios de las acciones individuales y del mercado siguen tendencias claras, y las acciones individuales muestran patrones similares en relación con la media del mercado, con un rendimiento superior o inferior durante varios meses. La cuestión es, por supuesto, ¿cuándo comienzan y terminan esos períodos de varios meses?

Creamos una base de datos informática con más de dos mil valores, que incluía unos veinte años de datos de precios y volúmenes de cada valor. A continuación, procedimos a establecer algoritmos para descubrir todas las pautas y señales técnicas conocidas que los profesionales han utilizado a lo largo de la historia de los mercados, escribiendo fórmulas para todo, desde el cruce más básico de una media móvil hasta el indicador RSI de Welles Wilder, pasando por diversas variaciones de la medición estocástica (aleatoriedad). También codificamos la mayoría de mis propias ideas técnicas originales, incluyendo elementos como el método Momentum-Gap, sobre el que había escrito un libro en 1978. En parte por una corazonada, también creamos un abanico de formas de observar la fuerza relativa (el rendimiento de una acción en comparación con la media del mercado durante un período de tiempo determinado) y los muchos patrones de despliegue que puede mostrar la fuerza relativa. Esto tenía sentido para mí. Al fin y al cabo, lo ideal en una cartera sería mantener una selección de valores que superasen todos a la media. Y si tuviéramos razón sobre la autocorrelación, y si además los creadores de la Teoría Moderna de Carteras tuvieran razón en que el "alfa" (otra forma de expresar la fuerza relativa) persiste durante más de un año, entonces podría ser posible identificar, en un momento dado, un universo de valores con más probabilidades de superar el rendimiento por motivos puramente técnicos.

Incluyendo todos los algoritmos y sus variantes, cada acción pasaba por una criba de al menos 300 fórmulas, y un día de evaluación de todas las acciones equivalía a varios miles de millones de cálculos.

Lo que descubrimos, tras más de cuatro billones de cálculos y muchos meses de tiempo de procesamiento después, fue que cuando se probaban los enfoques técnicos cuidadosamente seleccionados por ordenador, exigiendo que éste efectuara operaciones cuando se cumplían los requisitos de una señal, había muy pocas que ofrecieran la promesa de superar al mercado, y no pudimos encontrar ninguna que realmente lo fuese a superar con certeza. Para ser justos, muchas (si no la mayoría) de las señales no pueden ser codificadas de forma absoluta, ya que hay mucha interpretación involucrada en el uso de estas herramientas. Además, comprobamos que, cuando había algún valor añadido o con potencial para ello, la concentración de potencia estaba en los valores de gran capitalización. Los valores pequeños se movían aparentemente con demasiada velocidad por parte de muy pocos actores, y las señales falsas hacían estragos en las pequeñas empresas.

Estas conclusiones eran deprimentes. Habíamos invertido una enorme cantidad de tiempo y energía, y no teníamos más que montañas de papeles. Por supuesto, estábamos dispuestos a admitir que no era posible demostrar la eficacia técnica, al menos dentro de nuestras capacidades. Pero emprendimos este proyecto para determinar lo que funcionaba, no lo que no funcionaba, y estaba convencido de que en algún lugar de nuestros datos podríamos encontrar patrones que generaran rentabilidad si fuésemos capaces de mirar los datos de la manera correcta. El hecho de que las acciones mostraban tendencias tanto en el rendimiento absoluto como en el relativo era tan claro como que veía mis propias manos. ¿Por qué no podíamos encontrar fórmulas que identificaran estas tendencias y cómo usarlas?

Lo intentamos de nuevo, esta vez empleando un principio que se había convertido en fundamental en el desarrollo de software en IBM: la información es más valiosa cuando se ve reforzada por la misma conclusión surgida desde diferentes algoritmos. Con nuestra habitual afición a la jerga grandilocuente, acuñamos la frase “simultaneidad múltiple” para describir el momento que buscábamos, el momento en el que múltiples señales llegan todas a la misma conclusión y todas llegan al mismo tiempo. El Dr. Mike Howard, que había desarrollado anteriormente software para sistemas de

navegación de misiles balísticos, llegó a crear una pantalla gráfica que parecía un campo de batalla espacial de La Guerra de las Galaxias. Cuando se activaba una señal, enviaba una especie de pistola de rayos a través de la pantalla hasta el punto del gráfico de precios en el que se activaba. Cuando se activaban muchas señales a la vez en el mismo punto de precio, se podía ver con claridad: los rayos de luz convergían en ese punto desde todas las direcciones e iluminaban la pantalla como un fuego antiaéreo sobre Bagdad.

Por fin conseguimos buenas respuestas, y por buenas me refiero a que por fin obtuvimos algo de lo que buscábamos (y también nos dimos cuenta de que gran parte de la ciencia debía estar sesgada por la búsqueda de cumplir un postulado o teoría pre-empírica).

Los mejores patrones

Podría escribir un libro con las conclusiones que sacamos de nuestro estudio cuantificando el enfoque técnico. Sin embargo, para destilar la cuestión a efectos de la estrategia de este libro, propondré que los gráficos pueden ayudarte con la inversión en *La Mejor Inversión*, independientemente de lo que el Antiguo Testamento pueda afirmar en contra.

Los gráficos pueden ayudar, pero son solo una herramienta más: útiles cuando se emplean como parte de un conjunto de herramientas de análisis que incluyen, principalmente, aquellos factores fundamentales que afectan a cada acción. Los gráficos pueden ayudarte a actuar rápidamente si es el momento de vender, o a esperar un mejor momento para comprar. Como recurso de planificación, los gráficos te facilitan la toma de decisiones sobre la incorporación de acciones o la reducción de las mismas. Lo que los gráficos no pueden hacer por sí solos es indicarte qué debes comprar o vender.

He resumido la información necesaria en unos cuantos principios muy útiles. No te sugiero que te sumerjas en exceso en la parte técnica: podrías acabar mezclando conceptos y alimentar cualquier tendencia obsesiva latente que puedas ocultar en tu interior.

Lo más importante no son las roturas de máximos, ni los cruces de medias, ni las resistencias, ni los ciclos, ni ninguno de los otros términos que los analistas técnicos suelen esgrimir. El elemento clave es la fuerza relativa.

Permíteme repetirlo para que quede claro: **el elemento clave es la fuerza relativa.**

La fuerza relativa es, sencillamente, el desempeño de una acción en relación con el mercado general (o cualquier índice relevante). Se calcula dividiendo el precio de una acción cada día por el precio del índice en ese día. Cuando las empresas hacen las cosas bien y/o las condiciones del mercado son adecuadas para ellas, los inversores tienden a moverse en su dirección, generando una mayor fuerza relativa. Presta menos atención a la variación real del precio de una acción y más a la fuerza relativa. Es una medida mejor, ya que en los momentos en que la mayoría de los valores se mueven al alza, fijarse solo en el precio puede dar una falsa idea de la fortaleza de un valor, cuando en realidad puede ser simplemente un barco a la deriva que ha sido llevado por la marea. Cuando los valores bajan, una mayor fortaleza relativa puede manifestarse en una menor caída. Y esto es lo que buscamos: valores que puedan capear los descensos sin que necesites deshacerte de ellos.

Existen todo tipo de gráficos elaborados por diversos editores, así como softwares, que pueden representarte la fuerza relativa. Aquí he reproducido un gráfico semanal de Clorox publicado por *Securities Research* en Boston, que muestra una acción al alza con una fuerza relativa superior. (Nótese en la Figura 7-1 el aumento de la fuerza relativa (línea A) en 1994 y de nuevo en 2001).

Fíjate en el aumento constante de los dividendos (línea B) a partir de 1993 y su paralelismo con los beneficios (línea de puntos oscuros). ¿Quién iba a pensar que una empresa tan antigua valdría tres veces más en 1997 que en 1994, y dos veces más en 2005 que en 2001? ¿Cómo pudieron los inversores ser tan “tontos” en 1994? ¿Es que acaso estaban miopes?

Figura 7-1



En el siguiente ejemplo (Figura 7-2), Procter and Gamble, una de las más grandes y estables empresas de la historia, se desploma en el año 2000 por un error en los beneficios relativamente menor. Estos son los momentos que los inversores *contrarian*, los inversores en valor y los inversores de *La Mejor Inversión* aprecian. Pero, ¿cómo saber si estamos ante algo que se mantendrá en el tiempo o ante un giro definitivo de la tendencia en el que el pasado se pierde para dejar paso a un futuro incierto y oscuro? Hay que fijarse en el volumen y la fuerza relativa.

Observa la progresión a largo plazo en la Figura 7-2 de los aumentos de beneficios y dividendos, con un descenso relativamente insignificante en el año 2000 (**A**). El volumen de dicho descenso fue como la noche y el día en comparación con las operaciones anteriores (**B**), lo que indica una transferencia de acciones de manos débiles a manos más valientes y fuertes (recuerde que siempre hay un comprador al otro lado de la operación de venta). Cuando la indicación de la fuerza relativa empezó a subir en los meses siguientes, los técnicos nos dijeron que no había moros en la costa (**C**), y que los inversores nerviosos se lamentarían cuando lo analizaran en retrospectiva. Obsérvese que nunca se interrumpió la marcha constante de incrementos de dividendos.

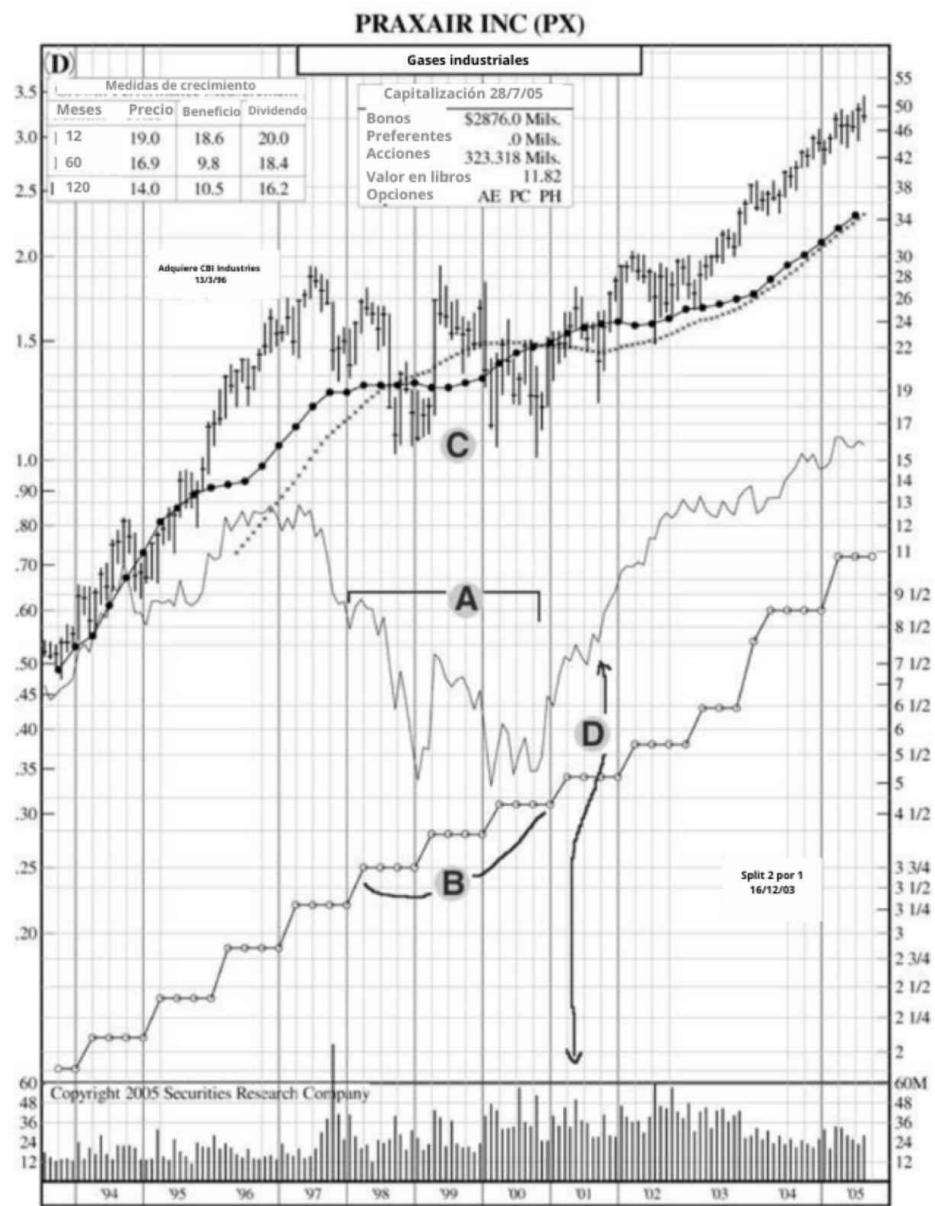
Figura 7-2



Fragilidad relativa a 3 meses

Uno de los aspectos más intrigantes que encontramos en nuestras investigaciones es que uno de los predictores más potentes de la evolución futura de los precios es un *mínimo de seis meses de fragilidad relativa*, seguido de un notable aumento de la fuerza relativa. Esto es especialmente útil para nuestros propósitos, ya que cuando el precio de una acción baja, su rentabilidad por dividendo aumenta. Comprar acciones *después* de que un periodo de fragilidad relativa (fuerza relativa negativa) haya terminado, aparentemente ofrece mayor probabilidad de un rendimiento futuro mayor. ¿Pero qué significa “haya terminado”? Hay una variedad de patrones que pueden indicar el fin de la fragilidad relativa; el más fácil y sencillo para la mayoría de los inversores es la ruptura de una línea de tendencia convencional. Una tendencia se define como una serie (¡ahí está esa palabra otra vez!) de máximos decrecientes. Se rompe cuando se supera el máximo más reciente, como en el gráfico de Praxair (7-3).

Figura 7-3



Praxair, un proveedor de gases industriales, tuvo un rendimiento relativo miserable entre los años 1997 y 2000 (**A**), a pesar de que los dividendos (**B**) y los beneficios (**C**) aumentaron constantemente durante el periodo. Esta extrema desconexión entre los fundamentos y el precio de las acciones habría resultado realmente frustrante para cualquier inversor que no utilizara una “hoja de ruta” técnica, ya que pasaron cuatro años hasta que el valor renació de sus cenizas. Sin embargo, utilizando este tipo de imágenes gráficas como guía, se podía esperar que la fuerza relativa cambiara de rumbo (**D**), en este caso acompañada del factor positivo de un volumen relativo saludable (**E**). Al fin y al cabo, ¿quién querría mantener un valor cuya característica más notable es una fragilidad relativa cuando hay tantos candidatos aptos que exhiben fortaleza relativa?

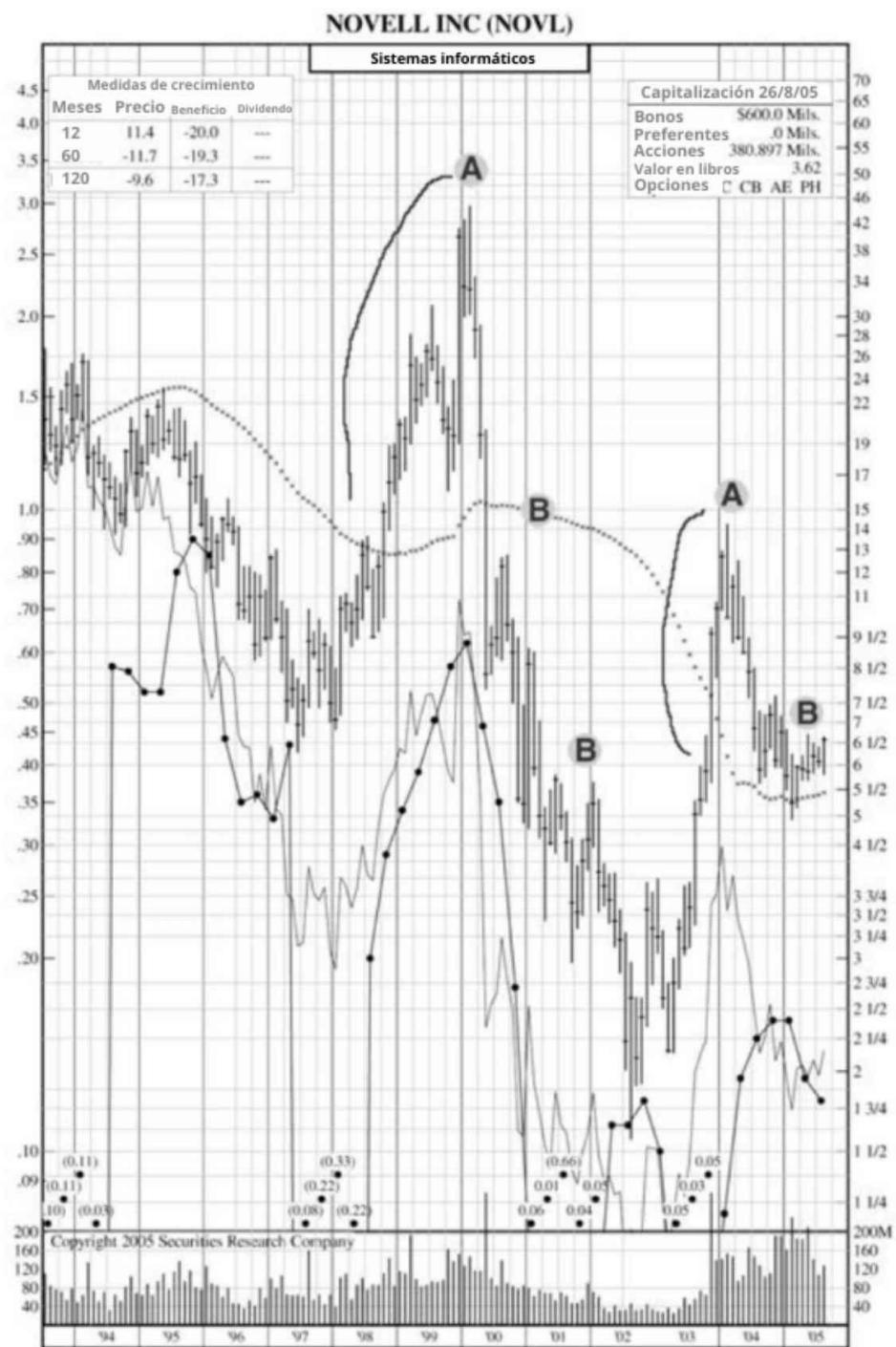
El periodo de fragilidad relativa casi parece actuar como un periodo de acumulación de presiones para muchos valores, y que cuando desaparece, superan sustancialmente sus problemas de rendimiento. Suele representar una época de escepticismo de los inversores: gran parte de las grandes empresas son de la “vieja economía” y los inversores, en ese periodo de finales de los 90, se mostraban extrañamente cautelosos respecto a lo real, lo racional, lo probado por el tiempo o lo necesario. Pero cuando el escepticismo se convierte de nuevo en amor, puede ser un sentimiento apasionado y sinfónico.

Aunque la “fórmula” de requerir al menos seis meses de rendimiento inferior en el precio junto con una indicación de mayor fortaleza relativa es mi patrón preferido para comprar el tipo de acciones que buscamos, la realidad no es siempre tan clara como para que se presenten situaciones ideales para invertir.

Figura 7-4



Figura 7-5



Cuando todo está a favor

Considerando que la fórmula de alta calidad, alta rentabilidad por dividendo actual y alto crecimiento del dividendo es mucho más importante que cualquier patrón técnico, y que los “mapas” técnicos son solo herramientas pero no tan útiles como un cerebro analítico bien afinado, el otro tipo de patrón que hay que buscar al comprar acciones para *La Mejor Inversión* es uno en el que todo esté en concierto. Las tendencias de los precios a corto plazo deberían moverse al alza, así como las tendencias de los precios a largo plazo y la fuerza relativa tanto a corto como a largo plazo. Las tendencias deberían ser sostenidas y estables, no bruscas. Deberían parecerse a la Figura 7-4, lo que implica una ausencia de vendedores.

Todos los indicadores clave de Hershey (tendencias de precios a corto y largo plazo (**A**) y fuerza relativa (**B**)) están en una pendiente ascendente moderada y sostenible, y estos factores técnicos apoyan a los fundamentos (dividendos (**C**) y beneficios también en ascenso constante (**D**)).

No hace falta ser un prodigo, ni convertirse en un experto en pescar valores hundidos, sobre todo si ese tipo de acciones te vuelven un inversor psicológicamente inseguro. Como hemos mencionado a menudo, *la calidad es siempre una oportunidad*. Es mejor unirse a una empresa de calidad a mitad de camino que preocuparse por si has pagado o no el precio más bajo posible de una acción.

Las tendencias en los precios de las empresas saludables no deberían mostrar una abundancia tan caótica de codiciosos y nerviosos compradores, como vemos en la Figura 7-5.

Una vez que una acción se vuelve “parabólica” como en (**A**), se enfrenta a todo tipo de riesgos a la baja. De hecho, es normal que este tipo de valores ofrezcan un riesgo de caída a corto y medio plazo del 40%-50% (**B**). No son muy divertidas de mantener, incluso si los fundamentos se mantienen intactos.

¿Te parece que los dos tipos de patrones que nos gustan se contradicen

entre sí? Recordemos que el primero busca un valor que haya estado en una tendencia general alcista a largo plazo (lo que casi siempre va a ser el caso de nuestro universo de alta calidad), pero que haya sufrido recientemente un descenso relativo del precio (por la razón que sea) antes de empezar a mostrar fuerza relativa. El segundo requiere que no haya ningún descenso previo. No, no son contradictorios; son dos patrones que tienen un perfil estadístico positivo cuando se prueban científicamente durante muchos años y en muchos tipos de mercados diferentes. El primero (que requiere un periodo previo de bajo rendimiento) tiene una “media de bateo” mucho más alta a la hora de elegir futuros ganadores, y sus acciones seleccionadas muestran menos volatilidad. Pero si te enfrentas a un mercado que ha estado subiendo durante un año, o a uno fuerte para el tipo de valores que compramos, y tienes dinero para invertir, no encontrarás el patrón técnico ideal, y necesitarás un patrón que funcione en las condiciones presentadas. En otras palabras, hay varios caminos para llegar a Roma, solo hay que escoger el camino más adecuado para nosotros. Sus parámetros y técnicas deben adaptarse, en cierto modo, a las condiciones actuales del mercado.

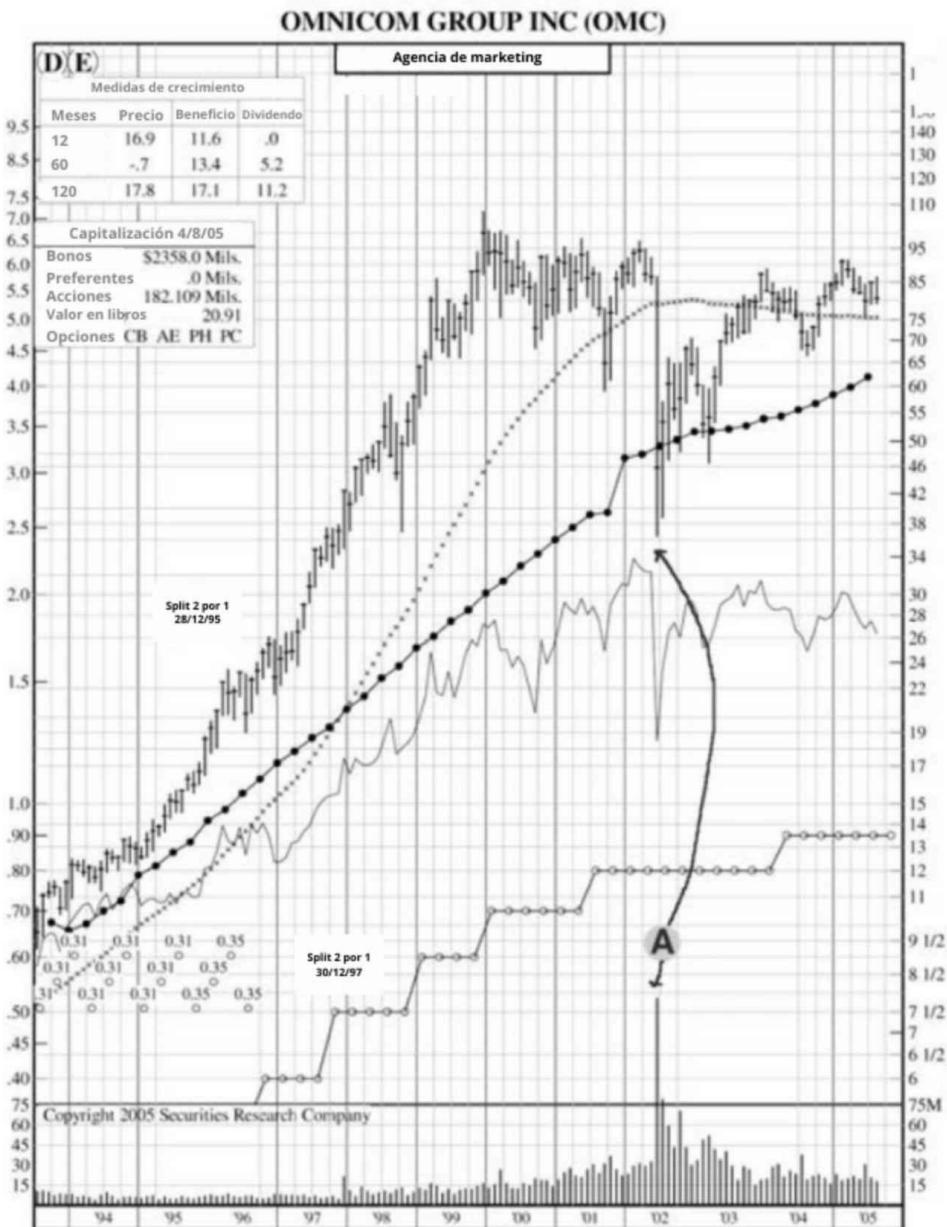
El clímax vendedor

Tenemos otro momento técnico con un fuerte valor estadístico, y es de especial interés para compradores de acciones del estilo *La Mejor Inversión*. Creemos que el volumen de negociación (un ingrediente clave en el arsenal de técnicas de muchos especialistas) no tiene casi valor para predecir la evolución futura de los precios. Pero hay una excepción clave, y se conoce como el “clímax vendedor”. Aquí vemos una representación visual del pánico.

Una acción baja durante algún tiempo, debido a un deterioro de los fundamentos de la empresa o a una reversión a la media por una sobrevaloración anterior. Tiende a bajar en modestos escalones, ya que los inversores cualificados aprovechan cada pequeño repunte como una oportunidad para aligerar sus posiciones. Por cada escalón que suben, bajan dos. Los inversores se ponen cada vez más nerviosos por las perspectivas de la empresa y, por supuesto, por el precio de sus acciones. Lenta e inexorablemente, los analistas de bolsa comienzan a reducir sus estimaciones

de beneficios y, a continuación, sus calificaciones sobre las acciones. Éstas empiezan a desprender una especie de aroma desagradable, el olor de una acción perdedora. Entonces, un día, ocurre algo malo. Puede ser un informe de ganancias fallido. Puede ser la pérdida de un contrato. Puede ser un agujero en las cuentas. Puede ser un importante y novedoso producto de la competencia. O que director general salte por un puente. Lo que sea. Aunque las acciones hayan estado bajando y bajando, ese día (o esa semana, o ese mes, según el marco temporal que utilices), se toca fondo. La acción puede caer un 20%, un 40% o más. Y el volumen de negociación es enorme. Todos los que han mantenido esas acciones deciden de repente deshacerse de ellas. Las acciones sufren su propio crack del 87. En estas condiciones, una empresa que solía negociar unas cien mil acciones al día, de repente negocia dos millones.

Figura 7-6



Y ahí termina todo. Es como un terremoto con sus pequeñas réplicas, pero que casi siempre toca fondo en el clímax. Hay que observar un valor durante un tiempo y no sumergirse en las turbulencias para comprar (normalmente hay tiempo suficiente antes de que vuelva a subir); aun así, el clímax de venta marca la entrada de un valor en tu lista de candidatos a la compra. Cuando el valor cumple nuestros criterios en todos los demás aspectos (alta calidad, alta rentabilidad por dividendo actual, alto crecimiento del dividendo) el clímax de venta indica un drenaje del riesgo. Y, dado que la rentabilidad por dividendo de un valor aumenta a medida que el precio disminuye, el clímax de venta suele señalar un pico de rentabilidad en este tipo de acciones. Siempre habrá momentos de pánico para determinadas empresas: pérdida de clientes, errores en los informes, cambios repentinos en la dirección... Sin embargo, la verdadera cuestión es si estos acontecimientos han dañado o no el valor a largo plazo de una compañía. Esta importante agencia de publicidad internacional se convirtió en objeto de los temores de los inversores en 2002, pero no había nada en el panorama de la empresa que pudiera dañar su posición a largo plazo. El clímax de venta (**A**) nos dio la oportunidad de acceder a un gran valor a bajo precio. ¿Y adivinas qué? Los beneficios y los dividendos siguieron creciendo.

Pero a menudo un gran clímax de ventas viene acompañado de un buen motivo para estar asustado. Desde 1999-2001 hasta la caída de Enron, muchas empresas de servicios públicos intentaron crecer hasta un nivel al que el negocio simplemente no podía aspirar de forma realista. Construyeron filiales para crear una generación de energía independiente y se endeudaron demasiado en busca de crecimiento. En el caso de XEL, crearon NRG para suministrar más producción comercial. Pero los conservadores gestores de XEL, que tenían un magnífico historial a largo plazo de administración de una empresa considerada como muy sólida, aislaron la deuda de NRG para que XEL no tuviera que responder. Los inversores no lo entendieron, y siempre existía la posibilidad de que un tribunal abriera la responsabilidad hacia la empresa nodriza, así que cuando NRG tuvo problemas, XEL se vendió masivamente. Es cierto que tuvieron que aplazar algunos pagos de dividendos, pero si se tenía fe en el blindaje de la deuda de NRG por parte de

la empresa, y se creía que el monopolio de la compañía era valioso a largo plazo, se podría haber considerado abrir una posición especulativa en XEL (A).

¿Con qué frecuencia se compran acciones que triplican su precio en dos o tres años?

Tyco es una acción clásica de clímax de ventas, con escándalos en los que se ocultan el valor de la empresa, sus activos y sus operaciones en curso. Es conocido que Dennis Koslowski utilizaba la empresa como una hucha personal hasta un grado criminal, pero a menudo se difuminaba con los escabrosos casos de cortinas de ducha de 5.000 dólares pagadas con dinero de la empresa. Los inversores se dieron cuenta y la hicieron caer a más de cuatro veces su valor. Durante la caída, la empresa siguió pagando los mismos dividendos (declarados como “irregulares”, pero pagados sistemáticamente cada trimestre), y los inversores audaces que apostaban por el negocio en lugar de por un solo grupo de gestores, triplicaron y cuadruplicaron las posiciones que compraron cuando el miedo era palpable (A).

Sin duda, no todos los clímax de venta llegan a un final feliz. Pero las recompensas son lo suficientemente grandes como para fracasar un par de veces en el intento. Ciertamente, cuando los beneficios y los dividendos no se ven perjudicados por los eventos que provocan el clímax vendedor, los inversores de *La Mejor Inversión* se deberían sentir altamente interesados. Sin embargo, incluso cuando hay problemas reales, merece la pena echar un vistazo a las acciones en clímax de venta si la empresa ha tenido una larga historia y una posición clara de imagen de marca. Si en su día fue una gran inversión con “todo a favor”, la pregunta es: ¿podría volver a serlo? Visualízalo dentro de tres o cinco años, mirando hacia el pasado desde los acontecimientos de hoy. ¿Pasará de nuevo?

Figura 7-7



Figura 7-8



Busca el cambio

En general, con todos los patrones que hemos visto (y sobre todo, con el clímax de venta), el análisis de una gráfica es más útil como una herramienta de coordinación (nunca es más que eso, una herramienta) para ayudarte a identificar “un cambio”. Piensa en esto como tu pequeño mantra de inversión, “busca el cambio”. No importa lo corto o largo que sea el marco temporal que utilices al mirar los gráficos, intenta siempre comprar cuando se haya producido el cambio y el precio suba. Recuerda que las acciones siguen tendencias. Cuando la tendencia ha sido contraria a la acción empresarial, recurre al análisis del gráfico para ver cuándo podría cambiar a favor de la acción. Si no detectas un giro, no compres. Muchas profesiones en este país están llenas de antiguos inversores y operadores que se creyeron lo suficientemente inteligentes como para elegir lo que estaba más abajo. Tanto si buscas un fondo a largo plazo como un punto de entrada a corto plazo, deja que sea el dinero de otro el que vaya a ese fondo. Y cuando hablamos de *La Mejor Inversión*, no podría ser más adecuado. Después de todo, vas a estar involucrado con cada inversión durante mucho, mucho tiempo. ¿Por qué no ser lo suficientemente paciente como para esperar el mejor momento (o al menos uno adecuado) para comenzar tu relación con esa empresa?

Datos para la venta

Estrictamente hablando, uno podría pensar que una imagen similar de los patrones de compra más prometedores se podría utilizar también para vender. Si una fuerza relativa ascendente después de un período de rendimiento inferior relativo es adecuado para comprar, entonces una fuerza relativa descendente después de un período de rendimiento superior relativo es lo mejor para vender, ¿verdad?

La respuesta es sí y no. Seguramente, si solo miramos patrones técnicos para calibrar el atractivo de una acción, se invertiría el enfoque para vender. Pero hay dos problemas. En primer lugar, el perfil estadístico de las señales comparables para la venta, en contraposición a la compra, no es un espejo. Las señales de venta no son tan precisas en cuanto a la predicción de la

dirección o la magnitud de un movimiento de tendencia.

En segundo lugar, y más importante, no buscamos vender estos valores, no queremos. Mientras que el panorama técnico puede ser útil para retrasar o acelerar la decisión de compra de un potencial valor, una vez que estamos dentro ya no poseemos realmente un valor, sino una parte de una máquina de interés compuesto.

No pretendemos vender rápidamente, ya que nos hemos tomado muchas molestias para encontrar una acción que pueda contribuir a nuestra máquina de interés compuesto durante bastante tiempo, y bajo ningún concepto queremos venderla a la mínima que su valor se tambalee.

El capítulo 8 profundiza en cómo mantener *La Mejor Inversión* y cuándo vender. En general, los datos técnicos no son útiles para vender este tipo de acciones, porque quieres mantenerlas el mayor tiempo posible, incluso toda la vida, si tienes esa suerte. Hay que dejar que la capitalización haga su trabajo a largo plazo. Una vez que eres propietario, te pagan cada trimestre para que esperes a que pasen las malas rachas, y te pagan más cada año que pasa. Piensa en esto: si vendes, no te pagarán más.

Si quieres utilizar datos técnicos para ayudarte a comprar, solo necesitas unas cuantas reglas generales, y las repasaremos en el capítulo 10, “Las Reglas”.

En resumen

1. Muchos rechazan el análisis de los gráficos, pero los estudios cuantitativos académicos indican que pueden ser útiles.
2. El factor individual más importante es la fuerza relativa, el rendimiento de una acción en relación con un índice de referencia, como el mercado o su grupo industrial.
3. Hay que fijarse en la fuerza relativa a corto plazo, pero un periodo anterior de fragilidad relativa no solo es aceptable, sino que podría ser una ventaja extra.
4. Busca las ventas masivas para determinar si se ha producido un “clímax de venta”.
5. Busca los cambios. Busca inicios de buen rendimiento antes de

comprar.

6. Los datos técnicos no se adaptan tan bien a la venta, especialmente en el caso de valores que se pretenden mantener durante muchos años. Vender un valor basándose en un gráfico no es lo mismo que elegir un valor de una lista de candidatos potenciales.

8.

GALERÍA DE ACCIONES PARA LA MEJOR INVERSIÓN

Para ilustrar los principios y métodos de *La Mejor Inversión* de forma práctica, voy a ilustrarlo con ayuda de *Value Line*. *Value Line* no es la única fuente de datos posible para elegir candidatos, pero sin duda es de gran utilidad para el inversor. Cualquier proveedor que aporte los mismos datos es perfectamente válido. Tienes datos disponibles en otros proveedores como Standard & Poor's y una amplia variedad de webs, pero pocas alternativas pueden presumir de la concisa serie histórica de datos de *Value Line*. De ahí su valor; puedes identificar rápidamente tendencias a largo plazo y los ratios clave se muestran de forma clara y lógica, directamente donde el usuario los necesita.

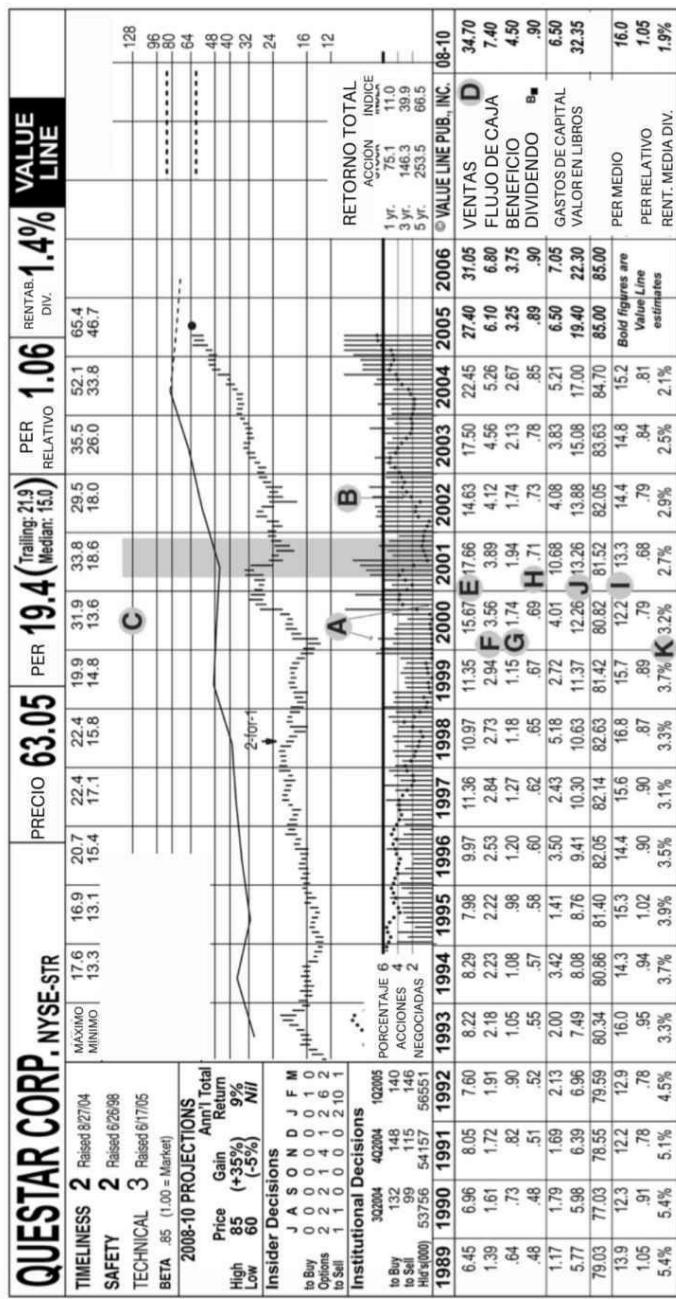
Por razones de diseño, he modificado un poco el formato de las fichas de la página de *Value Line*, mostrando menos datos, aunque suficientes para nuestros objetivos. También he eliminado las recomendaciones textuales del servicio: aunque *Value Line* es muy independiente y, en general, más objetiva que, por ejemplo, el análisis de los brokers, el enfoque de *La Mejor Inversión* es sistemático y ninguna evaluación externa tiene que ser coherente con el tipo de criterios que perseguimos. En otras palabras, el objetivo principal es operar independientemente de los criterios de terceros. Así que, si utilizas los datos de algún servicio, debemos procurar ignorar sus previsiones. Algunas de mis acciones más exitosas han tenido una baja calificación en el sistema *Value Line* y otros proveedores similares fuertemente sesgados a favor del crecimiento y el impulso. Muchas acciones de *La Mejor Inversión* tienen un crecimiento medio, pero es su consistencia lo que garantiza beneficios a largo plazo.

A tener en cuenta: los siguientes valores son solo a título ilustrativo,

para exemplificar cómo buscar y analizar acciones de *La Mejor Inversión*. Aunque muchas de ellas podrían ser acciones que me gustaría considerar a día de hoy, las circunstancias y la valoración de una empresa específica cambia con el tiempo, y el periodo de publicación de un libro es demasiado largo como para ofrecer recomendaciones concretas.

Lee atentamente la exposición de la primera acción, ya que incluye información adicional acerca de cómo interpretar la presentación de datos de *Value Line*. (Los gráficos se han traducido al castellano en aquellos conceptos que son trabajados en este libro. Para la información menos relevante, se ha dejado tal y como aparece en el gráfico original).

Figura 8-1



QUESTAR CORP (Figura 8-1)

Ha sido uno de nuestros valores más rentables, y lo hemos utilizado en la cartera de servicios públicos de nuestra gestora, así como en nuestra cartera de renta variable general. Tuvimos suerte con ella, ya que se benefició de las fuertes subidas del precio del gas natural, pero para nosotros el gas natural era “la historia de la acción”, y cuando tienes un claro impulso extra de crecimiento, es muy posible que estés teniendo también una suerte extra. Para seguir evaluándola, miremos la columna del año 2000 (**A**), cuando éramos compradores (aunque parecía que el resto del mundo solo quería acciones de Internet en aquel momento) en la parte media o alta de la escala.

Si miras arriba desde el identificador del año, verás las líneas verticales que indican el volumen mensual de negociación de la acción. Dentro del volumen, observa la línea de puntos, que muestra la fuerza relativa (**B**) de la acción, es decir, cómo se ha comportado en comparación con las 1.700 acciones del universo de *Value Line*. Encima, en el centro del gráfico, se encuentra el rango de precios máximos y mínimos de cada mes, y la línea de “valor” que representa la relación “normal” entre precio y flujo de caja, calculada mediante la creación de una línea ajustada basada en los precios y los flujos de caja pasados. En la parte superior de la columna (**C**) se encuentran los máximos y mínimos anuales, así como diversas medidas de valoración actuales, como el ratio Precio/Beneficios (PER) y la rentabilidad por dividendo actual. Debajo del identificador del año verás algunas de las medidas de valor que ya hemos visto. La primera línea, indicada por el título en negrita a la derecha (**D**), debajo de “Value Line Pub, Inc.”) es la cifra de ingresos por acción, que se utiliza para calcular el precio/ventas. Como puedes ver, en el año 2000 Questar tuvo 15,67 dólares de ingresos por acción (**E**), similar al precio de la propia acción, lo que nos da una relación Precio/Ventas de aproximadamente 1, dos tercios de nuestro máximo deseado de 1,5 para este ratio, por lo que la acción cumple con ese criterio. Para una empresa de gas natural, que era la principal actividad de la compañía en 2000, una relación Precio/Ventas de aproximadamente 1 es bastante común. Hay que tener en cuenta que las ventas dieron un gran salto en el año 2000,

algo que veremos más adelante, pero debes prestar atención a grandes cambios en el nivel de ingresos.

A principios del 2000, las acciones también se vendían por un múltiplo de flujo de caja (la línea justo debajo de los ingresos) de aproximadamente 5, una cifra también razonable y, en general, inferior a la histórica de la empresa (**F**). En cuanto a los beneficios por acción (**G**), observamos que los dos años anteriores habían sido un poco decepcionantes, aunque la empresa siguió aumentando los dividendos (**H**) y, de hecho, los ingresos por ventas y el flujo de caja fueron estables. En el caso de las empresas de gas, suele haber un periodo comprensible de ralentización de los beneficios debido a un clima anormal o a retrasos regulatorios, que pueden ser disculpados en circunstancias adecuadas (cosa que hizo esta empresa).

En el momento en que compramos Questar, se vendía a un múltiplo de PER (**I**) y de valor contable (**J**) ligeramente inferior a la media para una empresa de gas, aunque tenía un crecimiento razonable en su localización geográfica de servicio y una regulación bastante favorable, con una rentabilidad por dividendo de alrededor del 3,2% (**K**) y un buen historial de aumento de dividendos. Sin embargo, al examinar más detenidamente, vimos que tenía una pequeña filial de exploración y producción de gas natural que había mostrado un aumento de los ingresos y de las reservas durante los cinco años anteriores.

Al mismo tiempo, en la industria del gas se hablaba de que su zona de exploración podría ser (recalcando el “podría”) uno de los grandes descubrimientos de Norteamérica. Vimos que no podíamos asumir más riesgo que el que supondría la compra de una empresa normal de gas regulada, pero con considerables ventajas en caso de que dieran con un yacimiento importante. Dado su historial de éxitos en la explotación y teniendo en cuenta que parecía que no estábamos pagando de más por esta potencial subida, nos pareció una buena opción para nuestra cartera.

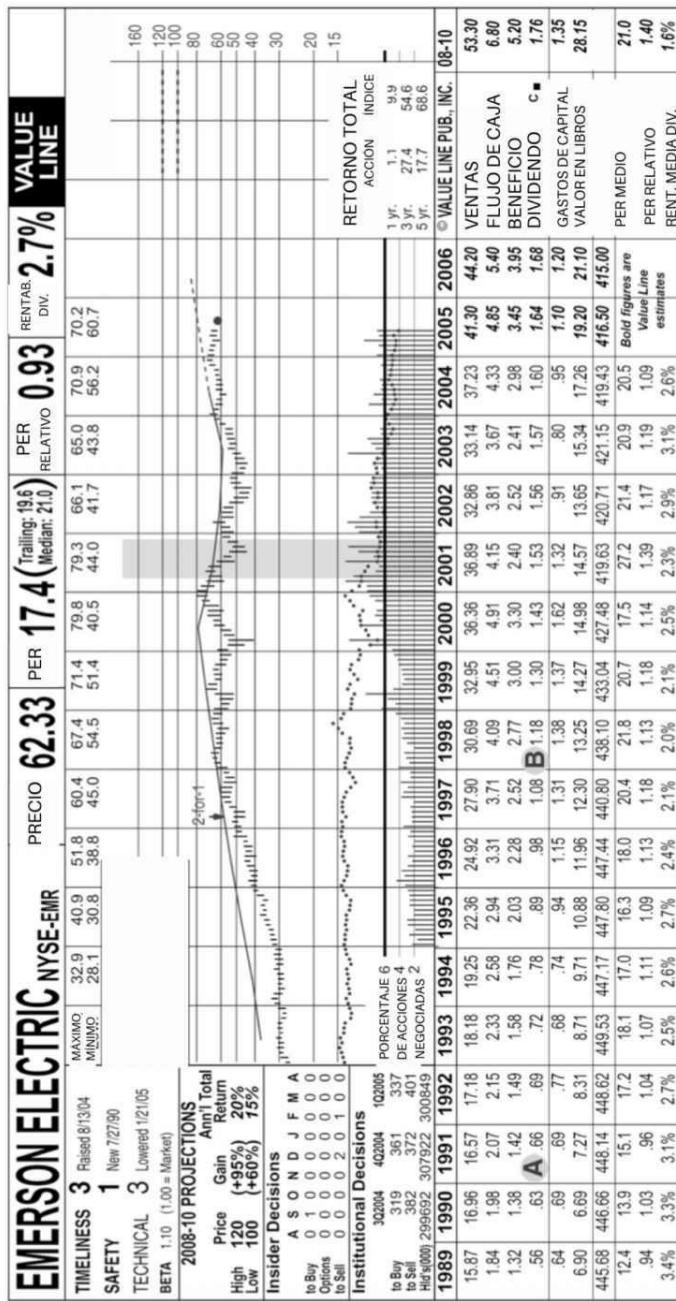
Así pues, teníamos una “historia” por la que no estábamos pagando; la empresa principal sin esa historia era una candidata perfectamente razonable. El crecimiento del gas natural en las últimas décadas era sabido, y el simple hecho de transportarlo a los usuarios era un negocio sólido con buenas perspectivas. Esto brindaba a la empresa un viento a favor,

independientemente de que su división secundaria resultara finalmente ganadora a largo plazo. Esperábamos aumentos de dividendos en su filial, entonces pequeña y manejable, pero más adelante. La deuda y los fondos propios eran prácticamente iguales, lo que es adecuado en una empresa de servicios públicos, y sus fundamentales eran sólidos. Y, además, el ratio de reparto de dividendo en relación a los beneficios (pay-out) era inferior al 60%.

Las cosas salieron mejor de lo esperado para Questar. El uso del gas aumentó de forma generalizada, ya que prácticamente todas las viviendas nuevas y el sector eléctrico empezaron a consumir gas natural como principal fuente de energía. Y, con el paso del tiempo, era cada vez más claro que el gasoducto de Pinedale era, en efecto, uno de los grandes descubrimientos de gas en Norteamérica. La pequeña filial de exploración estaba asentada (metafóricamente hablando) encima de una mina de oro. A medida que la economía general se expandía, y la de China, Europa del Este e India aceleraban su propio desarrollo, la demanda de gas alcanzó proporciones casi alarmantes, lo que hizo que su precio subiera más que nunca. Así que Questar se benefició de dicho aumento de volúmenes y precios. Las acciones se multiplicaron por más de cuatro veces, algo inaudito para una pequeña y tranquila empresa de gas.

Nota: A estas alturas, la empresa ha sido “descubierta” y, aunque el potencial en curso sigue siendo grande, ahora es mucho más un productor de gas que una empresa de servicios públicos, y es mucho más vulnerable a los cambios en los precios del gas natural. Hemos obtenido beneficios parciales muchas veces a lo largo de los años, y esperamos obtener más, pero no estamos añadiendo acciones en este momento. Mientras que nuestra rentabilidad sobre el coste es un saludable 6%, la rentabilidad por dividendo actual (comparado con nuestras acciones) ya no es lo suficientemente grande como para ser una candidata a la compra.

Figura 8-2



EMERSON ELECTRIC (Figura 8-2).

Emerson es la imagen perfecta de un crecimiento moderado y constante, aunque a primera vista parezca que se dedica a negocios cíclicos y sensibles a los altibajos de la economía. La empresa fabrica una amplia gama de productos y sistemas eléctricos, incluidos motores de todo tipo. Aunque no se trata de un negocio de ventas repetidas o de “necesidades básicas”, la dirección obviamente lo compensa con su capacidad de ofrecer ventas, beneficios y dividendos crecientes a través tanto de auges como recesiones, ralentizaciones o aceleraciones, etc. Si miramos su historial, ésta simplemente sube y sube y vuelve a subir. Está claro que la dirección de esta empresa con calificación “A” sabe cómo hacer las cosas. No hubo grandes caídas que permitieran a los compradores hacerse con una ganga, pero no hacía falta. Observa el dividendo en 1991 (**A**). En 1998 se había duplicado (**B**) y las acciones, empujadas por un mercado alcista, iban aún mejor. ¿Qué más se puede decir? Si tienes una acción como EMR y el mercado se agita, o el precio se suaviza un poco, todo lo que tienes que hacer es examinar el conjunto de datos históricos e irte a dormir plácidamente.

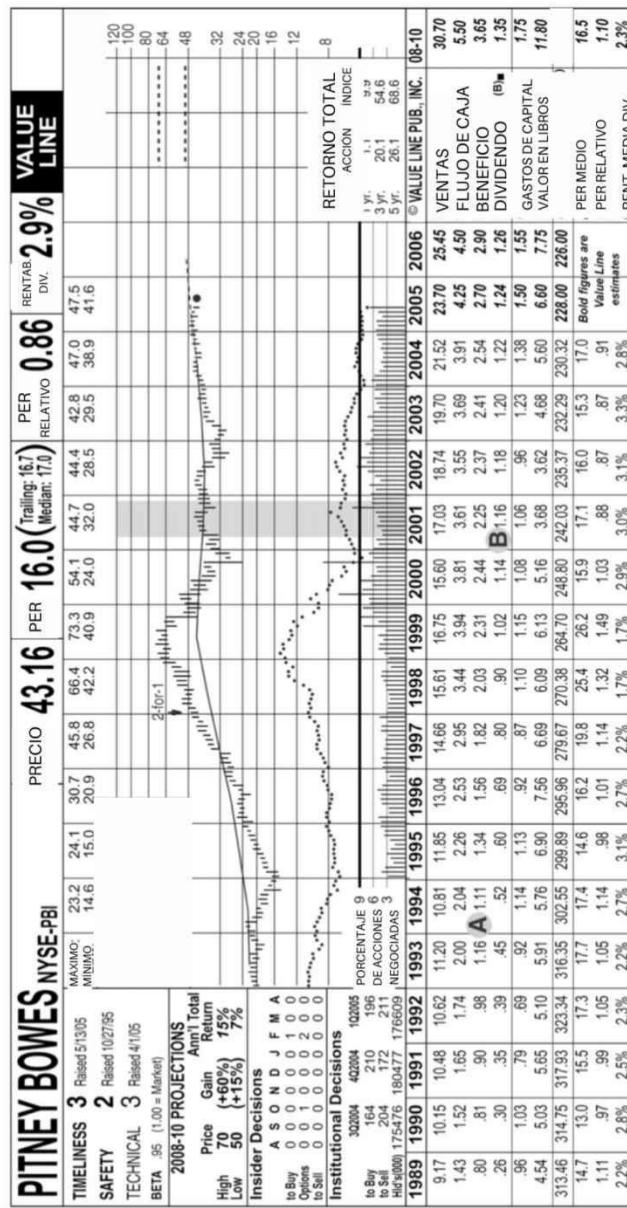
Emerson nos da una buena idea de los potenciales beneficios de mantener una empresa sólida, financieramente fuerte y bien gestionada, con un buen rendimiento (si no de los más altos) a largo plazo. A lo largo de la burbuja tecnológica y de la caída de ésta, la empresa se ha mantenido estable, con aumentos anuales del dividendo del 8% de media. En 1995, con una relación PER de medio a alto en la década y una rentabilidad por dividendo cercana al 3%, no era una opción barata, ni mucho menos una “ganga”. Sin embargo, su trayectoria es una de las más largas en lo que respecta al crecimiento constante de los beneficios y de los dividendos a través de economías fuertes y débiles, mercados al alza y a la baja, con miles y miles de productos que abarcan infinidad de segmentos de producción.

Todas las cifras anuales seguían aumentando: ingresos, flujo de caja, beneficios, gastos de capital (necesarios para seguir creciendo), valor contable y dividendos. De hecho, el poder de la capitalización se puso aquí de manifiesto; desde una rentabilidad por dividendo de poco menos del 3%

cuando se compró en 1995, durante diez años ha crecido de tal manera que la rentabilidad sobre la inversión original es de alrededor del 6% cuando se escribe este libro. La pregunta que se plantea es la siguiente: ¿te gustaría poseer a largo plazo una de las empresas industriales más importantes de Estados Unidos, con una rentabilidad por dividendo del 6%? Todo lo que tienes que hacer es añadirla a tu cartera y, lo más importante, ¡no hacer nada una vez comprada!

Es indudable que siempre habrá días grises a lo largo del camino, especialmente en 2001-2002, años en los que tener “electric” en el nombre no favorecía a la cotización de las acciones, pero si aguantabas tu inversión, sabías que te estaba pagando una empresa sólida y sostenible. Los persistentes aumentos de los dividendos eran la única información que realmente necesitabas para saber que todo marchaba viento en popa, independientemente de lo que hiciera el mercado. No solo el dividendo se duplicó durante el período total de diez años, sino que también lo hizo el precio de las acciones, y la reinversión de los dividendos a lo largo del período habría aumentado el número de acciones en nuestro poder en más de un 20%.

Figura 8-3



PITNEY BOWES (Figura 8-3).

A menudo, la “historia” de las acciones tiene que ver con la naturaleza del negocio y, sobre todo, con su “franquicia”. El célebre inversor Warren Buffett opina con frecuencia que la “franquicia”, las características monopolísticas que se derivan de sus ventajas, o del nombre de la marca, o del dominio del sector, es una variable de inversión que casi puede determinar el atractivo de un activo por sí solo. Necesitamos más, necesitamos dividendos y crecimiento de los mismos para estructurar nuestra máquina de capitalización compuesta, pero una gran “franquicia” puede ser también una gran oportunidad, y definitivamente puede ayudar a asegurar la durabilidad de nuestra máquina de componer.

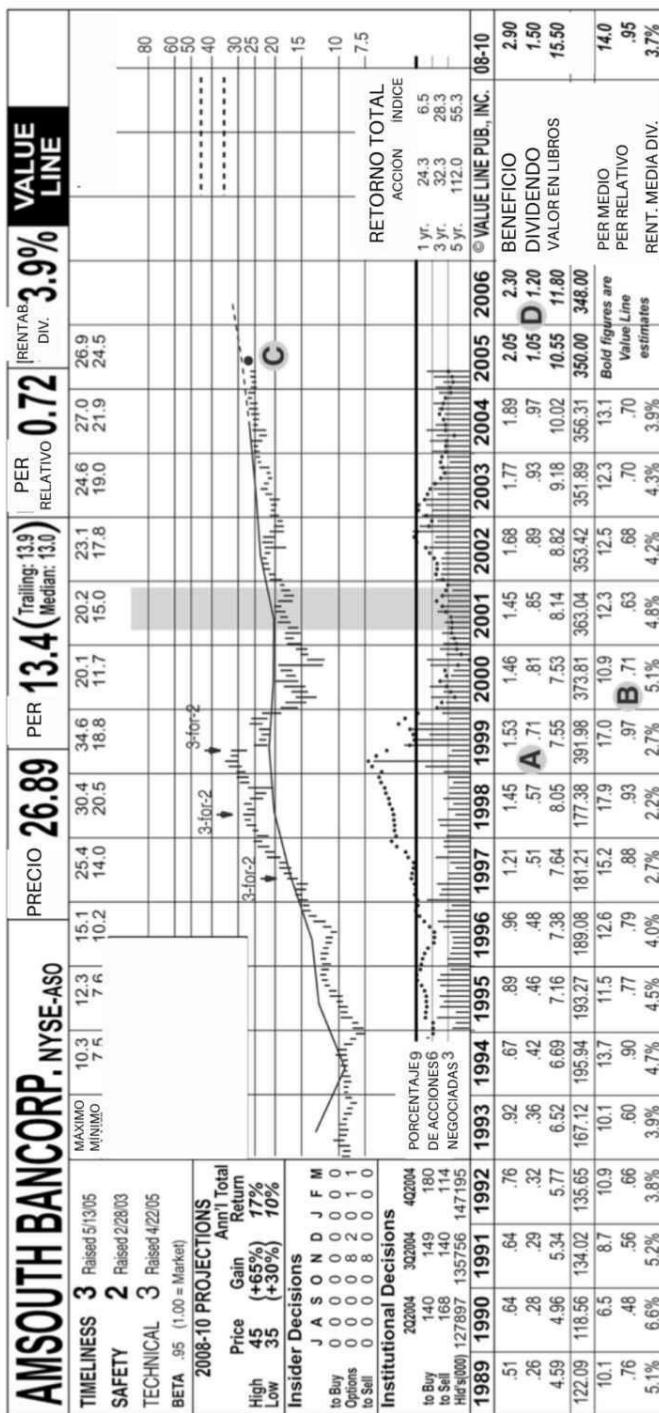
Pitney Bowes, con sus omnipresentes máquinas de franqueo que se utilizan a diario en casi todas las oficinas de cualquier tamaño en Estados Unidos (además de en muchos países extranjeros), básicamente tiene un pie dentro de cada una de las mayores empresas del país. ¡Menuda clientela! Y con poca o ninguna competencia. La empresa dispone de un billón de oportunidades para ampliar su marca y aumentar sus ventas, además de su virtual monopolio de correos.

Aun así, si uno busca bien, se pueden encontrar una o dos manchas en el historial de Pitney Bowes. En 1994 (**A**) y de nuevo en 2001 (**B**), los beneficios se redujeron unos centavos. Dado que esos dos años representan una recesión y una desaceleración, podemos decir que PBI tiene cierta exposición al ciclo económico o empresarial. Pero es muy pequeña, nada que ver con, por ejemplo, un productor de acero o de cobre. Incluso en esos dos años “malos”, el flujo de caja siguió aumentando. Y, lo que es más importante, los dividendos también aumentaron, lo que muestra que la dirección sabe que los acontecimientos a corto plazo no son realmente clave para evaluar el estado de la empresa, aunque los inversores puedan vender cegados por miedo.

Un inversor que adquiriera esta máquina de componer en 1994, cuando la confianza de los inversores en Estados Unidos alcanzó un mínimo temporal debido a las subidas de los tipos de interés de la Reserva Federal,

habría tenido que soportar un descenso hasta finales de 1994, lo que podría haber hecho que pareciera una mala decisión. Pero si uno reafirma su decisión estudiando el éxito pasado de la empresa como “franquicia”, se puede conservar con más calma y aguantar o incluso comprar más, y así aprovechar la buena racha que se estaba cociendo. Incluso después de una gran corrección en 1999-2000 (en parte por los temores infundados de que las empresas de Internet se apoderarían de estas franquicias), cuando todo se calmó, tanto los dividendos como el precio de las acciones se habían duplicado con creces, y en la primera mitad de dicha década esta acción fue una de las mejores del mercado. La rentabilidad anual de las acciones compradas en 1994 sería superior al 6%, sin incluir los beneficios de la reinversión de dividendos.

Figura 8-4



AMSOUTH (Figura 8-4).

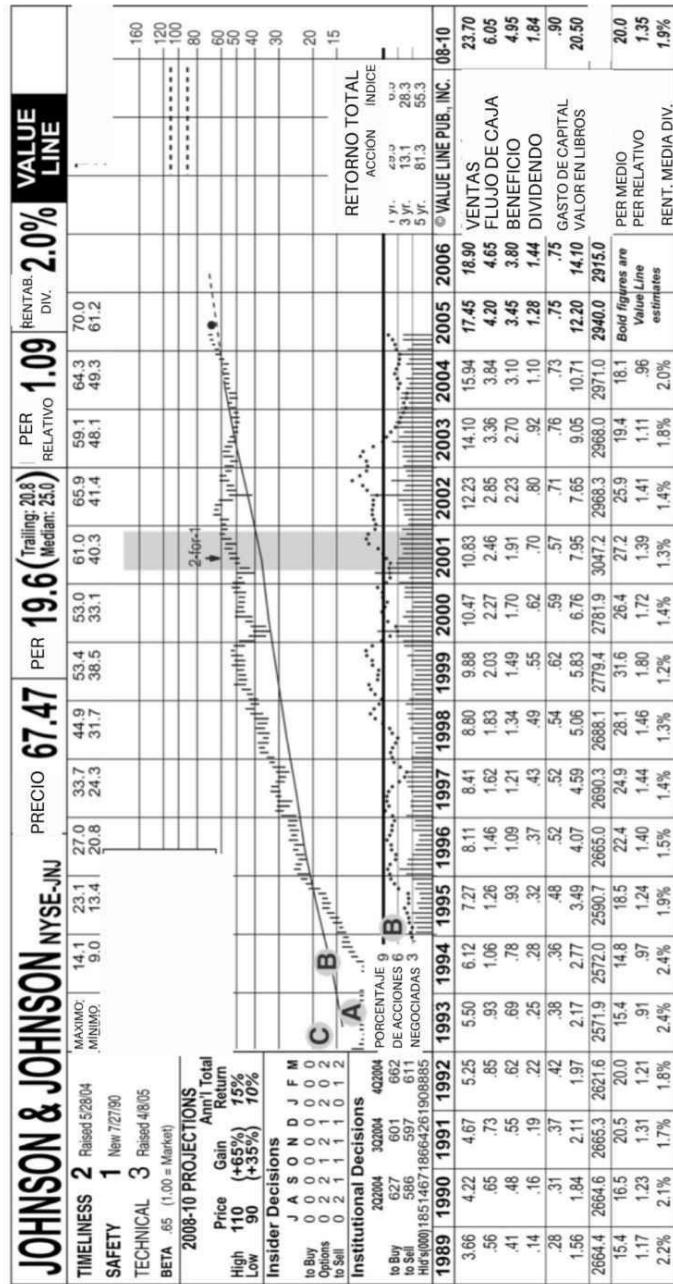
Los bancos pueden parecer un negocio simple, pero no todos son iguales. Las “historias” que puede separar a una buena opción de las demás pueden ser: 1) una gestión excepcional y dinámica, 2) un nicho en el sector, 3) una gran diversificación demográfica, o 4) como Questar, una filial que evoluciona con éxito. Amsouth, al igual que muchos bancos, era y es una empresa financieramente sólida con un largo historial de aumento de dividendos y beneficios. Supongo que sus cajeros automáticos no son muy diferentes de los de los demás bancos, pero lo que destaca de éste, frente a la masa de bancos de todo el país, es la combinación de buena rentabilidad por dividendo, crecimiento del mismo y gran diversificación demográfica.

Tras un fuerte repunte en la década de los noventa que llevó a sus acciones a un *yield* históricamente bajo, la empresa tuvo algunos problemas con su cartera de préstamos y su reorganización, lo que provocó que sus beneficios fueran mínimos en 1999 y 2000 y que las acciones cayeran a la mitad desde sus máximos. Sin embargo, lo que nos llamó la atención fue el aumento del dividendo del 25% por parte de la dirección de la empresa en 1999 y del 15% en 2000 (**A**). Mientras que los analistas de Wall Street lamentaban la ralentización del crecimiento y la rentabilidad de la empresa, sus responsables contaban una historia muy diferente con un reparto de dividendos crecientes. Los inversores deben percibir una acción con el viento a favor que aumenta sustancialmente sus dividendos.

En el año 2000, la acción rendía más del 5% y nos parecieron irresistibles las perspectivas de cambio de rumbo de una empresa que hacía tiempo que había demostrado su capacidad de crecimiento en un mercado en expansión (**B**). Como puedes ver, desde el año 2000, la acción casi se ha duplicado (**C**) y, lo que es igual de importante, el dividendo ha seguido creciendo, alcanzando un rendimiento del 8% sobre la inversión original en 2005, que pronto será del 10% (**D**). Por supuesto, los beneficios se han recuperado, tal y como la dirección había “anticipado” con sus importantes aumentos de dividendos. El PER solo ha subido de 10 a 13,5 (**E**), y el resto del incremento se ha logrado gracias al aumento de los beneficios y la

correspondiente subida de dividendos, que esperamos que continúe a un ritmo cercano al 10%.

Figura 8-5



JOHNSON & JOHNSON (Figura 8-5).

No todas las acciones pueden figurar entre las empresas de mayor rendimiento. A veces hay que pagar por una empresa que es sencillamente un gigante en su campo, y cuya seguridad financiera y operativa es tan sólida que una rentabilidad por dividendo actual más baja es aceptable, especialmente si se cree que se puede contar con un dividendo creciente durante la tenencia de la acción en cartera.

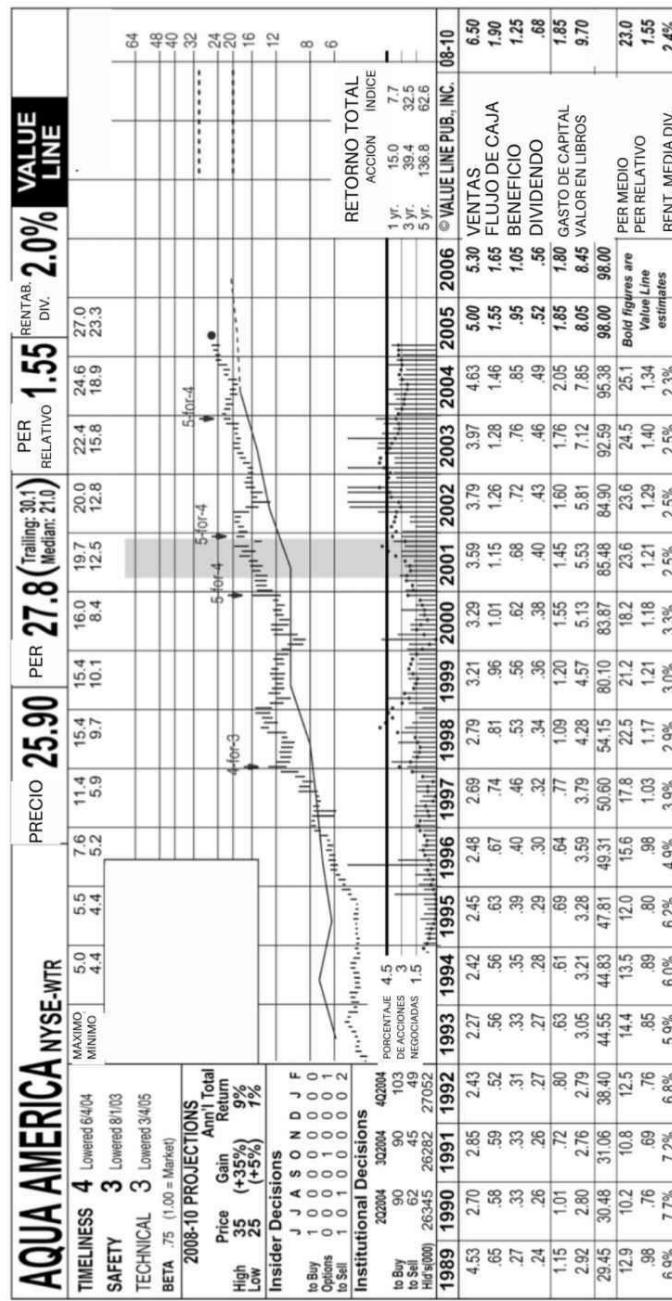
Este fabricante de medicamentos, productos de consumo y dispositivos e instrumentos médicos, está tan conectado a los hospitales y farmacias de todo el país como Pitney Bowes. Como consecuencia del tamaño de su cartera de clientes, saben lo que necesitan los hospitales y los médicos, y conocen la actividad de la competencia en el sector. Sus productos se emplean a diario, y a menudo son desechables o consumibles. Las recesiones no alteran su negocio, los tipos de interés más altos no les perjudican y las tormentas, terremotos, pandemias y plagas no son más que un aumento de grano para su molino.

Y con todo ello, incluso esta empresa puede ser objeto de rechazo y temor por parte de los inversores. En el periodo entre 1992-93, por ejemplo, no hubo nada malo en el crecimiento de los beneficios o de los dividendos de la empresa (aunque puede que no cumpliera las expectativas de algunos analistas por algún centavo), y sin embargo los inversores vendieron hasta llevarla a un 35% de su máximo. A medida que la rentabilidad por dividendo se acercaba al 3% (que es alto para una acción con este tipo de crecimiento y fiabilidad combinada con calificaciones de solidez financiera AAA) en 1993 (**A**), la acción parecía ser una fuerte opción a largo plazo. En 1994, su precio dio un giro, acompañado de un aumento de la fuerza relativa (**B**) tras un periodo de debilidad relativa (**C**). Los fundamentos se mantuvieron claramente intactos, con un aumento de los beneficios y los dividendos durante los dos años de descenso de la cotización. ¿Qué es lo que no gustaba? Como era de esperar, el dividendo casi se duplicó y la acción subió un poco más del 100% en cuatro años.

Tiene las características de una alta calidad: una empresa reputada en su

sector con un historial de éxitos frente a una competencia formidable y diversificada. Gran solidez financiera: calificaciones crediticias superiores, un ratio *pay-out* inferior al 40%, márgenes de beneficios altos. Buena rentabilidad por dividendo actual: cerca del 3% estando el precio en sus mínimos, que no es excesiva, pero que está bien para un valor de tan alta calidad y tamaño. Un crecimiento extraordinario de la rentabilidad por dividendo, superior al 15% anual. ¿Qué no nos gusta?

Figura 8-6



AQUA AMERICA (Figura 8-6).

¿Consumes agua todos los días? ¿Pagas la factura del agua todos los meses? El agua es un negocio olvidado: omnipresente, adictiva, sujeta a una demanda inelástica. Y puede constituir la base de una gran empresa de crecimiento fiable cuando es una sustancia comercializada y suministrada por una gestión capaz.

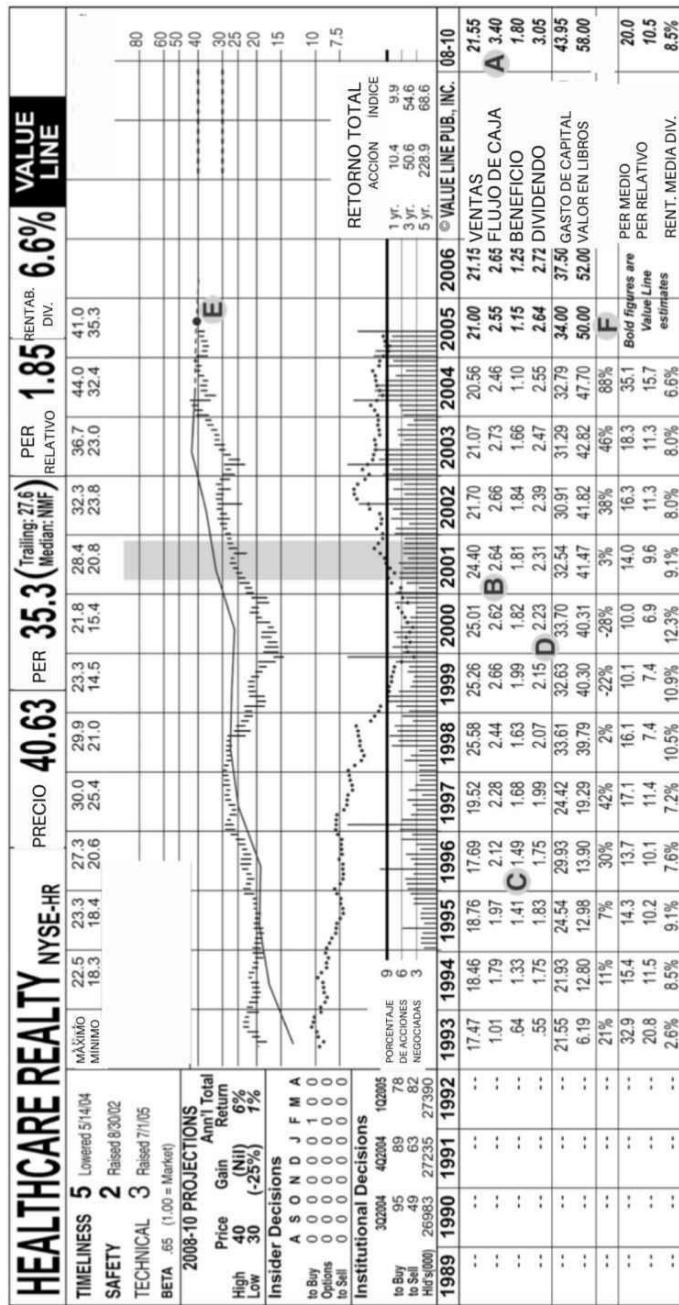
Después de American Water Works (que aparece en la primera edición de este libro), buscamos oportunidades similares en el sector, que fueran singularmente monopolísticas y que nos atreviéramos a decir que nunca serían sustituidas por las nuevas tecnologías. Aqua America (antes Philadelphia Suburban) posee y/o explota por contrato sistemas de agua en todo el país. No tienen competencia y, sin embargo, el cliente medio les paga más de 40 dólares al mes, más que por el cable o el servicio telefónico básico. Por término medio, WTR ha sido capaz de ganar más del 12% anual sobre el capital con una regularidad de reloj suizo y, como sabemos, esto se convierte en importantes cifras con relativa rapidez. También es espectacular para una empresa cuyos clientes requieren continuamente su producto y que no tiene competencia. Se trata de otra empresa con un crecimiento sostenible de los beneficios, acompañado de aumentos proporcionales de los dividendos.

Hay una gran “historia” para poder creer en su crecimiento futuro. La Ley Federal de Agua Potable ha exigido una serie de costosos cambios en los sistemas de transporte y depuración del agua y pese a que WTR tendrá que aplicar dichos ajustes, recuperará los costes por medio de las tarifas. Por otro lado, hay miles (miles y miles) de sistemas municipales de agua anticuados por todo el país. Estos, a la hora de enfrentarse a este reto, tienen muchas otras necesidades de fondos, y muchos se inclinarán por dejar que WTR se haga cargo de sus sistemas, ya sea como operador contratado o como propietario. Todo ello ofrece un enorme campo de oportunidades de consolidación para la empresa en los próximos años, y la dirección ya ha demostrado su capacidad para sacar beneficios del servicio.

Desde 1999, los dividendos se han duplicado, así como el precio de las acciones. Con una relación PER de 28, sin embargo, es probable que en este

punto todo el mercado sea consciente de sus bondades. La acción está ahora demasiado alta para añadirla (en 2005), pero los inversores deberían mantenerla controlada por si se produjera alguna caída a corto plazo que la lleve a un rango más interesante. Una cosa es segura: el ser humano seguirá necesitando agua dulce y limpia.

Figura 8-7



HEALTHCARE REALTY (Figura 8-7).

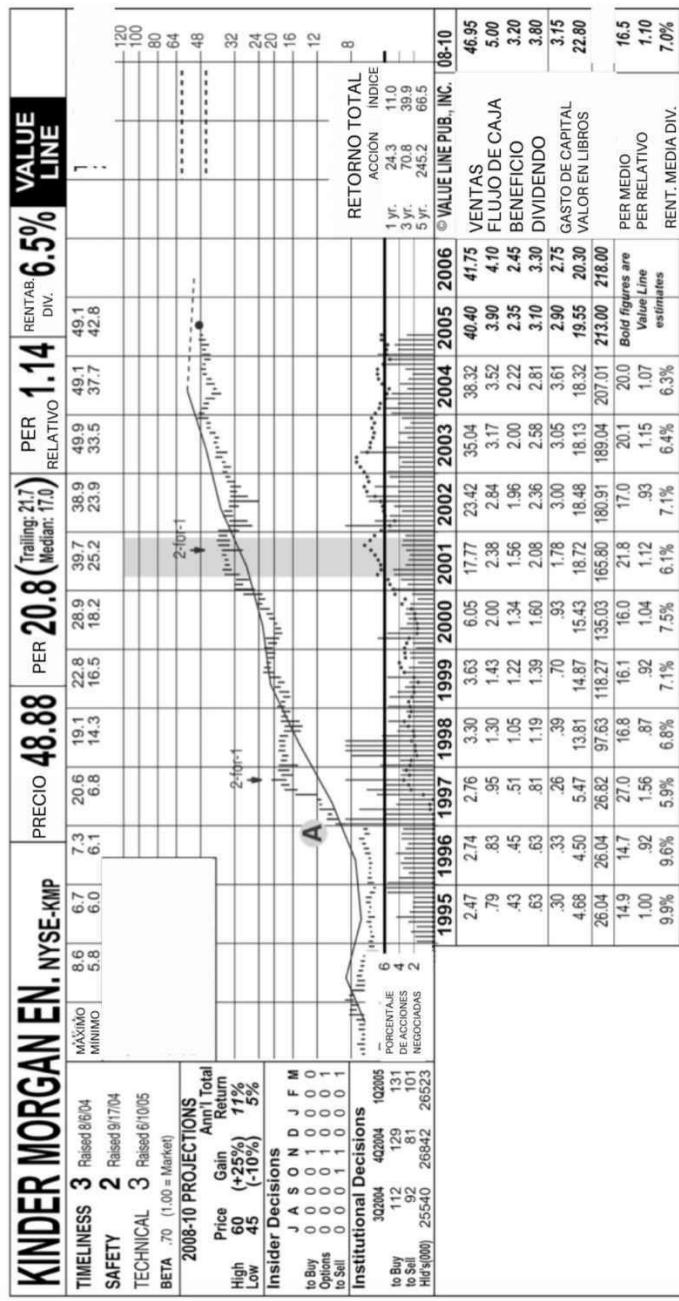
Una acción REIT (Real Estate Investment Trusts) ofrece a los inversores una participación en el mundo inmobiliario. Hay que tener en cuenta que los dividendos de los REITs son más altos que los de la mayoría de acciones, pero no pueden acogerse al tipo impositivo del 15% que se aplica a los dividendos ordinarios de las empresas que pagan impuestos normales, ya que son entidades canalizadoras que no pagan los mismos impuestos a nivel corporativo.

Dado que los REITs tienen (al igual que los bancos) características similares a las materias primas, prefiero los REITs con un gran descuento o con algún tipo de claro nicho de especialidad (estos son menos propensos a alterarse por el flujo de capital entre los diversos sectores de los REITs), como, en este caso, la propiedad de inmuebles sanitarios.

Ten en cuenta que, en lugar de los beneficios, la mayoría de los analistas de REITs se centran en los Fondos de Operaciones, o FFO (**A**). En el caso de HCR, los FFO se estancaron en 1999 y 2000 (**B**), a pesar del sólido historial de crecimiento previo de la empresa y de sus constantes aumentos de las distribuciones (**C**). Evidentemente, la empresa no sintió la necesidad de utilizar sus recursos y reducir las distribuciones de dividendos (**D**), aunque los inversores se asustaron y vendieron por un precio considerablemente bajo. (En realidad, en el mundo de los REIT el valor de los activos se suele medir por el valor neto de los activos, o NAV, aunque las que utiliza Value Line son una aproximación razonable).

El crecimiento continuo de los dividendos nos decía que los problemas de los REITs parecían temporales, y que aquí había una oportunidad de compra única, con un descuento de más del 20%. Era cuestión de esperar a que la empresa volviera a capturar una prima significativa y subiera un 100% en los siguientes cuatro años (**E**) (aumentando las distribuciones todo el tiempo). A los tipos actuales, el rendimiento de los ingresos es de aproximadamente el 13% sobre la inversión inicial, y sigue subiendo. Sin embargo, la acción tiene ahora un precio más elevado y no sería una compra atractiva en la actualidad (**F**).

Figura 8-8



KINDER MORGAN ENERGY PARTNERS (Figura 8-8).

Las MLPs, o Sociedades Limitadas Maestras, son un área recién surgida en los últimos diez años, pero se basan en activos operativos que son tan elementales como la infraestructura energética del país, y están dirigidas por gestores experimentados. Estos activos incluyen oleoductos locales y de larga distancia (para petróleo, gas, productos químicos y gasolina), plantas de procesamiento, instalaciones de almacenamiento, terminales... Todo lo necesario para transportar la energía hasta el usuario final. En general, son activos maduros, con un crecimiento relativamente lento. Sin embargo, esta madurez se compensa, en mi opinión, por el carácter único de los activos y por el hecho de que, en la mayoría de casos, son bastante difíciles de sustituir. Además, las propias MLPs están en condiciones de crecer como empresas mediante la construcción y compra de activos a grandes compañías petroleras que se están reorientando hacia sus principales negocios de producción. En muchos casos, como el de Kinder Morgan Energy Partners, los activos se trasladan del socio general, que es una empresa energética en funcionamiento (como Kinder Morgan, Inc), a la MLP.

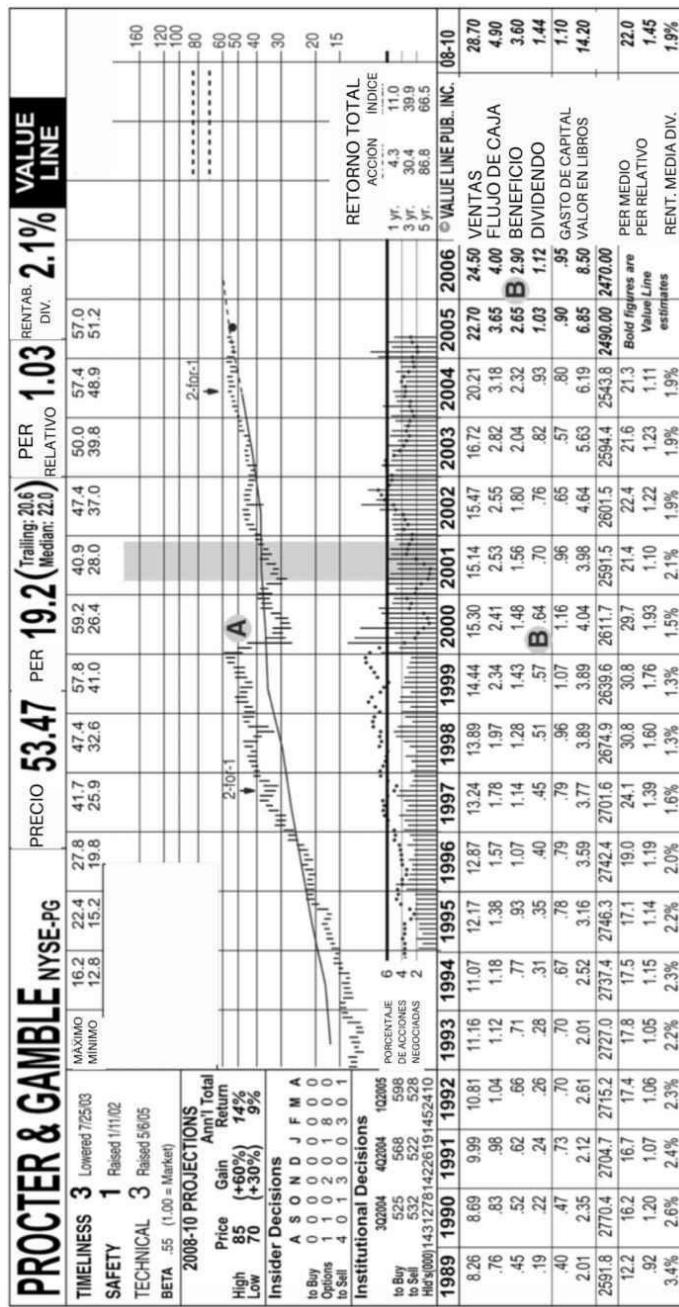
Una de las principales características positivas es su atractivo panorama fiscal para los inversores. Dado que las empresas pueden deducir importantes costes fiscales, los ingresos que los inversores reciben suelen estar total o mayoritariamente diferidos fiscalmente. No pagas el impuesto sobre la renta por este flujo de caja. En su lugar, su coste fiscal se reduce por el importe de la distribución, y pagas más impuestos, pero al tipo del 15% de las ganancias de capital, y solo cuando vendes. Si no vendes, tus ingresos están en gran medida libres de impuestos.

De hecho, el universo de las MLPs contiene una serie de acciones con el rendimiento y la rentabilidad estelar de Kinder Morgan Energy Partners. En mi empresa compramos las acciones y las hemos mantenido unos doce años. En aquel momento, la rentabilidad por dividendo original era de alrededor del 6%. Pero KMP ha sido contundente en el aumento de sus dividendos, que ahora se han cuadruplicado desde la primera compra, ¡en solo 7 años! Y el precio de las acciones han seguido el mismo ritmo. Se trata prácticamente de

la inversión definitiva de rendimiento + crecimiento: ¡el rendimiento actual solo de los ingresos sobre la inversión original es de casi el 30%! Teniendo en cuenta que las acciones también se han multiplicado por cuatro, no creo que se pueda hacer mejor.

Además, las MLPs son muy transparentes. De nuevo, se trata de una entidad que se centra en el flujo de caja, no en los beneficios, por lo que es muy poco probable que los inversores sean engañados. No se han dado escándalos en este sector, a diferencia de los demás sectores del mercado, y esto es consecuencia directa de su estructura. No te desanimes por el término “sociedad” de los MLPs; cotizan principalmente en la Bolsa de Nueva York, con una liquidez tan alta como la de cualquier otra acción. Me gusta pensar que son empresas de servicios públicos sin límite de potencial alcista. La estadística clave de la inversión es el crecimiento del flujo de caja, y el ratio sobre el flujo de caja que cubre la distribución.

Figura 8-9



PROCTER AND GAMBLE (Figura 8-9).

Procter and Gamble es probablemente la inversión de consumo defensivo por excelencia, ya que fabrica productos muy conocidos que utilizamos a diario, desde pasta de dientes hasta pañales y desodorantes, y tiene una importante división que produce también medicamentos de prescripción propios. Es un desarrollador de marcas casi sin igual, y uno de los mayores anunciantes en los medios de comunicación. Una empresa verdaderamente global, es casi la definición de una acción sólida de ganancias moderadas y crecimiento de dividendos probados con diferentes climas de mercados y un futuro fiable, además de una de las favoritas de los institucionales debido a su enorme tamaño.

Pero cualquier acción puede acabar vendiéndose masivamente en Wall Street, cuando de repente los inversores empiezan a temer que pueda desmoronarse. El 7 de marzo del 2000 (A), la empresa anunció una disminución del 20% en sus previsiones de beneficios para el trimestre en curso debido a los costes de las materias primas, y las acciones, que llevaban varias semanas bajando, cayeron un 31% en un solo día, eliminando 35.000 millones de dólares de capitalización bursátil. Esto ocurrió a pesar de que los precios de los materiales varían con el tiempo y que la empresa está capacitada para gestionar sus costes y encontrar alternativas en caso de requerirse. Cabe imaginar que los costes de los materiales han subido y bajado periódicamente a lo largo de la vida de la empresa. Un verdadero inversor a largo plazo puede mirar más allá de estos episodios y evaluar la compañía como una empresa total y no como un inversor cegado por el pánico vendedor.

Los inversores tenían ante sus ojos una empresa con calificación triple A, con miles de productos a la venta, un sistema de distribución global de esos productos, plantas y fábricas en todo el mundo, 110.000 empleados, grandes marcas y un historial intachable de aumento constante de ventas, beneficios, valor contable y dividendos. Al no ver más allá de esta dificultad de corto plazo, obviaron todo lo demás. Se trataba de uno de esos árboles que impiden ver el bosque. Al deshacerse emocionalmente de las acciones, los

vendedores generaron una oportunidad única para compradores que sí veían más allá de los informes de beneficios del trimestre (nótese el enorme aumento de volumen emocionalmente revelador en ese momento). En los cinco años siguientes, los beneficios y el crecimiento de dividendos mantuvieron su pauta histórica, el precio de las acciones se duplicó con creces desde sus mínimos y los dividendos aumentaron en más de un 60% (B). Hoy en día, la rentabilidad por dividendo de la inversión original para un comprador en los mínimos es de alrededor del 5% y aumenta alrededor de un 10% anualmente. Sencillamente, no se puede pedir más.

Advertencia final de este capítulo

Ten en cuenta que, como he señalado al inicio de este capítulo, las acciones mencionadas no son recomendaciones actuales ni deben ser motivo de compra sin una previa investigación de sus circunstancias actuales.

Cuando leas este libro, puede que haya pasado un año, o muchos más desde que se escribió. “Las cosas cambian” es una verdad del mercado, aunque hemos hecho todo lo posible por centrarnos en verdades indiscutibles a nuestro criterio. Los ejemplos anteriores son solo eso, ejemplos para ayudarte a aprender a buscar y evaluar las acciones de *La Mejor Inversión*. Creo que el texto deja claro que son ciertamente buenas acciones para revisar, pero de nuevo, las circunstancias actuales tienen que ser óptimas. Por ejemplo, mientras escribo, el mercado está bastante valorado. Yo prestaría más atención ahora a una alta rentabilidad por dividendo actual con algo de crecimiento modesto (ya que un alto rendimiento puede proporcionar un colchón contra la volatilidad del mercado a la baja) que a cualquier promesa de gran crecimiento futuro. Sin embargo, en un momento en el que el mercado ha caído en picado, uno podría prestar más atención a los valores que han seguido creciendo bien, a pesar de la caída del precio de las acciones.

9.

CÓMO MANTENER Y CUÁNDO VENDER. LA CLAVE ES LA ACTITUD

La gente me mira extrañada cuando les digo que para invertir a largo plazo no hace falta tener un gran sistema, ni un intelecto analítico superior a la media, ni un mejor acceso a la información, ni siquiera el mejor consejo que el dinero pueda comprar. Invertir a largo plazo tiene que ver con el carácter, con la profundidad de la visión, con la paciencia y con lo que uno es y quiere ser.

Porque todo lo bueno surge de tener la visión necesaria para entender cómo evolucionará una empresa en el futuro, disponer de la paciencia para dejarla funcionar y mantener la fe en la dirección para que haga el trabajo por ti, el inversor pasivo. Debes comprender que mediante esta estrategia serás un inversor pasivo, un inversor en una empresa con fábricas, instalaciones, trabajadores, responsables de la toma de decisiones, financieros, otros accionistas... un inversor de todo esto, no un inversor que posee un número que sube y baja cada día en el periódico.

En cierto modo, la estrategia de *La Mejor Inversión* es un antídoto, porque lo que aqueja a los inversores no es su falta de talento para identificar una empresa prometedora (aunque confieso que, a menudo, la mayoría de acciones me hacen preguntar: *¿quién compra semejante basura?*), sino la incapacidad de ver el lejano horizonte del crecimiento compuesto y la incapacidad de tener una relación realmente cómoda y satisfactoria con una inversión concreta.

Demasiados estímulos

Las emociones juegan en contra del accionista. Hay voces constantes que intentan seducirte para que abandones tu camino y emprendas uno nuevo. Es la voz de la inseguridad sobre tu visión estratégica a largo plazo de una

empresa. “¿Sabes realmente lo suficiente como para estar seguro de que la empresa tiene un buen plan?” “Si te equivocas, ¿se esfumará tu dinero?”

Del mismo modo, a menudo entra en acción la paranoia. “¿Tu agente de bolsa se ha llevado una comisión extra por haberte metido en este asunto?”, “¿La dirección de la empresa está inflando las acciones para poder venderlas a buen precio? ¿Se trata de otro *BRE-X Minerals*, con fraudes y suicidios y quién sabe qué más, todo ello enfocado a manipular el precio de las acciones? ¿Y qué hay de ese rumor publicado en el *Investor's Daily*? ¿Es real, o solo generado por los vendedores en corto?”.

Y entonces, como dijo una vez Mick Jagger de forma tan elocuente, “un hombre viene a la radio, y me cuenta de todo sobre alguna información inútil, supuestamente para despistarme y encender mi imaginación, ¡no puedo más!”. En el caso de Jagger, no pudo obtener satisfacción alguna. En el caso del inversor, no puede encontrar tranquilidad, paz mental ni sosiego, ni siquiera la sensación de que la decisión tomada es la correcta y que merece la pena mantenerse en las buenas y en las malas hasta el final. Es difícil. Estás invertido en una empresa sólida que produce buenos ingresos con una historia de cincuenta años de éxito, y aparece esa oferta pública inicial adornada como un conejito de Playboy que rápidamente se duplica en una semana. Y mientras tanto tu vieja cartera sigue con su tranquilo y aburrido camino. ¿No deberías estar pensando en plantar algo de esa hierba más verde y fresca?

Las emociones pueden ser tu perdición. Los criterios para elegir una acción de *La Mejor Inversión* no son tan difíciles. Difícil es mantener tu mente en tu pareja cuando eres juez en el concurso de Miss Universo. Aquí vienen todas las bellas alternativas, cada una con su cuerpo escultural, y gerentes y patanes de los medios de comunicación listos para decirte por qué ésta, de todas las posibles, es la que realmente es mejor. No se puede coger un periódico o una revista o ver la televisión sin que algún tipo de vendedor te diga en el tono más confidencial por qué debería gustarte éste y no aquél, por qué aquél y no éste. Es un flujo constante de ruido, y justo cuando ese ruido se ha calmado, te encuentras con un amigo que no puede esperar a contarte las historias de todas las maravillosas acciones que compró hace apenas tres meses. ¿Cómo es posible, me pregunto a menudo, que ninguno de mis amigos haya comprado nunca una acción perdedora? Es increíble. ¿Por qué no me hablan de todas esas acciones ganadoras justo cuando los

compran? ¿Y cómo es que siguen yendo al trabajo, de todos modos, con todos esos grandes éxitos agrandando sus cuentas de trading?

Fácil de entrar, fácil de salir

Pero lo peor no es solo el ecosistema informativo, las opiniones y las “Tres Sirenas” (codicia, miedo y conformismo) que constituyen nuestro entorno. Lo peor es esa misma característica que se supone que es la mejor, que se supone que distingue a nuestro mercado nacional como el mejor del mundo, el mejor de la historia. Lo peor es la liquidez casi infinita del mercado, y la transparencia constante de los precios. Estas dos características, que todos los economistas galardonados con el premio Nobel estarán de acuerdo en que son las claves que sustentan un mercado moderno, democrático, racional e ilustrado, son la perdición para la mayoría de inversores.

La fabulosa liquidez de nuestros mercados permite entrar o salir de una acción en, literalmente, treinta segundos. Resulta terriblemente fácil dejarnos llevar por un arrebato o un juicio precipitado a raíz de una noticia.

Aunque inicies tu inversión con una idea a largo plazo, con compromiso, perseverancia y todo de tu parte para evitar cometer errores derivados de un juicio precipitado, te encuentras en una situación en la que el mecanismo de entrada y salida fomenta la acción rápida. De hecho, así es como los *brokers* a menudo hacen su dinero, fomentando la actividad en un contexto tendencioso, añadiendo otro impulso a lo que podríamos llamar el “ejercicio de la liquidez”. Algo parecido a un derecho inalienable. Es demasiado fácil coger el teléfono y cambiar de parecer.

Imagina que el divorcio solo requeriera llenar un formulario de dos líneas y dejarlo en el Ayuntamiento. ¿Cuántos matrimonios rotos crees que tendríamos? Imagina que vender una casa fuera tan sencillo como vender mil acciones de Microsoft. ¿No se venderían las casas mucho más rápido? Imagina cualquier relación, ya sea matrimonial o de cualquier tipo, que pueda terminarse con una llamada telefónica y no tenga consecuencias aparentes en el presente. O, de hecho, imagina poder empezar una relación con una simple llamada telefónica.

La liquidez te permite flotar, desenfocado, como un corcho entre los nenúfares, moviéndose de un lado a otro con cada brisa que pasa. Te distrae

del compromiso disciplinado que has adquirido con el principio de la capitalización compuesta. Hace que sea más probable que sientas las presiones de la información y las opiniones contradictorias de cada día, ya que son más fáciles de percibir, y a menudo acaban pareciendo más reales que el lento e inexorable proceso subyacente de la capitalización compuesta.

El sistema te facilita generar comisiones. Te facilita la toma de decisiones y te libera de la ansiedad. El sistema te hace entrar en la corriente, como un trozo de espuma que se arremolina, solo que en este caso no te percibes como en un remolino, ya que te hacen sentir como un adulto responsable que hace cosas de adulto con su dinero, que es tuyo y te pertenece, que nadie puede hacer nada con él excepto tú. Te sientes importante, tomando decisiones financieras, y que además es vital que las tomes. Como un gran apostador que recibe cosas gratis en Las Vegas, porque la casa hará todo lo posible para complacerte y mantenerte en las mesas...

Tener y mantener

Lo difícil de invertir es aguantar y aprender a tolerar los innumerables e implacables vaivenes de la codicia y el miedo a los que inevitablemente está sometido el inversor. Pero a menos que controles estos impulsos (todos los sentimos y todos los que “aguantan” deben sentirlos) no alcanzarás tus objetivos finales. Y tus objetivos finales son sencillos, tal y como los hemos definido ya en este libro: *obtener un excelente rendimiento de tu capital invertido con la menor ansiedad posible, aprovechando al máximo el principio de la capitalización, e invirtiendo en acciones cuyo principal atractivo es ser partes de una máquina de interés compuesto.*

Para mantenerse con éxito se necesita una especie de actitud espartana, en la que te mantienes firme, sin desviarte, en las buenas y en las malas, en las tormentas y bajo el sol, sin excitarte ni alegrarte en exceso por los recortes y repuntes, sin hundirte en la melancolía, ni en la depresión ni en las dudas cuando los precios bajan. Una actitud guerrera en la que los sentimientos pueden ser percibidos, incluso profundamente, pero no necesariamente exteriorizados. Como dijo William Blake en un contexto muy diferente, en *The Marriage of Heaven and Hell*, “¡Las alegrías no ríen. Las penas no lloran!”.

Como guerrero, entiendes que hay muchas maneras de ganar la batalla de la inversión y acabar saliendo victorioso. Pero algunas son más sensatas que otras, diseñadas para mantener la cordura en un mundo caótico. La actitud guerrera se basa en: Esta es mi estrategia. Es buena. Funcionará. No me desviaré de ella, sin importar el éxito aparente en un momento determinado de alguna otra estrategia o enfoque. Lo veré con perspectiva porque, en ocasiones, la vela que más brilla es la que más rápido se consume.

Un guerrero se recordará continuamente a sí mismo, mediante el examen de los datos históricos, que el camino de la calidad y el rendimiento es inexpugnable, y brilla con una superioridad creciente cuanto más largo sea el período de comparación. Con los brazos cruzados y los pies en el suelo, los vientos pueden soplar alrededor de la cabeza del guerrero, pero solo sirven para enfriar su sangre. Echa un ojo objetivo y frío a sus empresas, a sus promesas a largo plazo y a su progreso a corto plazo, y un ojo quieto y silencioso a las maquinaciones de los demás en el mercado. El sol se pone y la silueta del guerrero-inversor se traza en el cielo enrojecido. Por la mañana, permanece en el mismo lugar que la tarde anterior, inmutable, brillando bajo la luz del sol matutino.

Durante la noche, el guerrero se centra en la lógica. Éste es su mantra, su camino hacia la iluminación. Una y otra vez recuerda: “*El aumento de los ingresos acabará produciendo un aumento de los precios proporcional al aumento de los ingresos. Si los ingresos se duplican, las acciones se duplicarán. A menudo se duplicarán más que eso, ya que las acciones vuelven a ser favorables a los inversores. Pero la lógica dice que, como poco, se duplicarán... Incluso si el precio de una acción se mantuviera invariable durante décadas, el aumento de los ingresos acabaría proporcionándome una rentabilidad anual, solo con los ingresos, superior a la media histórica de los índices bursátiles*”.

La lógica de la capitalización y del desarrollo de la historia es tu “apuesta” cuando inviertes en acciones de alta calidad y alto crecimiento. Es el *tiempo* en el que estás invirtiendo realmente, el tiempo y la noción de que la economía y las empresas crecerán al menos moderadamente. En lugar de estar “en el mercado”, estás aprovechando una oportunidad no anunciada que ofrece el mercado: irónicamente, es una oportunidad para seguir una estrategia de inversión que realmente tiene muy poco que ver con el mercado.

Tiene todo que ver con la simple aritmética, y con el sencillo principio del crecimiento moderado derivado de invertir en negocios básicos. La mentalidad guerrera recordará continuamente estos principios de inversión, y los utilizará para protegerse de las flechas de la incertidumbre y la influencia, que son una némesis constante. Serán el ajo del inversor contra el Drácula del entorno y las circunstancias del mercado. Cuando conduzca a las 6 de la tarde y en la radio se ofrezcan las noticias (“contándome de todo sobre alguna información inútil”), un inversor guerrero se limitará a mirar el paisaje, impasible, cuando se anuncie el cambio diario del Dow Jones de Industriales. ¿La lista de acciones más activas de la jornada? Es un poco sosa y aburrida. Tiene nombres nuevos cada día.

Así que, ¡deja de mirar el mercado! Deje de prestar atención a los cambios de precios, opiniones, sabelotodos, gurús, nuevos máximos, OPVs, fusiones, adquisiciones, Fannie Maes, Freddie Macs, Reserva Federal, etc. Olvídalos, olvida toda esta marabunta de información. Viaja a un lugar solitario y aislado y no vuelvas en un par de meses. Deja que el interés compuesto haga su trabajo. ¡Deja que el tiempo trabaje por ti!

¡Así es como un inversor mantiene sus acciones!

El paradigma inmobiliario: la actitud del propietario

Ahora que tienes la cabeza “en modo mantener”, volvamos a la tierra, porque no todos los problemas se resuelven con afirmaciones o visiones de fuerza interior. Lo que tienes que hacer, para tener éxito como accionista, es visualizar tus posesiones de acciones como algo similar (muy, muy similar) a otra inversión de la que probablemente conozcas algo y que posiblemente hayas experimentado anteriormente: *los bienes raíces*.

¿Qué se busca al comprar un inmueble? Quieres una buena ubicación, por supuesto, pero ante todo, cuando compras una propiedad con ingresos, quieres que pague las facturas y que te deje algún rendimiento en efectivo sobre tu inversión. Si necesitas invertir mucho en reformas, no lo comprarás (a menos que el precio sea realmente barato). Si estás en un barrio muy conflictivo, probablemente tampoco (a no ser que sea realmente *muy* barata).

Quieres tener algo que pague tus propias facturas y te dé un rendimiento en efectivo desde el primer momento. Sabes que con el paso de los años

podrás aumentar el precio del alquiler (quizá más de lo normal si realizas alguna reforma) y que la rentabilidad en efectivo que obtengas será cada vez mayor.

Y sabes que los inmuebles se valoran en función de un múltiplo relacionado con sus alquileres (quizás diez veces el alquiler en un gran barrio). A medida que los alquileres suben, también lo hace el valor de la propiedad. Y si tienes suerte, puede que el barrio se vuelva de repente muy popular, o que IBM construya una nueva planta cerca de allí, y tu propiedad suba aún más de lo que suben los alquileres.

¿Cómo se puede mantener un bien de renta, un bien que no se negocia las 24 horas del día como las acciones, cuyos precios no son siempre conocidos y disponibles tal y como ocurre con las acciones, y donde no se puede simplemente coger el teléfono y negociar con un comprador, como se puede hacer también con las acciones? ¿Cómo se mantiene este otro vehículo que encarna el principio de la capitalización compuesta?

En primer lugar, no compruebas los precios todos los días, ni siquiera cada semana, ni cada mes. Puede que de vez en cuando observes con interés cómo cotizan las propiedades en tu mercado, pero eso es todo. No te apresuras a vender cuando los precios cambian. No escuchas las noticias de la noche y calculas el valor de tu propiedad de forma continua. Mantienes tu propiedad. Sabes que los alquileres aumentarán a medida que vayan venciendo los contratos de arrendamiento y que, si aguantas, tu propiedad se revalorizará lentamente. Si gestionas tu propiedad, podrás buscar formas de aumentar su valor, y si tienes un gestor trabajando para ti y que administra la propiedad, evalúas los informes regulares para verificar que el progreso es continuo.

Se adopta una perspectiva de largo plazo, sabiendo que se ha hecho una inversión, no un negocio, y que la inversión se ha realizado con una visión totalmente realista de cómo se podría desarrollar en el futuro. Por supuesto, no hay garantías de que el futuro se desarrolle como lo has planeado, pero también sabes que la inversión madurará con el paso del tiempo. No esperas arrepentirte y vender tu propiedad mañana, o la próxima semana, o el próximo mes, o el próximo año. De hecho, si el edificio sigue ganando dinero y los alquileres siguen subiendo, es muy posible que quieras mantenerlo toda

tu vida.

¿Por qué debería ser diferente una inversión en bolsa? En realidad, no lo es. El hecho de tener acceso a tanta información y de que todo el mundo, incluido tu tío Louie, tenga su propia opinión sobre lo que has comprado y en lo que deberías invertir, es lo que hace que parezca diferente. El ecosistema de las acciones incluye tremendas y sutiles presiones para realizar transacciones, cuando en realidad las grandes recompensas provienen de la retención. Incluso el famoso especulador Jesse Livermore dijo: "Hice todo mi dinero estando sentado y sin hacer nada". ¿Y cómo crea riqueza Warren Buffett? "Mientras ronco", dice.

La forma correcta de vigilar tus acciones

Céntrate en tu máquina de componer, no en la fluctuación constante de los precios de las acciones (¿cómo es ese viejo dicho sobre la persona que conoce el precio de todo y el valor de nada?). No te fijes en el ametrallamiento de información, incansable, sobre las empresas. Y, sobre todo, aleja tu mirada de los temas candentes del momento, de todas las acciones que no poseas. Por supuesto, siempre querrás estar atento a potenciales candidatos, y algunos de ellos pueden incluso resultar ser mejores ideas que tus acciones en cartera, pero siempre, siempre, mira solo las acciones que encajan dentro de tu estrategia disciplinada de 1) alta calidad, 2) alta rentabilidad por dividendo actual, y 3) dividendos crecientes.

Tu trabajo como titular es supervisar tus acciones trimestralmente para determinar si están cumpliendo su función como piezas en una máquina de interés compuesto. Para ello, deberás consultar los informes trimestrales de la empresa. Querrás ver que los beneficios son aproximadamente los necesarios para que la empresa pague el dividendo actual y lo aumente cuando sea necesario.

Vigilarás que los ingresos aumentan (a menos que una división haya sido vendida o escindida), ya que las ventas son la materia prima con la que las empresas pueden obtener beneficios, y los beneficios no pueden surgir de la nada sin ingresos; el recorte de costes a menudo puede ayudar a la cuenta de resultados, pero los beneficios del recorte de costes solo duran un tiempo en ausencia de mayores ingresos. Querrás comprobar que el plan de negocio de

la empresa es coherente con el plan que estaba en vigor cuando la compraste, y que la evolución de la empresa es coherente con la “historia” que te convenció para elegirla entre las candidatas a *La Mejor Inversión*.

Si la “historia” planteaba un crecimiento constante basado en buenas tendencias demográficas, asegúrate de que actualmente es así y no una promesa perpetua de futuro. Si la historia consistía en una diversificación emocionante construida sobre un buen flujo de caja, asegúrate de que ambos elementos muestran progreso.

¿La empresa no alcanzó los objetivos de beneficios de los analistas por uno o dos céntimos? Olvídalos. Las proyecciones de los analistas son notoriamente inestables e inexactas. David Dreman realizó un estudio estadístico que demostraba que las probabilidades de que un analista predijera correctamente los beneficios de una empresa cada trimestre durante cinco años eran inferiores que diez millones a uno. Los beneficios no deberían tener una tendencia constante a la baja, pero las empresas suelen tener un trimestre o varios trimestres de beneficios estancados o suaves (especialmente cuando se está construyendo una nueva línea o ampliando el negocio para obtener más beneficios futuros) y no es motivo de alarma. En general, hay que ser pasivo: dejar que la directiva haga su trabajo. Una vez te comprometas con una acción, considera la gestión de sus empleados. Si lo han hecho bien en el pasado, es probable que lo vuelvan a hacer bien en el futuro, aunque durante uno o dos trimestres no parezcan tener el dinamismo de antes. Recuerda que no se trata de acciones que el mundo ansía que den beneficios. Son aquellas que se valoran en función de su valor intrínseco, de su capacidad de generar beneficios a largo plazo, y no de los detalles cambiantes de su crecimiento. El mercado no se asustará por pequeñas decepciones, y tú tampoco deberías hacerlo.

Dividendos: la clave

Sin embargo, como dueño de tus acciones, debes prestar especial atención al estado de los dividendos. Como seguramente ya sepas, consideramos que el dividendo es la prueba de fuego de una empresa que históricamente paga dividendos. Es como la imagen de un cardiograma de los latidos del corazón. No importa el aspecto de los beneficios, ni lo que digan los analistas de Wall

Street o los charlatanes de la televisión, el dividendo es el factor revelador. Si la empresa tiene un historial de aumento de dividendos y éste no sube en un año determinado cuando le tocaba hacerlo (y no hay excusa de peso como un gran gasto de capital), algo va mal.

Toda empresa es compleja y, por lo tanto, tiene muchas cuestiones a tener en cuenta, algunas incluso pueden dar pie a que aficionados debatan sobre sus méritos hasta altas horas de la madrugada. Pero nuestra estrategia se basa en un principio simple: que cada acción puede proporcionar capitalización compuesta. Y eso es todo lo que queremos de una acción. No nos importa si su presidente actual aparece en la portada del Time, o si la dirección obtiene el Premio Nacional a la Excelencia, o si la sede de la empresa ha sido diseñada por el mejor arquitecto del mundo o por un constructor local (en realidad, en la mayoría de los casos hay que favorecer a este último). Lo que nos importa es que la empresa puede participar como una “parte” en una cartera que es una máquina a largo plazo. Nunca debemos apartar la vista de ese concepto.

Esto significa que lo que realmente debes saber (de hecho, todo lo que debes saber) es lo que ocurre con el dividendo. Hay cuatro preguntas importantes relacionadas con el dividendo:

1. *¿Está el dividendo en peligro?* Como ya comentamos al examinar la ratio *pay-out* (la relación entre los dividendos entregados y los beneficios generados), para las empresas industriales ordinarias no debería ser superior al 50%. Puede ser mayor en el caso de los servicios públicos y los REIT. Si el ratio de pago es superior al 50%, hay que fijarse en el historial de la empresa; para algunas es normal tener un ratio de pago más alto, y si es así, no hay ningún problema. En algunos casos, el ratio de reparto aumenta repentinamente porque los beneficios declarados son bajos debido a las amortizaciones o a algún acontecimiento puntual. Si un ratio alto puede atribuirse a sucesos o gastos puntuales, también es correcto. Sin embargo, el flujo de caja y los ingresos deberían seguir estando al mismo nivel o crecientes. Fíjate también en la tendencia del ratio. Si ha estado disminuyendo, no debería ser motivo de preocupación, ya que el posible aumento de los beneficios en los próximos años hará que disminuya aún más. El problema viene cuando el ratio *pay-out* aumenta sin explicación y sin la seguridad de un aumento de los ingresos y/o del flujo de caja. En

algún momento, la empresa no podrá aumentar el dividendo y dejará de desempeñar el papel que le corresponde en la cartera.

2. *¿Ha cambiado la empresa su política de dividendos?* La mayoría de las empresas mantienen una política de pago de dividendos de, por ejemplo, el 30 o el 40% de los beneficios. Si la empresa anuncia que la política se ha revisado de modo que se pagará un porcentaje menor de los beneficios, las posibilidades de que aumente el dividendo disminuyen. La empresa se convierte en una participación problemática.

3. *¿Ha dejado la empresa de aumentar su dividendo?* A veces, como ya se ha dicho, hay excepciones. Puede tratarse de un programa de construcción de capital o, en el caso de una empresa de servicios públicos, puede ser incluso un clima inusual. Pero sea cual sea la razón, el hecho de no aumentar el dividendo es una bandera roja para cualquiera de nuestras participaciones. Hay que evaluar más a fondo las circunstancias generales. Si el motivo está relacionado con el gasto para tener mayores ingresos en el futuro, o hay una excusa muy clara, no hay que preocuparse. Pero si ha habido un historial de aumentos, y ahora desaparece, y solo hay silencio al respecto, puede ser el momento de buscar una nueva “pieza” para tu máquina de capitalización compuesta. Por lo general, no mantendremos una acción más de dos años sin un aumento de dividendos, a menos que haya circunstancias atenuantes muy claras.

4. *¿Ha recortado la compañía sus dividendos?* Los recortes de dividendos son el beso de la muerte para el precio de las acciones, y son una contradicción directa de los principios que guían una cartera de La Mejor Inversión. En realidad, nunca se debería llegar al punto en el que las acciones reduzcan el dividendo por sorpresa (el aumento del ratio pay-out, la caída de los beneficios acompañada de una disminución de los ingresos, las declaraciones de la empresa,... todo ello debería indicarte la posibilidad de un recorte mucho antes de que ocurra), pero si ocurre, tienes que asumirlo y seguir adelante. Si el dividendo es una bandera que indica la salud de la empresa, un recorte es una bandera a media asta.

Así que, a diferencia de muchas otras estrategias, para nuestros períodos de tenencia nos guiamos por la política de la empresa en el reparto de dividendos y la situación de los mismos. Compramos nuestras acciones por

los ingresos actuales y el crecimiento de los ingresos, siendo lo segundo la fuerza subyacente responsable de la apreciación futura de la acción. Si la empresa no aumenta su dividendo de forma regular y predecible, deja de ser útil en nuestra cartera particular. Puede haber muchos otros inversores que quieran una acción determinada por una infinidad de razones diferentes. Y eso es bueno, porque siempre tendrás compradores a los que podrás vender la “parte” que no funciona de tu máquina de capitalización compuesta.

Por último, mientras las acciones ofrezcan las características por las que las compraste, querrás mantenerlas. No te dejes llevar por el ruido financiero, ni por la necesidad de novedades, ni por la sensación de que la hierba puede ser más verde en otro pasto. Cada decisión ofrece una oportunidad de equivocarse, por lo que cuantas menos decisiones tomes, mejor será tu situación. Si no estás seguro de una acción, aunque haya aumentado regularmente sus dividendos a un ritmo superior a la media, piensa en hacer un crucero por el Caribe durante diez o veinte semanas. Cuando regreses, es probable que las acciones hayan subido. En serio, intenta olvidarte de tus participaciones mientras estén haciendo su trabajo. Cuanto más pienses en ellas, más probable será que busques aliviar esa ansiedad. Pero no lo hagas. Recuerda tu lugar. Eres un inversor pasivo. Cuando todo vaya como lo habías planeado, ¡mantente pasivo!

Si el dividendo está en riesgo, o no crece y no hay excusa para ello, entonces puedes hacer uso de esa liquidez infinita de nuestros mercados, levantar el teléfono y **vender**.

Otros motivos para vender, total o parcialmente

El único otro momento para vender sería cuando una acción sube de precio (quizás por rumores de adquisición) hasta el punto de que su rentabilidad actual por dividendo es pequeña en relación con otros valores disponibles. Los inversores sofisticados pueden considerar la posibilidad de vender cuando una acción se “adelanta” a sí misma, pero éste es un ámbito realmente complejo. ¿Cuánto es demasiado alto para una gran empresa a largo plazo? No creo que nadie pueda decirlo realmente, y desde luego no un inversor aficionado o a tiempo parcial. Cuando una acción se dispara, probablemente volverá a bajar, ya que las acciones tienden a retroceder a la media de los

rendimientos medios. Por otra parte, cuando una acción se dispara, normalmente se debe a que hay algo atractivo que se está reconociendo recientemente en ella, o algo nuevo en la empresa que los inversores perciben como un valor añadido para el futuro de la acción.

Hay una vieja y útil expresión que puede ayudar: “nunca te arruinarás tomando un pequeño beneficio”. Considera la posibilidad de realizar una venta parcial si tu acción se te va de las manos, reduciéndola a un peso en cartera parecido al de sus otras acciones.

¿Y si encuentras una candidata que aún no posees con una calificación abrumadora? Esa podría ser una razón para vender toda o parte de una participación, a fin de conseguir efectivo para la compra. Pero, básicamente, el objetivo de este programa es tratar de mantener tus acciones indefinidamente. No son acciones que se compran para venderlas. Se compran porque se quiere poseer una parte de este negocio que crece moderadamente y que comparte su aumento de riqueza con sus propietarios, los accionistas. Cuando se cuestiona seriamente si puede seguir haciéndolo, según el dividendo y la situación general del mismo, entonces puedes contemplar la posibilidad de poner fin a tu situación como accionista.

Mientras tanto, la actitud lo es todo. Y la actitud correcta es un compromiso inquebrantable, una visión confiada en el futuro de los ingresos crecientes y una aceptación pasiva de una gestión que está funcionando, una especie de adaptación del tópico de que el futuro será algo parecido al pasado, hasta que se demuestre lo contrario.

En resumen

1. La estrategia proporciona contexto, pero el verdadero éxito depende de mantener una actitud tranquila y pasiva.
2. Las emociones y las decisiones innecesarias son la perdición de la mayoría de los inversores.
3. La liquidez del mercado, que te permite tomar decisiones instantáneas, puede ser una amenaza para tu perseverancia.
4. Mantén tus acciones con una mirada fría y objetiva, una mirada fija en el lejano horizonte del largo plazo.

5. Mantén tus acciones con pasividad operativa, como si de unos inmuebles se tratara.

6. Vender si parece que el dividendo se va a recortar, o si pasa mucho tiempo sin que haya un aumento sin una excusa legítima para ello.

10.

CONSTRUYENDO TU CARTERA

En cierto modo, saber qué acciones queremos comprar y mantener es solo un paso intermedio. El siguiente, tan importante como saber qué acciones comprar, es entender cómo combinarlas.

Asignación de activos

En el mundo financiero actual, hay una palabra popular (y con ello quiero decir “sustituto del pensamiento o del análisis”) que es, parafraseando a Saddam Hussein, la madre de todas las palabras de moda. Son tres palabras, en realidad, pero tres palabras que se suelen pronunciar como una sola y con una reverencia que solo se ve en discusiones de máxima profundidad teológica: “asignación de activos”.

Los defensores de este término te dirán que hay un amplio número de clases de activos, que se comportan de manera diferente en diferentes momentos de mercado, que nunca podemos saber de antemano cuál será “la mejor” en el futuro, y que la forma adecuada de construir una cartera es adquirir activos de todas las clases en proporciones variables. De este modo, según la teoría, se reduce el “riesgo” (en este caso, el riesgo significa volatilidad), mientras que los rendimientos serán buenos como media.

Es muy parecido a decir que nunca se puede saber realmente quién va a ganar una carrera de caballos, por lo que hay que apostar por todos. Siempre habrá un ganador, aunque los ganadores se verán compensados por los perdedores. Por supuesto, mi analogía es extrema. Lo bueno de la inversión es que nunca se pierde todo el dinero en una inversión como podría ocurrir en una carrera de caballos (no si se siguen los preceptos de este libro). Sin embargo, la mentalidad de asignación de activos está más bien alineada, en

mi opinión, con la del jugador que apuesta a cada número.

Y eso es triste, porque es razonablemente posible descartar ciertas clases de activos, ya sea de forma permanente o en momentos determinados. La adhesión que ciega a la asignación de activos normalmente tampoco tiene en cuenta las valoraciones relativas. Los asignadores de activos afirmarán que deberías tener, por ejemplo, un 50% de acciones de crecimiento y un 50% de acciones de valor, sin molestarse en intentar discernir si esas dos categorías están especialmente baratas o caras en ese momento.

La mayoría de los asignadores de activos incluyen la renta fija como una clase de activo (supuestamente, el hecho de que exista significa que debe ser incluida). Peor aún, casi todos los profesionales están familiarizados con el gráfico sobre los rendimientos en el largo plazo de una serie de clases de activos clave que se mostró en el primero de los capítulos. No es necesario que vayas a consultarla. Te refrescaré la memoria. No se gana dinero con los bonos, y mucho menos si en la mayoría de los períodos sus rendimientos son realmente negativos después de ajustarlos a la inflación. A menos que el mundo se vuelva del revés en los próximos cincuenta años, no deberías tener ningún bono en tu cartera.

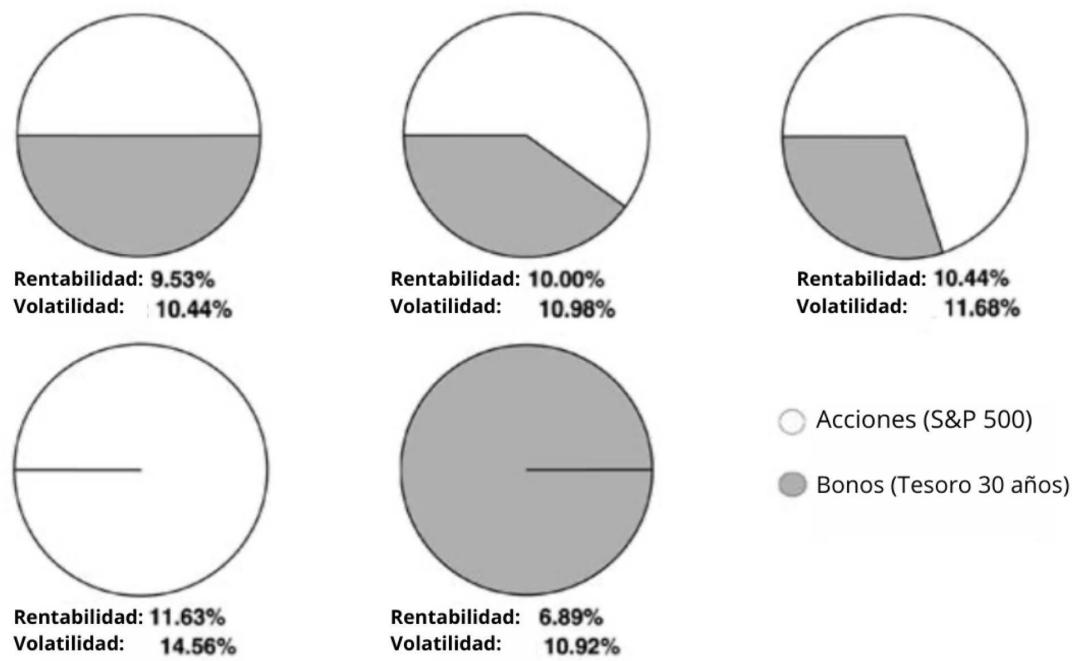
La cartera de nuestro enfoque puede hacer todo lo que una cartera de asignación de activos completa haría, y sin una colección de fondos de inversión o gestores privados para gestionarlo. Al fin y al cabo, de eso se trata. El menú de opciones de inversión se ha convertido en algo vertiginoso, enloquecedor, caótico y, lo peor de todo, inquietante. Convierte al inversor en un burócrata asustado. Mi tablón de anuncios dice lo siguiente: solo se necesita una cuenta con un tipo de acciones (las acciones de *La Mejor Inversión*) para lograr los objetivos de una asignación de activos adecuada.

Tabla 10-1. Cartera diversificada vs La Mejor Inversión (%)

	DIVERSIFICADA	LA MEJOR INVERSIÓN
Número de cuentas	5 or more	1
Rentabilidad por dividendo	3,25	5,5
Beta	0,8	0,7
Rentabilidad esperada	7,8	11
Volatilidad esperada	11	12

Acciones pequeñas	12	12
Acciones internacionales	12	12
Acciones grandes y medianas	36	76

Figura 10-1



Fuente: Total Return Analysis, Neuberger & Berman, LLC.

La figura 10-1 muestra lo que le gustaría ver a un asignador de activos para un inversor de edad media, con necesidades financieras medias y una tolerancia media a la volatilidad. De hecho, hay incluso algunas asignaciones de activos “clásicas” en el mundo de la inversión. Veremos al cliente como “ejecutivo de cincuenta años, conservador, pero al que le gusta especular solo un poco, que está ahorrando para la jubilación, y al que le gustaría tener algunos ingresos corrientes para pagar las vacaciones de esquí en Colorado y para ayudar a cubrir su hipoteca, que es demasiado grande para sus ingresos”. Una distribución normal sería tal que así:

- Bonos: 40%
- Acciones: 60%

Grandes y medianas: 60%

Pequeñas: 20%

Internacionales: 20%

En otras palabras, el 36% de la cartera total (el 60% de una asignación del 60% a la renta variable) correspondería a valores nacionales de mediana y gran capitalización, el 12% a valores de pequeña capitalización (el 20% del 60%) y el 12% a valores internacionales. Obviamente, estos porcentajes cambiarían si se modificara el equilibrio entre la renta variable y la renta fija.

He aquí cómo lo haría una cartera global en relación al S&P 500:

Rentabilidad por dividendo > mercado

Precio/Valor < mercado

Rendimiento Esperado < mercado

Volatilidad Esperada < mercado

Tamaño de Capitalización < mercado

Diversificación Industrial > o = mercado?

El último punto incluye un signo de interrogación porque todo depende de los valores que se utilizaran para cumplir el mandato bursátil. Es de suponer que los valores de gran y mediana capitalización reflejarían los distintos sectores del índice, y la inclusión de valores de pequeña

capitalización e internacionales añadiría un nivel de diversificación superior. Del mismo modo, la inclusión de valores de pequeña capitalización implicaría casi inevitablemente que el tamaño medio de la capitalización sería inferior al del índice.

Para crear esta cartera se necesitarían al menos cinco subcarteras (fondos, gestores privados, grupos de selecciones de acciones o una combinación), y en la práctica probablemente se necesitarían más de cinco, ya que la mayoría de las asignaciones de renta fija también se desglosan en instrumentos de renta a corto y largo plazo. Los costes y las complicaciones de esta configuración son considerables.

Pero fíjate en cómo podrías conseguir lo mismo en una sola cuenta con *La Mejor Inversión*, es decir, tu cartera de acciones:

Rentabilidad por dividendo > mercado

Precio/Valor < mercado

Rendimiento Esperado = mercado

Volatilidad Esperada < mercado

Diversificación Industrial = mercado?

La principal diferencia es que se espera que la segunda cartera genere rendimientos a largo plazo aproximadamente iguales a los del mercado, mientras que la cartera de asignación de activos no, porque incluye la renta fija.

Esto es importante. En la medida en que se incluya renta fija, la cartera tendrá un rendimiento esperado inferior al del mercado en el largo plazo, porque los rendimientos a largo plazo de la renta fija son inferiores a los de la renta variable.

Pero la renta fija amortigua la volatilidad y añade flujo de caja, ¿verdad? ¿Acaso no ocurre también con *La Mejor Inversión*? Creo que la respuesta correcta es que se pueden conseguir ambas cosas sin recurrir a la renta fija y sin que disminuyan los rendimientos esperados.

Veamos una asignación de activos “equilibrada” de acciones y bonos a 31 de diciembre de 1997 frente a una cartera real de *La Mejor Inversión*:

Como puedes ver, el resultado neto de una asignación de activos no te

aporta más que lo que se puede conseguir con una sola cuenta de *La Mejor Inversión*. En ambos casos, por supuesto, puedes ajustar los porcentajes para adaptarlos a tu gusto, a tu tolerancia al riesgo o a tu perspectiva de inversión. Podrías tener fácilmente un 20% de inversión internacional en tu cartera de *La Mejor Inversión*, por ejemplo, así como en tu cartera de asignación de activos.

Sin embargo, a pesar de que las dos carteras pueden presentar características de riesgo casi idénticas en cuanto a su probabilidad de fluctuación, la nuestra, inevitablemente, rendirá más con el tiempo porque no contiene renta fija, que no puede revalorizarse con la potencia de las acciones.

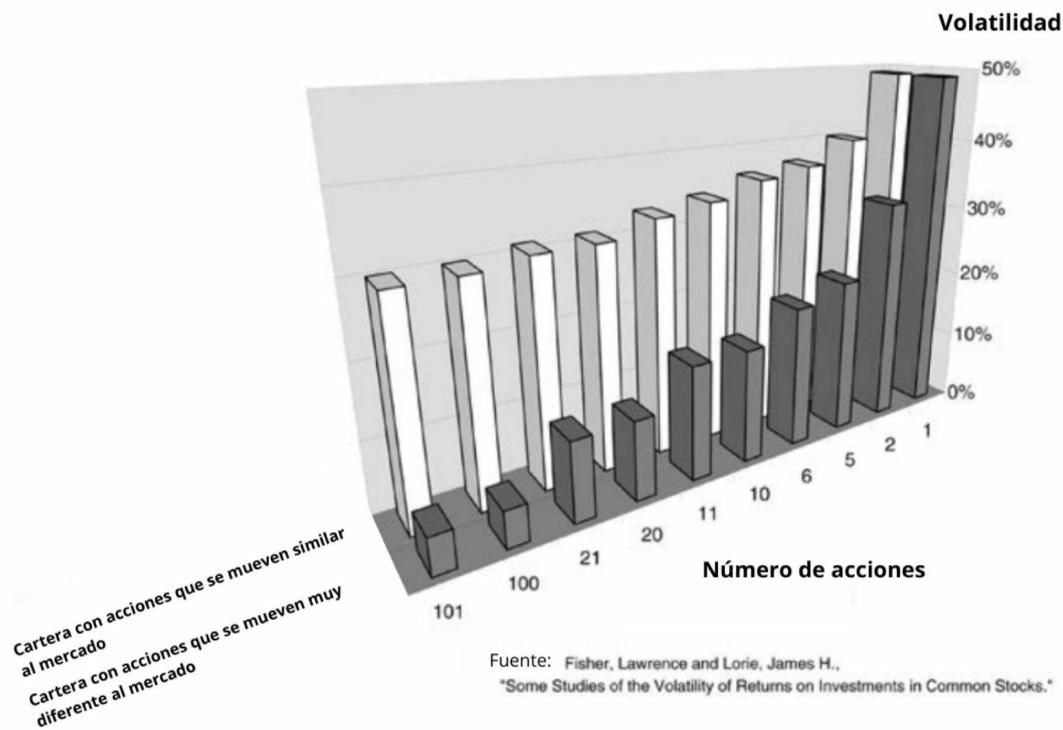
Hasta cierto punto, esta idea de que las carteras pueden estar equilibradas con renta fija proviene de las lecciones aprendidas en el pasado. Hace tiempo, los bonos de largo plazo fluctuaban muy poco, porque los tipos de interés fluctuaban también muy poco. En aquella época, al menos se tenía la certeza de amortiguar la volatilidad de una cartera con bonos, si se estaba dispuesto a renunciar a algún rendimiento a cambio. Sin embargo, a finales de la de la década de los 70, la Junta de la Reserva Federal decidió dejar “fluctuar” los tipos de interés, y en el gráfico de la página 8 se puede ver lo que esto ha hecho con respecto a la volatilidad de los bonos. Siguen siendo un poco menos volátiles que las acciones, pero no por mucho. Y sus rendimientos se han empobrecido. Además, la mayoría ignora el hecho de que lo más normal en los mercados es que los bonos y las acciones suban o bajen al mismo tiempo. Si ese es el caso, y si la volatilidad de los bonos de largo plazo están ahora mucho más cerca de la volatilidad de las acciones, tenemos que preguntarnos si las antiguas ideas sobre los bonos siguen siendo válidas.

La volatilidad de los bonos de largo plazo y de las acciones ha sido similar desde finales de la década de los 70. No hay nada que ganar con los bonos en términos de seguridad o reducción de las fluctuaciones, y mucho que perder en términos de rendimiento.

Muchos inversores también se sorprenderían al saber que los rendimientos de las letras del Tesoro han mostrado, en los últimos veinte años, más volatilidad que el mercado de valores. No quiero decir que el precio de las letras haya fluctuado más que el de las acciones, pero el cambio

porcentual de los rendimientos ha sido, como mínimo, radical. Hace menos de veinte años las letras podían rendir un 15% o más, mientras que hoy lo hacen un 5%. Para que pase del 5% al 7%, un movimiento fácilmente imaginable, implicará un cambio de rendimiento de nada menos que del ¡40%!

Figura 10-2. Volatilidad de la cartera y deversificación. Reducción del riesgo de las carteras en acciones.



¿Cuántas acciones?

En nuestras carteras para particulares e instituciones solemos tener entre treinta y cuarenta acciones (excepto en una estrategia de altos ingresos). Puede ser un número elevado para un inversor individual, tanto para identificar como para hacer un seguimiento de todas las acciones, aunque es el número más pequeño de acciones con el que personalmente me siento cómodo en términos de una cartera que no va a fluctuar tanto como el mercado general. A la vez, es un número pequeño para la mayoría de los clientes institucionales.

La regla es simple, y es una regla que precisamente subyace de la Teoría Moderna de Carteras: cuantas menos acciones tengas, más probable será que experimentes una mayor volatilidad en relación al mercado, y cuantas más acciones tengas, menos probable será. Cuantas más acciones tengas, más se comportará el grupo como el índice. Sin embargo, hay un umbral por encima del cual la reducción de la volatilidad no es significativa: el rendimiento histórico del Dow Jones de Industriales ha demostrado que ese nivel se sitúa en torno a las treinta acciones de buena calidad y tamaño. Dado que las más pequeñas tienden a ser más volátiles, necesitarás más de treinta para aproximarte a la volatilidad del mercado, a menos que las acciones que elijas tiendan a ser individualmente menos volátiles, como es el caso de los valores de *La Mejor Inversión*.

Se trata de un concepto bastante sencillo, analizado de forma lógica. Supongamos que posees las quinientas acciones del S&P 500, con la misma ponderación que su representación en el índice. Obviamente, tu cartera se movería al mismo ritmo que el índice, porque de hecho sería el índice. A medida que se alejara de la estructura del índice, con menos acciones, correrías un riesgo creciente de aumentar lo que los estudiantes en finanzas llaman tu “riesgo” (tu volatilidad). También es cierto que podrías mantener solo los valores menos volátiles del índice, dejando de lado los demás. En ese caso, tu volatilidad sería diferente a la del índice y probablemente inferior a la media.

Los académicos han estudiado el efecto de reducción de la volatilidad

con la diversificación de las carteras. Evans y Archer descubrieron que alrededor del 90% del beneficio máximo se lograba utilizando una cartera de doce a dieciocho acciones. Ese estudio se realizó en 1968, cuando había muchas menos acciones. En 1987, Meir Statman publicó un trabajo que indicaba que una cartera bien diversificada debe contener al menos treinta acciones. Hasta cierto punto, el número de valores que deba tener dependerá de tu nivel de comodidad y de tu capacidad para encontrar y seguir los valores adecuados. Pero recuerda que, si tienes cinco acciones de buena calidad de servicios públicos, es probable que las cinco se muevan en la misma dirección y al mismo tiempo. En cuanto a los beneficios de la diversificación, tu objetivo debe ser incluir diferentes tipos de empresas pertenecientes a diferentes sectores.

Si prefieres disponer de una cartera más pequeña, pero quieres seguir teniendo una volatilidad inferior a la del mercado, las acciones deben ser menos volátiles y más conservadoras que la media de todos los valores del índice. Cuanto más pequeña sea tu cartera, más conservadoras deben ser tus acciones, si quieres mantener una baja volatilidad. Por supuesto, las acciones de nuestra estrategia cumplen este requisito a rajatabla, por lo que no hay necesidad de tener una cartera de cien o doscientas acciones, como se puede ver en algunos fondos de inversión.

Si no quieres tener las treinta o cuarenta acciones que como mínimo me parecen adecuadas, puedes reducir el número teniendo en cuenta que cada reducción aumenta el riesgo de que una sola manzana mala en tu cesta tenga un impacto excesivo en los resultados. Creo que diez acciones son demasiado pocas, si se quiere tener una diversificación adecuada entre los sectores, el tamaño de la capitalización y la nacionalidad.

Entre quince y veinte valores cuidadosamente elegidos probablemente proporcionarán suficiente diversificación para alcanzar los objetivos de nuestra estrategia: el estudio de Evan y Archer respalda esta opinión (y lo que también es importante, mi propia experiencia en el mundo real). Son menos de los que componen el *Dow Jones Industrial Average* (treinta), pero si se tiene en cuenta que el DJI no es más volátil que el S&P 500, este número menor no debería asustar demasiado.

Hay ciertas categorías que aportan estabilidad a una cartera sin

comprometer la rentabilidad, y recomiendo que se incluya la misma cantidad de ellas que se incluiría de renta fija en una cartera equilibrada. En otras palabras, aproximadamente la mitad de tu cartera debería estar compuesta por bienes inmuebles, servicios públicos, MLPs y las acciones industriales de mayor rentabilidad por dividendo que también sean elementos de alta calidad para el crecimiento de los propios dividendos. Algunos de estos elementos podrían ser empresas de servicios públicos extranjeras. En cualquier caso, la experiencia me ha enseñado que las posiciones deben estar siempre ponderadas por igual, ya que nunca se sabe de antemano cuáles serán las mejores en el futuro. Una cartera de dieciséis acciones en 2005 podría tener este aspecto:

6% Telfonica de Mexico	Servicios, extranjera
6% Energy East	Servicios
6% Boston Properties	Inmobiliaria
6% Campbell Soup	Consumo
6% MDU Resources	Servicios
6% Pitney Bowes	Productos de Oficina
6% U.S. Bancorp	Finanzas
6% Enterprise Products	Energía (MLP)
6% Bank of America	Finanzas
6% Fidelity National	Finanzas
6% ING	Finanzas, extranjera
6% BP	Energía, extranjera
6% Procter and Gamble	Consumo
6% Landaur	Servicios, Pequeña
6% Emerson Electric	Bienes de Consumo
6% Johnson and Johnson	Salud
4% Cash	A la espera de invertir

Si quieres mayor exposición en tecnología, añade un fondo de inversión tecnológico; no encontrarás muchos candidatos de *La Mejor Inversión* en el sector de la tecnología. Esta cartera tiene una rentabilidad actual por dividendo de aproximadamente el 4%, más o menos lo mismo que los bonos a 10 años (¡los futuros lectores se sorprenderán al leer esto!), y es totalmente capaz de devolver más del 20% en cualquier año, con poco riesgo de gran

caída si las cosas se ponen mal en el mercado general. Ten en cuenta que, con un 4%, la rentabilidad por dividendo de la cartera es 2,4 veces mayor que la del S&P 500 y debería ser mucho menos volátil, aunque contenga un número reducido de acciones.

Puedes tener incluso menos acciones, pero si lo haces debes aplicar la misma lógica: cuantas menos acciones tengas, más conservadora debe ser cada una de ellas.

Ponderación

Obsérvese que las acciones de la cartera anterior tienen la misma ponderación en dólares. Esa es la regla. ¿Por qué? Lamentablemente, nunca se sabe de antemano cuáles serán las mejores y cuáles las peor1es (si se supiera, solo se comprarían las mejores). Hemos comprobado que la ponderación equitativa en dólares es la forma adecuada de gestionar una cartera, independientemente del número de acciones que se tengan. Si quieres tener cincuenta acciones, cada una tendrá una ponderación del 2% del total de dólares invertidos. Como ya se ha dicho, cuantas menos acciones se tengan, más conservadora debe ser cada una de ellas (es decir, debe tener una alta rentabilidad por dividendo, una beta baja, ser un negocio estable y una deuda baja o adecuada para su sector).

Una última observación: la cartera anterior es solo una muestra, un ejemplo. Cualquiera de los valores expuestos puede haber cambiado para cuando leas este libro, así que, aunque este “menú” te abra el apetito, será mejor que compruebes que todos los ingredientes son frescos.

¿Qué pasa con la liquidez?

En general, la mayoría de estudios han demostrado que permanecer totalmente invertido en todo momento es la forma más probable de generar ganancias que se acerquen al índice (ya que el índice siempre está totalmente invertido), pero a esta vieja norma le vendría bien un poco de aceite. El problema con “permanecer totalmente invertido” es el mismo que con muchas otras conclusiones en finanzas: simplemente no tenemos suficientes datos como para saber con seguridad si es una afirmación totalmente cierta.

Prácticamente todos los estudios que verás en apoyo a la escuela del pensamiento “mantente invertido” se basan en no más de veinte años de datos o menos. Es algo generalmente aceptado entre los estadísticos que necesitamos al menos cien observaciones para sacar una conclusión estadísticamente válida, por lo que la mayoría de los mitos financieros que escucharás son dignos de cierta medida de escepticismo o sospecha. Pero, lo que es peor, la mayoría de los que aconsejan la inversión total se basan en los últimos veinte años, más o menos, ¡periodo en el que hemos experimentado el mayor mercado alcista de todos los tiempos! Incluso si se mira más atrás, todo lo que se ve es un mercado alcista (con breves y conocidas excepciones) durante la mayor parte del siglo XX (y hay pocos datos realmente útiles anteriores a 1900).

No obstante, concuerdo con que la “inversión total” (más del 90% de la cartera) debería ser la política de tu cartera, aunque por razones algo diferentes. Más que una política que intente ser inteligente frente a la bolsa, la noción de inversión total tiene mucho más que ver con ser un verdadero inversor, una verdadera sociedad a una empresa que te aportará rendimientos a largo plazo gracias a su crecimiento constante y sostenible. Este crecimiento (y el de los dividendos que te pagan) se produce en pequeños incrementos. Los socios son compañeros, como en un matrimonio. Para obtener todo el beneficio de la intimidad, la sabiduría y la profundidad que aportan los años, los socios tienen que permanecer juntos. Obviamente, en el mundo de las inversiones la poligamia es aceptable y beneficiosa, pero con cada compañero hay que comprometerse de verdad si se quiere ver lo bueno que el tiempo, y solo el tiempo, puede aportar.

Acciones con dividendos elevados

Hay un dicho en el mundo financiero que probablemente sea tan antiguo como la propia civilización: “en los negocios hay espacio para los toros y los osos, pero los cerdos acaban siendo sacrificados”. El inversor comúnmente conocido como “cerdo” suele tener un mal final. Y es que la vieja expresión “si parece demasiado bueno para ser verdad, probablemente lo sea” tiene mucho de cierto. Pero aún es posible invertir por “alta rentabilidad por dividendo” utilizando acciones de *La Mejor Inversión* y mantener una cartera

que ofrezca unos ingresos tan elevados como los bonos sin renunciar al crecimiento de ese rendimiento que consideramos tan importante, ni a la posibilidad de revalorización del capital.

La construcción de una cartera implica una interacción entre la necesidad de renta (o la seguridad que proporciona la renta) y la necesidad de una revalorización que supere la inflación. En la mayoría de los casos hay un “intercambio” entre el rendimiento y el crecimiento, pero eso no es lo mismo que decir que hay un “trueque”. Escribo estas palabras recién salido de unas rentabilidades en nuestra empresa del 26% en 2003 y del 15% en 2004 de nuestra cartera de mayor rentabilidad por dividendo. Los valores extremadamente conservadores pueden hacerlo muy bien, sorprendentemente bien: uno no debería ser tímido a la hora de establecer una cartera que tenga en su punto de mira una alta rentabilidad estable, con la apreciación como una idea tardía. Y esa idea tardía puede terminar por manifestarse de una manera mucho más grande de lo esperado.

Pero las acciones deben seguir cumpliendo todos los requisitos. La diferencia es que no utilizas acciones con una rentabilidad por dividendo cercana al mercado, sino mayor, y que puedan mostrar extras en la valoración y un fuerte crecimiento de los dividendos. Hoy en día, por ejemplo, no es tan difícil crear una cartera con rentabilidad por dividendo del 5% y un crecimiento esperado de los dividendos del 4% o más. Como ya sabes por capítulos anteriores, esta cartera tiene una rentabilidad esperada de al menos el 9% (rendimiento actual + crecimiento del rendimiento) incluso sin que ocurra nada extraordinario con ninguna acción. Y, al cabo de unos quince años, estarás ganando un 10% de tu inversión original solo con los dividendos, con un valor del capital que se habrá duplicado.

Hay que tener en cuenta que los valores con altas rentabilidades por dividendo suelen estar en desuso y peor valorados. Son también el tipo de empresas a las que a menudo les ocurren cosas buenas (en forma de adquisiciones o recompras). De hecho, en nuestra cartera más conservadora hemos tenido una acción de adquisición en cada uno de los últimos cuatro trimestres, sin que haya motivos para pensar que el periodo haya sido especialmente único.

Recuerda este principio: una rentabilidad por dividendo más elevada

suele significar menos volatilidad y menos crecimiento. Una renta más baja implica generalmente un mayor crecimiento, pero también una mayor incertidumbre. Sin embargo, el mundo no es tan cuadriculado como para seguir estas fórmulas. Habrá muchos periodos en los que la cartera más conservadora también muestre el mayor nivel de revalorización.

Como debería resultar obvio, puedes adaptar tu cartera para que cumpla con tus necesidades y temperamento, pero utilizando únicamente acciones conformes a nuestra estrategia. Siempre podrás evitar acciones que son simplemente las de mayor rendimiento pero que no están cualificadas según nuestros criterios, pero puedes crear una cartera de alto rendimiento simplemente centrándote en nuestros valores de alta rentabilidad que pasen nuestros filtros. Estarás preparado para una mayor rentabilidad total a largo plazo.

La conclusión es que una cartera de *La Mejor Inversión* es análoga a una asignación de activos convencional, sin el defecto añadido de la renta fija. Tus acciones se orientan básicamente a la rentabilidad, con quizás algunas acciones de crecimiento reducido, pero de alta calidad, e incluye acciones de pequeña capitalización e internacionales. (No hay absolutamente ninguna evidencia histórica de que una asignación de acciones de crecimiento (estilo *growth*) añada algo extra a las rentabilidades esperadas de la cartera, a pesar del glamour y la irresistible promesa de este tipo de acciones).

En lugar de renta fija, utilizarás el tipo de acciones de *La Mejor Inversión* con mayor rentabilidad por dividendo. Cuantos más ingresos quieras, o más seguro quieras estar, más acciones de este tipo deberás utilizar. Es así de sencillo.

El siguiente párrafo apareció en la primera edición de este libro (1999). Por razones obvias, lo he mantenido:

Mientras escribo, el mercado de acciones se encuentra entre los niveles de valoración más altos jamás vistos. Los inversores creen que esto durará para siempre, como creían los inversores japoneses en los años ochenta. Yo dudo que pueda, aunque nadie lo sabe con certeza. Si compartes esa duda, harías bien en tomar el camino de la alta rentabilidad por dividendo, posiblemente añadiendo en algún momento más potencial de crecimiento cuando el mercado haya bajado y las valoraciones sean más

razonables. En cualquier caso, la probabilidad de que las acciones de mayor rentabilidad por dividendo superen a las de menor es más elevada cuando el mercado es más arriesgado y vulnerable, como ocurre actualmente.

Esto se escribió a finales de 1998, cuando la “burbuja” estaba en pleno apogeo. Sin restregarlo demasiado, puedo afirmar que nuestro rendimiento ha superado con creces al S&P 500 desde entonces, el capital y los ingresos han crecido poderosamente, y no vivimos con lágrimas de arrepentimiento por haber comprado en los últimos trimestres de la burbuja. Es una especie de dulce venganza, debo admitir, contra todos aquellos que en su momento vieron los dividendos con desprecio.

En resumen

1. Una cartera de La Mejor Inversión está pensada para sustituir a una cartera equilibrada o de asignación de activos, y muestra características de riesgo casi idénticas, pero sin la menor rentabilidad esperada de la renta fija.
2. Diversifica entre tantos sectores e industrias como sea posible, siempre que cada acción cumpla con los criterios.
3. Intenta incluir al menos treinta posiciones. Hay algunas pruebas académicas que defienden la idea de que la mitad de ese número puede ser suficiente y aceptable.
4. Todas las posiciones deben tener aproximadamente el mismo peso en cartera.
5. Puedes orientar la cartera hacia unos mayores ingresos en función de tus necesidades. Puedes renunciar a cierta revalorización, pero en muchos mercados podría no ser propicio.

11.

“LAS REGLAS”

Solo hay doce reglas que hay que seguir para comprar y mantener una acción de *La Mejor Inversión*. Incluso así, es importante tener en cuenta que las reglas son algo complicado en finanzas, ya que el mercado cambia constantemente y siempre hay acciones cuyas circunstancias especiales abogan por su compra a pesar de que puedan fallar en uno o dos puntos.

En 1998, cuando realicé los últimos retoques para la primera edición de este libro, el S&P 500 se vendía a casi seis veces su valor contable y a una relación PER de 24, pero puedo recordar que hace solo veinte años las acciones se vendían a menos de la mitad de esas medidas. Así que, los inversores deben ser adaptables en lugar de rígidos. De todos modos, en términos relativos, siempre hay deciles de mayor y menor rentabilidad por dividendo, siempre hay acciones valoradas aparentemente más baratas y más caras, siempre hay acciones con mayor y menor fuerza relativa. Sea cual sea la situación del mercado, en términos absolutos, una calificación crediticia es una calificación crediticia; y el dominio del sector es el dominio del sector, en cualquier momento o lugar.

Aunque los tiempos cambian, siempre hay que intentar ceñirse a las normas lo más fielmente posible. Incluso puede haber momentos, como cuando se preparaba la primera edición, que no puedes encontrar nada que comprar porque el nivel general de precios es demasiado alto. Para todos los inversores, salvo los más sofisticados, las reglas deben considerarse como reglas, no como directrices. Si una acción no encaja por alguna razón, busca otra que sí lo haga. Esa es una de las grandes máximas de los mercados: si el zapato no encaja... siempre hay otros zapatos. Puedes insistir en una acción que no encaja del todo porque te “encanta” o porque utilizas los productos de

la empresa que te gusta, pero en ese caso debes ser consciente de que aumentas tu riesgo. Ten en cuenta la comparación de Warren Buffett con el béisbol: *un inversor nunca tiene que hacer un swing a un solo lanzamiento; siempre puede esperar a una que llegue en su zona de strike.*

Recuerda que no estamos tratando de “batir al mercado”, ni siquiera estamos buscando lo que otros podrían llamar las “mejores” acciones. Lo que intentamos es crear una máquina de capitalización compuesta que sea robusta y duradera durante al menos toda la vida de la inversión, que proporcione rendimientos con cierta fiabilidad y previsibilidad a largo plazo, y que sus ingresos aumenten. Y como sus ingresos aumentan, el precio de las acciones también aumentará su valor de mercado.

Es un camino fácil y seguro en bolsa, un camino que requiere tiempo y paciencia, más que astucia y heroísmo. Así que no te pases ni de listo ni de héroe.

En todo caso, más es mejor. Es decir, no aceptes una acción si está justo en el límite de las reglas. Busca una que sea más clara, más nítida, sin ambigüedades. Y nunca olvides la fórmula básica:

$$\begin{aligned} &\text{Alta calidad} \\ &+ \text{Alta rentabilidad por dividendo} \\ &+ \text{Alto crecimiento del dividendo} \\ \hline &= \text{Alta rentabilidad total} \end{aligned}$$

Las normas

1. La compañía debe ser financieramente fuerte.

Una regla rápida es que debe tener una calificación de al menos B+ en el sistema de clasificación de acciones de Value Line, o BBB+ en el sistema de clasificación crediticia de Standard and Poor's.

2. La empresa debe ofrecer una rentabilidad por dividendo actual relativamente alta.

El rendimiento debe ser como mínimo el 150% del rendimiento medio actual del S&P 500, y es mejor si se cumplen todos los demás criterios.

Preferimos rentabilidades por dividendo que dupliquen la media del mercado, o incluso mayores.

3. Debe esperarse que el dividendo crezca sustancialmente en el futuro.

Varios servicios de datos, como Value Line, ofrecen tasas de crecimiento de dividendos esperadas. Éstas deben ser algo inferiores o iguales a la tasa de crecimiento esperada de los beneficios. Cuanto más alto sea el crecimiento esperado de los dividendos, mejor, pero debería ser al menos del 5% para superar a la inflación. El ratio pay-out de reparto de dividendos debe ser inferior al 50% (a excepción de las empresas de servicios públicos, los REIT y las MLPs). La tasa de crecimiento de los dividendos en el pasado no puede extrapolarse sin sentido al futuro, aunque puede servir de guía, en concreto de la actitud de la empresa ante la política de dividendos.

4. *La empresa debe ofrecer un crecimiento histórico de los beneficios al menos moderado.*

El crecimiento de los beneficios en el rango del 5%-10% es sostenible para un gran número de empresas.

5. *La gestión debe ser excelente.*

Un largo historial de éxitos es una señal de una buena gestión. La expansión durante periodos económicos o industriales desfavorables es un extra de calidad. La propiedad de acciones por parte de la dirección (al menos el valor de un año de salario en acciones para cada directivo) es otro extra a valorar. Busca directivos cuyas declaraciones públicas hayan demostrado ser reales. Una nueva dirección en una empresa “lenta” puede ser un gran atractivo, pero investiga el historial de la nueva dirección.

6. *Da importancia a las medidas de valoración.*

La relación precio/ventas debe ser inferior a 1,5, e idealmente inferior a 1,0. Los ratios de precio/ventas y precio/valor en libros deben ser inferiores a los del mercado. El crecimiento del efectivo es una gran baza.

7. *Considera la “historia”.*

Una posición de mercado número uno o dos en el sector de la empresa es ideal. Las reestructuraciones suelen ser positivas. Un descenso del precio tras

el anuncio de la adquisición de otra empresa suele ser positivo, si la adquisición no resulta monumental. Un viento a favor en forma de crecimiento sustancial de todo el sector o de datos demográficos favorables es positivo. Si es posible, siempre debe haber un “impulso de crecimiento”, construido sobre una estructura de flujo de caja fiable. Favorece a las empresas con ventas continuadas. Ten en cuenta las tendencias de los precios de las materias primas relevantes.

8. Utiliza gráficos para ayudarte a comprar.

El análisis gráfico puede contarte muchas cosas inútiles, pero la evaluación de la fuerza relativa no lo es. Seis meses de bajo rendimiento seguidos de una fuerza relativa notablemente ascendente son signos positivos. Un enorme clímax de venta es también positivo. A corto plazo, “busca el cambio”. Los datos técnicos no son demasiado útiles para vender, pero pueden ayudarte a seleccionar entre los candidatos a comprar y a recortar tu posición.

9. Imagina el futuro.

¿Proporciona la empresa una necesidad vital? ¿Lo ejecuta bien? ¿Es probable que siga siendo necesaria dentro de veinte o cuarenta años? ¿Ha vencido con claridad a los competidores de su mercado? ¿Están mejorando sus márgenes? ¿Está creciendo el tamaño de su mercado? ¿Lo domina?

10. Mantener con ecuanimidad.

El éxito de la inversión consiste en cultivar la paciencia. Concéntrate en el desarrollo de la historia, no en los informes de beneficios trimestrales ni en las recomendaciones de los analistas. Mantén la vista en el lejano horizonte del crecimiento compuesto y el aumento de los ingresos. Evita comprobar los precios con demasiada frecuencia. Haz todo lo posible para inmunizarte contra la “ansiedad al mantener”. Considera la posibilidad de hacer un largo viaje a un país lejano si hace falta que te olvides del tema.

11. Vender cuando el dividendo está en peligro, cuando el dividendo no se ha incrementado en los últimos doce meses sin una buena excusa, o cuando su “historia” cambia.

12. Diversifica entre muchos valores que puedan considerarse de La Mejor Inversión.

Si tu cuenta es lo suficientemente grande, utiliza una treintena de acciones, con cantidades iguales en dólares en cada una de ellas. Si utilizas menos acciones, cada una debe ser de las más conservadoras del mercado. Los valores con mayores ingresos pueden seguir proporcionando una apreciación y una rentabilidad total extraordinaria.

Escoge la acción obvia

Todas las afirmaciones siguientes (excepto la última) deberían seguir siendo ciertas mientras mantengas las acciones, y no es necesario que las vendas mientras sigan siendo descriptivas de tu inversión:

La acción tiene una alta calificación crediticia. El dividendo es alto en comparación con otras acciones. El dividendo se ha incrementado recientemente. La empresa tiene unos ingresos fiables por la repetición de las ventas y sirve a un mercado probado. Se espera que los beneficios aumenten en los próximos años. Los márgenes y demás medidas de rendimiento financiero están aumentando. La dirección ha demostrado su valía en tiempos de bonanza y nunca se ha revelado como deshonesta. La empresa domina su sector o su zona geográfica. Hay algún tipo de crecimiento “detonante”; un nuevo producto, una adquisición, tendencias demográficas, potencial de adquisición, sobre la base de un sólido flujo de caja. La acción se ajusta a las medidas de valoración estándar y también puede ofrecer algunos “extras” de valoración. La fuerza relativa está subiendo de forma ordenada, idealmente saliendo de un periodo anterior de debilidad relativa.

Busca aquellas en las que se cumpla todo lo anterior. Si no es así, ¡busca en otra parte!

Lo difícil es atenerse a los sencillos pasos desarrollados en este libro. Las noticias y los comentarios te envenenarán el alma. Son el demonio para los inversores, pero puedes seguir siendo financieramente eficiente si ignoras todo y a todos, salvo a tu pequeña lista de la compra y los ingredientes necesarios para el funcionamiento de tu máquina de capitalización compuesta.

APÉNDICE A

RENDIMIENTO, ESTUDIOS ACADÉMICOS Y RESULTADOS HISTÓRICOS

Primero dejemos claro que la historia es historia, y simplemente no hay una regla que diga que lo que sucedió en el pasado debe suceder de nuevo en el futuro. El rendimiento pasado no es garantía de resultados futuros. Esto se aplica a los resultados reales de la cartera, así como a los estudios académicos más grandiosos y profundamente estadísticos que conocemos. No nos ocupamos de las leyes de la física en el mundo de las inversiones. Estamos lidiando con circunstancias económicas que siempre están en proceso de cambio, siempre respondiendo a nuevas tecnologías, nuevas ideologías, siempre muy diferentes. Estamos en un mundo que no es lo suficientemente ordenado para obedecer a las teorías más elegantes. Ni todos los estudios del mundo podrían garantizar que el futuro se parezca al pasado, ni que lo que funcionó en el pasado volverá de nuevo a funcionar en el futuro.

Por eso, al comienzo de este libro traté de enfatizar la necesidad de un enfoque que represente, de la manera más completa posible, un simple sentido común. Un enfoque sólido debe ser lógico y debe basarse en la comprensión de la psicología de la gente común. Los estudios históricos y el desempeño real pueden servir para confirmar lo adecuado del concepto subyacente.

En nuestro caso, estamos trabajando con una idea muy simple que pasa a estar cargada de sentido común: si una empresa que ofrece una alta rentabilidad por dividendo es capaz de incrementar continuamente ese dividendo, parece claro que la empresa debe estar ganando más y más dinero, y que un “socio” accionista de la empresa se beneficiará del crecimiento constante del negocio. Más específicamente, a medida que aumenta el dividendo, el precio de las acciones también aumentará, lo que ofrecerá al inversor una rentabilidad en ambos conceptos, con ingresos crecientes y

precios de las acciones en aumento.

Este principio tan simple tiene una gran cantidad de apoyo en investigación académica, en resultados históricos y en los resultados de mi propia empresa de gestión, así como en los resultados de los pocos gestores que lo han implementado. Consideraremos la investigación como una especie de “árbol” intelectual”, comenzando con el trabajo en acciones de valor, para luego seleccionar las acciones de alta rentabilidad por dividendo como un subconjunto de las acciones de valor, y posteriormente las acciones de crecimiento de dividendos como un subconjunto de las acciones de alta rentabilidad.

Acciones de valor

Nuestra estrategia de *La Mejor Inversión* encaja en el factor “valor” porque las acciones tienden a poseer relaciones precio/(valor en libros, ventas y beneficios) más bajas que el mercado general (esta es la medida estándar para acciones de valor).

Pero a menudo las acciones de “valor” se consideran poco atractivas (por eso sus valoraciones son bajas), y nuestras acciones podrían caer en este rechazo, pero no necesariamente. En términos generales, las acciones de *La Mejor Inversión* son impecables y funcionan exactamente como se supone que deben hacerlo, pero los inversores en acciones no se suelen entusiasmar con las empresas con un crecimiento moderado y constante. Los inversores están más interesados en un crecimiento explosivo, o incluso en grandes oscilaciones cíclicas, con la creencia, a menudo errónea, de que obtendrán mayores beneficios solo porque la volatilidad es mayor. De hecho, los estudios han demostrado que se pueden obtener mayores ganancias con carteras de menor volatilidad que con las acciones y sectores de moda.

En una conocida serie de artículos del *Journal of Finance* (6/92), los profesores Fama y French concluyeron que “las empresas que el mercado juzga tener malas perspectivas, señaladas por los bajos precios de las acciones y las bajas relaciones precio/valor en libros, tienen mayores retornos esperados que las empresas con sólidas perspectivas”. Para entender por qué debería ser así, debes comprender la naturaleza delicadamente perversa del mundo de las inversiones, un mundo en el que el futuro estimado siempre se

descuenta a los precios actuales. Los inversores se inclinan por el optimismo cuando ven empresas que lo están haciendo bien, extrapolando las ganancias más allá de los sueños locos de la avaricia que cualquiera podría tener, imaginando que el mercado potencial es más grande de lo que es, olvidándose de todo lo que puede salir mal, desde fallas tecnológicas hasta la intensa competencia que surge cuando el olor a rentabilidad es fuerte. Por otro lado, cuando a las empresas les va mal o se encuentran en áreas del mercado que no son de interés, los inversores van justo en la otra dirección y no ven nada más que condenación a una eternidad de problemas sin beneficios para las empresas que rechazan.

En ambos casos, la realidad termina por sorprender a los inversores. Las acciones de crecimiento decepcionan, lo que hace que los inversores se den cuenta, de repente, de que el precio actual está descontando más de lo que la empresa puede ofrecer, y provoca un colapso de precios. Por otro lado, cuando “el valor” funciona mejor de lo esperado (y se espera poco, por lo que no es difícil sorprender al alza), el precio debe dispararse.

Tal y como lo expresaron Lakonishok, Shleifer y Vishny, también en el *Journal of Finance* (12/94), “las estrategias de valor producen rendimientos más altos porque estas estrategias explotan el comportamiento subóptimo del inversor típico y no porque estas estrategias sean fundamentalmente más arriesgadas... Una variedad de estrategias de inversión que involucran acciones desfavorecidas (valor) ha superado a las estrategias de acciones con glamour durante el período que iba de abril de 1968 a abril de 1990... Los participantes del mercado parecen haber sobreestimado constantemente las tasas de crecimiento futuro de las acciones de glamour en relación con las acciones de valor”. Quizás recuerdes en este punto la percepción sobre este tema de las finanzas conductuales: que los inversores confían demasiado en sus habilidades.

Lakonishok demostró que las acciones con una relación precio/valor contable baja (acciones de valor) superaron a las acciones con una relación alta, con un resultado de 19,8% frente a 9,3%. Las acciones con alto flujo de caja por acción arrojaron un 20,1%, mientras que las acciones con bajo flujo de caja por acción arrojaron un 9,1%. Las acciones con PER bajo superaron a las acciones con PER alto en un 19,0% a 11,4%. Considerando que estas comparaciones cubrieron el período 1963 a 1990, y considerando que la

actitud predominante de los académicos es que el mercado es eficiente e insuperable, las cifras son realmente impresionantes.

Tal y como lo expresaron los autores, “una prueba del modelo de extrapolación (errores de expectativa) mostró que, si bien las acciones de valor tienen dividendos mucho más altos y mejores ratios fundamentales con respecto al precio, los inversores aún prefieren las acciones de glamour debido a opiniones irrazonablemente optimistas sobre el crecimiento futuro. Los errores de los inversores a menudo se confirman a corto plazo, pero se desautorizan a largo plazo”. Durante el período de prueba, el valor superó sistemáticamente al glamour del crecimiento, y las acciones de valor mejoraron con horizontes temporales más largos (el valor superó al crecimiento en cada período de cinco años).

Para que se entienda, la tortuga vence a la liebre. Es el resultado de pruebas cuidadosamente realizadas por muchos investigadores en una muestra grande y extensa de datos. A menudo, parece que las acciones calientes van a ser siempre las ganadoras, pero llega un momento en el que estas acciones se empiezan a apagar.

De hecho, según Lakonishok y el investigador David Dreman, el valor supera al crecimiento en un 70% de las veces, y el tamaño de las empresas no parece crear mucha diferencia. Utilizando una variedad de tamaños de empresas, los rendibilidades de las acciones de valor promediaron un poco más del 7% anualizado más que las acciones de crecimiento durante períodos prolongados en distintos estudios de ambos investigadores.

Acciones con alta rentabilidad por dividendo

Casi todos los inversores están de acuerdo en que una mayor rentabilidad por dividendo (*yield*) es una característica de inversión que mueve a una acción a la categoría de valor. Pero ha habido mucha investigación sobre el *yield* en sí mismo como un factor de inversión.

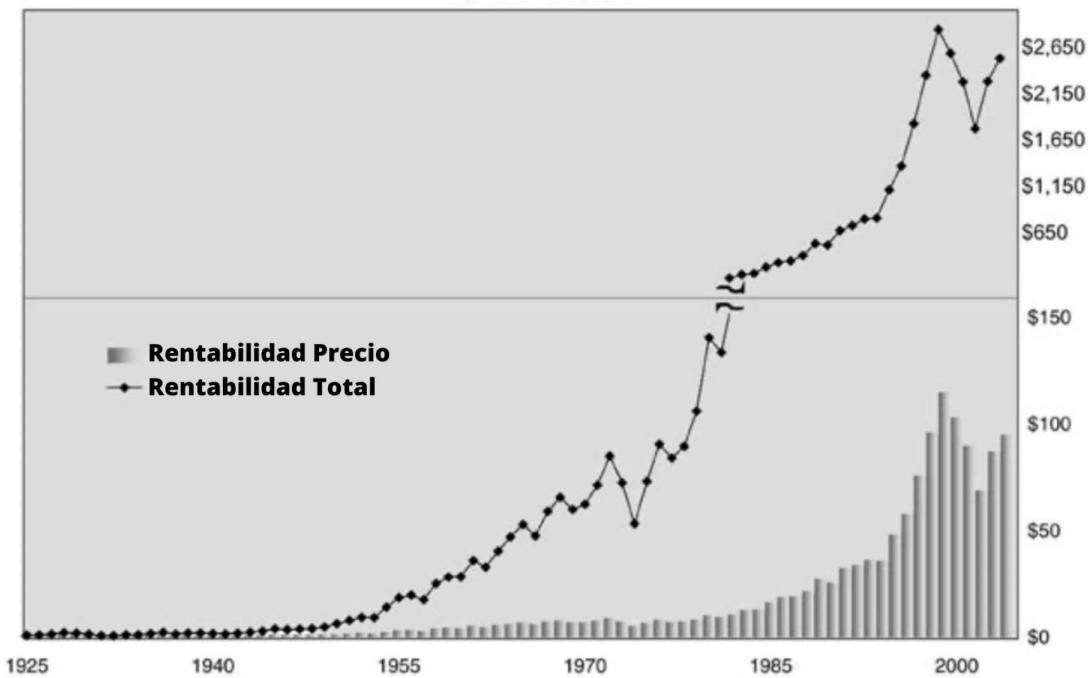
Pero antes de examinar los estudios sobre el *yield*, debemos revisar la importancia general a largo plazo de los dividendos para ayudar a crear los rendimientos a largo plazo que todos estamos interesados en lograr. De hecho, muchos argumentarían que los dividendos son el factor más importante para establecer los rendimientos futuros de las acciones.

Recuerda los sorprendentes números de Ibbotson citados en el Capítulo 3 con respecto al impacto de los dividendos y su reinversión: 1\$ invertido en acciones en 1926 aumentó a 76,07\$, mientras que 1\$ con dividendos reinvertidos aumentó a 1.828,33\$. Aunque los dividendos contribuyeron con el 4,6%, para una rentabilidad total del 11% durante todo el período, los dividendos se reinvirtieron en más acciones, y esas acciones subieron, y esas acciones engendraron dividendos, que engendraron más acciones, que engendraron más dividendos, que engendraron más acciones...

En el *Journal of Portfolio Management* (invierno de 1995), J. Grant, en su artículo titulado *El efecto de la rentabilidad por dividendo en el rendimiento de las acciones ordinarias*, concluyó que “las acciones con alta rentabilidad por dividendos, tanto en empresas pequeñas como grandes, eran las inversiones con mejor rendimiento para el período de trece años que termina en diciembre de 1992... Las carteras de alto *yield* obtienen recompensas anormalmente altas acompañadas de una desviación estándar relativamente baja”. Lo que significa, por supuesto, que Grant percibió las acciones de alto *yield* como una especie de ventaja “gratis”. Los rendimientos fueron más altos a pesar de que la volatilidad fue menor. Se podría argumentar que su período de muestra se centró en gran medida en una era de tasas de bonos en declive, pero es que históricamente los mejores rendimientos de las acciones generales se han producido precisamente durante períodos de tasas de bonos en declive.

Figura A-1.

Rentabilidad Total vs Rentabilidad del Precio 1925 - 2004



Grant también señaló la coincidencia entre sus hallazgos y los de un estudio anterior de Fama y French. Como mencionamos anteriormente, estos dos investigadores concluyeron, en el *Journal of Financial Economics* (Vol. 22, 1988), que las rentabilidades por dividendos pueden predecir los rendimientos futuros de las acciones y que el poder de pronóstico de los dividendos aumenta con la duración del período de tenencia. Si bien los *yields* inciden en menos del 5% de las variaciones de rendimientos mensuales y trimestrales, Fama y French descubrieron que las diferencias de *yields* incidían en el 25% de las variaciones de rendimiento durante un período de dos a cuatro años, y ese nivel de impacto es muy significativo desde un punto de vista estadístico. Probaron varios factores como posibles predictores del desempeño futuro y encontraron, por ejemplo, que la capacidad de los beneficios por acción para pronosticar cambios futuros en los precios era inferior a la de los dividendos, porque los beneficios son mucho menos predecibles, de ahí que el nivel de confianza que uno puede tener sobre la rentabilidad esperada es mucho menor.

A diferencia del estudio de Grant, Fama y French, utilizaron como muestra el período 1927-1986, un período que abarcó ciclos de tipos de interés tanto al alza como a la baja, y prácticamente todo entorno que una economía podría encontrar, incluida la guerra, depresión, inflación fuera de control, estanflación o crecimiento saludable. Apoyando una idea del tipo “*dogs of the dow*”, los autores concluyeron que las altas rentabilidades por dividendo implican que las rentabilidades futuras serán altas porque los precios de las acciones están temporal e irracionalmente bajos.

Los estudios de O'Shaunessey publicados en *What Works on Wall Street* (McGraw-Hill, 1996) actualizan y confirman el trabajo anterior. “Es imposible ser timado con los dividendos”, señala, “ya que una empresa debe pagarlos, aplazarlos o cancelarlos”. El autor descubrió que una alta rentabilidad por dividendo era un factor mucho más efectivo en el desempeño futuro del precio de las acciones cuando se estudiaba en lo que él llama acciones “grandes”. Entre las acciones de gran capitalización, descubrió que las de mayor rendimiento por dividendo superaron al universo general de acciones el 91% del tiempo durante todos y cada uno de los períodos de diez

años consecutivos. También descubrió que cuando se incluyen otros criterios, como las relaciones precio/ventas, precio/flujo de caja y alta liquidez, “las acciones grandes con altas rentabilidades por dividendos ofrecen los mejores rendimientos ajustados al riesgo”.

Curiosamente, la estrategia de O’Shaughnessy mostró una pérdida máxima que fue solo la mitad de la peor pérdida del universo de acciones en general (un grupo grande cuya diversificación “debería” haber mitigado el riesgo). Superó a las grandes acciones en ocho de los once años de mercado bajista, tuvo solo un período de diez años en el que no superó al índice de las grandes acciones (perdiendo por la mínima) y nunca tuvo un rendimiento negativo en ciclos de cinco años. Aún más interesante, la estrategia superó a las grandes acciones en nueve de los trece años en los que las rentabilidades del mercado superaron el 25%. En los mercados alcistas más destacados, la estrategia siempre obtuvo mejores resultados. (Recuerde, los mercados alcistas gigantes invariablemente van acompañados de tipos de interés decrecientes, y esto da un impulso adicional a las acciones orientadas a la rentabilidad por dividendo). Durante períodos consecutivos de diez años, las acciones de alto *yield* superaron a las grandes acciones el 97% del tiempo. ¿Qué te parece eso para un grupo de acciones aburridas y generalmente poco queridas?

Nótese que lo que él llama “acciones grandes” es en realidad el universo de mediana capitalización, ya que incluye todas las acciones con un tamaño mayor que el promedio de la base de datos de “todas las acciones”. Esto equivale al 16% superior de la base de datos o, en pocas palabras, a las mil acciones más grandes, que cubriría el S&P 500 (excluyó las empresas de servicios públicos para evitar que dominen un universo *yield*) más el S&P Mid-Cap 400, más otras cien que acechan en el margen pequeño del índice de mediana capitalización. Ese es un universo amplio, y creo que etiquetado erróneamente como grande, ya que la mayoría de los inversores institucionales no pensarían en acciones muy por debajo de las cien más grandes. Además, no hay muchas cuestiones relacionadas con el pago de dividendos por debajo de ese tamaño de corte: las empresas tienen que haber crecido y madurado lo suficiente para poder pagar dividendos estables. En cualquier caso, es un universo lo suficientemente grande para nuestros propósitos de estudio.

Uno de los puntos importantes que debes recordar al incorporar los trabajos como los de Fama y French o de O'Shaunessey en tu proceso de inversión es que los efectos de un mayor *yield* no se notan en el rendimiento total a corto plazo. Como señalaron, el rendimiento mensual o trimestral no revela un fuerte impacto. Por el contrario, aunque los plazos más largos se componen de una acumulación de meses y trimestres, el efecto es real y aparente cuando se amplía el horizonte temporal. ¿Qué explica esto? Los autores no son explícitos, pero creo que hay un problema de supervivencia. Las acciones que pagan dividendos son generalmente empresas más experimentadas y más fuertes; no se desmayan ni se mueren cuando las cosas se ponen feas como puede suceder con las empresas menos experimentadas. A medida que pasa el tiempo y se hacen evidentes los efectos del interés compuesto en tu cartera, te puedes dar cuenta también de que, gracias a la inflación, un automóvil cuesta el doble de lo que costaba diez años atrás.

Crecimiento del dividendo

Lo anterior también se aplica a los aumentos del dividendo. En el primer año, por ejemplo, puedes tener una acción con un *yield* del 4% cuyo dividendo ha aumentado un 7%. Entonces, tu rentabilidad por dividendo de la inversión inicial ha aumentado al 4,28%. No parece mucho, hasta que todas esas ganancias se hayan acumulado y el crecimiento del dividendo se acumule una y otra vez, y de repente tengas una acción que rinda un 10% de su inversión inicial. En realidad, en cierto punto, cuando la hipotética rentabilidad por dividendo de la inversión inicial haya aumentado a más del 60% (cuarenta años) en el ejemplo anterior, cada aumento anual duplica su rendimiento original, ¡pero el problema es esperar! Así como el impacto de la rentabilidad por dividendo se observa en horizontes largos de tiempo, lo mismo ocurre con los aumentos de dividendos.

No ha habido mucho trabajo académico sobre los incrementos de dividendos, pero los estudios que existen apuntan exactamente en esta dirección.

En el *Journal of Portfolio Management* 27 (primavera de 1990), John S. Brush y Anthony Spare (los lectores deben tener en cuenta que ambos son profesionales en lugar de profesores) estudiaron el comportamiento de las

acciones del S&P 500 para el período 1968-1986, y encontraron que el segundo y tercer decil de la rentabilidad por dividendo generaban una rentabilidad extra significativa cuando los períodos de tenencia eran superiores a doce meses, lo que apoya a los estudios de Fama y French, así como los de Grant.

Brush y Spare analizaron el tema del cambio en la entrega de dividendo en lo que fue, por increíble que parezca, la primera investigación organizada sobre este tema (¡1990!). (Para ser justos, se había realizado un trabajo anterior sobre el cambio en dólares de los dividendos, pero eso es esencialmente irrelevante, ya que solo el cambio en el rendimiento real tiene implicaciones de inversión).

Los autores sugieren que la rentabilidad por dividendo combinada con el incremento del dividendo, pueden servir como indicador de la calidad de la inversión por una serie de razones. Uno de los beneficios más sorprendentes que notaron al combinar la rentabilidad y el crecimiento de los dividendos es que la volatilidad se reduce notablemente. Esto es de vital importancia, ya que, como hemos estado enfatizando a lo largo de este libro, el objetivo de una inversión real no es tanto “vencer al mercado” sino obtener retornos del mercado de valores con el mínimo posible de volatilidad o “riesgo”. A diferencia de los resultados teniendo en cuenta solo la rentabilidad, Brush y Spare encontraron que había una correlación directa entre un rendimiento extra y el crecimiento de los dividendos: “los primeros deciles de los modelos de crecimiento tienen más éxito que los deciles de menor rango en las acciones con altas rentabilidades por dividendo. En general, aumentar el período de tenencia conduce a mejores rendimientos del primer decil”.

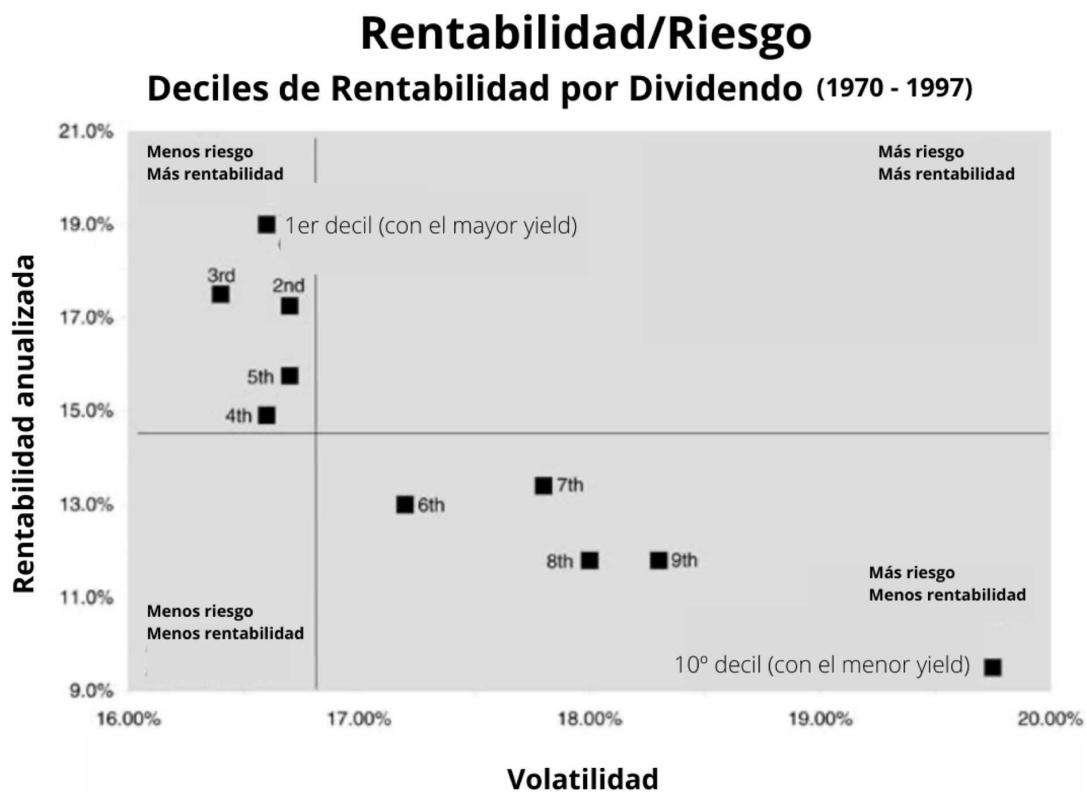
“Este resultado”, señalaron, “es sorprendente en varios aspectos. En primer lugar, es inusual encontrar una estrategia que, teniendo en cuenta costes de transacción cero, muestre rendimientos anuales en aumento a medida que los períodos de tenencia se alargan. En segundo lugar, cuanto más largo el plazo de inversión y mayor el historial de incrementos de la empresa, mayores rendimientos extras”. En términos sencillos, cuanto más largo y sólido sea el historial de dividendos de una empresa, es más probable que proporcione rentabilidades extras en el futuro.

Brush and Spare combinaron la rentabilidad por dividendo actual con el

crecimiento de los dividendos, que es el paso esencial en la estrategia de *La Mejor Inversión*. Concluyeron: “Mantener acciones en el segundo, tercer y cuarto deciles, medido por el rendimiento actual del dividendo, que se encuentran simultáneamente en el primer decil de crecimiento del dividendo en cuatro años [cambio en los últimos cuatro años] durante los siguientes tres años de tenencia ha generado más rendimiento total que el *yield* o el crecimiento por sí solos. Y cuando los autores combinaron algunos factores fundamentales estándar del tipo de los que hemos revisado anteriormente en el libro, encontraron que “una combinación de ratios fundamentales con un crecimiento del dividendo de cuatro años muestra no solo una mejora de la rentabilidad sino una reducción de la volatilidad en carteras de baja rotación”.

“Concluimos que el crecimiento del dividendo sirve como una medida cualitativa de valor independiente, proporcionando información que no se encuentra en los factores fundamentales. La principal contribución del crecimiento del dividendo es una marcada reducción en la volatilidad”.

Figura A-2.



Media mercado: Rentabilidad anualizada 14,6% - Volatilidad 16,8% Fuente: Ford Investors Services

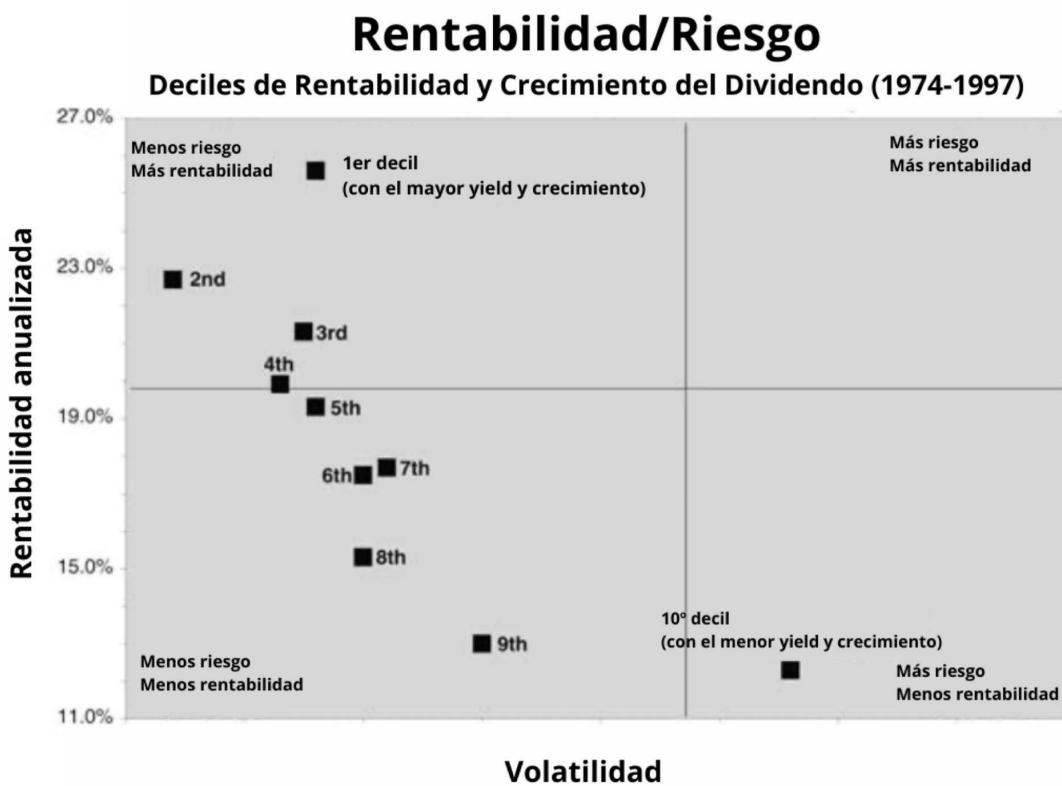
Incremento del dividendo como señal

Más recientemente, en el *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (diciembre de 1994), los autores Denis, Denis y Sarin buscaron información sobre los incrementos de dividendos; ¿Qué nos dicen los cambios en los dividendos sobre una empresa? Intentaron encontrar una explicación adecuada para la asociación bien documentada entre los anuncios de cambio de dividendos y los cambios en el precio de las acciones. Los autores encontraron que los cambios en los dividendos demostraron ser señales intencionales o no intencionales por parte de los dirigentes con respecto a los flujos de efectivo en la empresa. Curiosamente, aunque muchos académicos habían sugerido que las empresas que aumentaran sus dividendos disminuirían sus gastos de capital (o al menos no aumentarían las inversiones), los autores encontraron que precisamente es todo lo contrario. Las empresas que aumentan sus dividendos tienen más probabilidades de aumentar su reinversión en el negocio, y las empresas que reducen sus dividendos tienen más probabilidades de reducir sus gastos de capital. La conclusión es ineludible: las compañías que aumentan sus dividendos están invirtiendo dinero, lo suficiente para dirigir un negocio próspero y compartir las ganancias con los accionistas.

Denis, Denis y Sarin también señalan en sus estudios la existencia de lo que ellos llaman “clientes” de dividendos. Las empresas que aumentan sus dividendos experimentan aumentos en el precio de las acciones en los días que rodean el anuncio del dividendo: se sugiere que “la reacción del precio al anuncio del cambio de dividendo de una empresa está influenciada por las preferencias de rentabilidad del inversor en las acciones de esa empresa”. Los inversores, señalan, en empresas de alta rentabilidad por dividendo, que dan un alto valor a las rentas, reaccionarán positivamente a un aumento en las entregas. Utilizando una muestra de 6.777 cambios en los dividendos durante el período 1962-1988, los autores encontraron pruebas sustanciales: los cambios en los precios de las acciones de alto *yield* correlacionan positivamente con los aumentos de los dividendos. Los anuncios de aumentos de dividendos motivaron rendimientos totales extras (no explicados por los

movimientos del mercado) de 1,25%, mientras que los anuncios de disminución de dividendos se asociaron con rendimientos negativos extras de -5,71% (de media). Como era de esperar, cuanto mayor fue el aumento del dividendo, mayor la respuesta en el precio. Además, afirman los autores, “nuestra evidencia indica que los analistas actualizan sus pronósticos de beneficios futuros sobre la base del cambio observado en los dividendos”.

Figura A-3.



Más recientemente, mi firma, *Miller/Howard Investments, Inc.*, revisó el tema del alto *yield* y del crecimiento de los dividendos con la ayuda de *Ford Investors Services*, una base de datos institucional y una compañía de investigación con sede en San Diego, CA. Usando su base de datos, que se remonta a 1970, encontramos lo que los investigadores siempre han concluido que las acciones de alta rentabilidad por dividendo superan al mercado durante largos períodos tanto en términos absolutos como ajustados al riesgo.

Limitamos el universo a acciones de mediana y gran capitalización, y que estuvieran en el tercio superior de los ratios de solidez financiera y calidad (excluimos las empresas de servicios públicos y los REIT, ya que hemos realizado extensos estudios anteriores sobre estos grupos). Como puedes ver en la figura A-3, los primeros deciles en crecimiento de dividendos tenían una correlación casi perfecta con unos rendimientos totales más altos.

A continuación, hicimos un análisis de regresión en estos deciles, agregando un factor propio para el crecimiento de los dividendos. Como puedes ver, el crecimiento de los dividendos actuó como un turboalimentador en los sectores de mayor rentabilidad por dividendo, sin agregar volatilidad. En este estudio, la rentabilidad por dividendo representa aproximadamente un peso del 60% y el crecimiento del dividendo sería un 40% en el proceso de selección de valores. Las carteras se mantenían durante seis meses y luego se reequilibraban dependiendo del nuevo decil.

¿Te parece todo esto de sentido común, aunque quizás estos estudios no tengan el nivel de un doctorado? Debería, porque es nada más y nada menos que sentido común. Quizás la razón por la que no es una estrategia ampliamente utilizada es porque es vista como demasiado simple para la mayoría.

En cualquier caso, no es necesario ser un profesor de finanzas para saber que si una empresa aumenta sus dividendos, la dirección está diciendo cosas buenas sobre el futuro. De hecho, sería una tontería aumentar el dividendo si la empresa no pudiera permitírselo. Aquí también funciona la psicología humana básica: pocos actos son más humillantes e ignominiosos para la

gestión empresarial que recortar el dividendo. Dado que el acto de aumentar en exceso el dividendo (a priori) aumenta el riesgo de tener que recortar el dividendo en algún momento en el futuro, los dirigentes simplemente no van a realizar un aumento a menos que estén absolutamente seguros de su perfecta viabilidad.

Como ocurre en gran parte de las ciencias sociales, los estudios sirven para confirmar lo que sabemos intuitivamente o lo que hemos concluido usando la lógica. Incluso, en ocasiones, pueden llegar a un resultado ligeramente sorprendente y aparentemente contrario a la intuición, como cuando Denis y compañía encontraron que las empresas que aumentan los dividendos también aumentan el gasto de capital. Muchos académicos se sorprendieron con este hallazgo, asumiendo que el dinero gastado en dividendos sería dinero desviado de la reinversión en el negocio. Pero los académicos no son inversores y se hace evidente cuando el sentido común es lo que se necesita para analizar una situación. El simple hecho, en el mundo real, es que el éxito genera éxito. Si una empresa aumenta sus dividendos, está proporcionando un marcador de éxito, y no simplemente complaciendo a la “clientela de los dividendos”. Sin duda, complacerlos es uno de los muchos objetivos, pero nunca se convertiría en la máxima prioridad en una empresa de calidad bien administrada con un historial más que probado a largo plazo. Agradar a los inversores orientados a las rentas es una consecuencia de administrar con éxito una empresa para lograr un crecimiento conservador, sostenible y constante y, en lugar de prometer un crecimiento eterno, comparte un porcentaje de ese crecimiento en el presente.

Rendimiento actual

Los estudios están muy bien, pero ¿qué evidencia hay en el mundo real de que la estrategia funciona, sin importar cuánto sentido común parezca haber en ella?

De hecho, muy pocos inversores se muestran abiertos a practicar con paciencia esta filosofía de inversión. El atractivo de sentido común de este aburrido enfoque no se ha popularizado entre la multitud de Wall Street, tal vez porque socavaría la importancia de los tan publicitados departamentos de investigación y análisis. Además, a partir de finales de la década de 1980,

muchos consultores institucionales comenzaron a afirmar que los dividendos no eran importantes: la recompra de acciones era lo verdaderamente importante, dijeron, y los profesionales de la inversión comenzaron a alejarse del interés por los dividendos.

Pero tenemos resultados reales que son la guinda de nuestra tarta, y hay un buen puñado de gestores de fondos que parecen haber implementado algo cercano a lo que estamos hablando en este libro, aunque no puedo responder por la consistencia de su disciplina. Lo que hace un gestor en su cartera no siempre está exactamente en sintonía con la estrategia planificada (si deseas una experiencia reveladora, consulta las diez principales posiciones de cualquier fondo de inversión que se considere un fondo de “valor” (¡te sorprenderás de cuántas acciones tecnológicas encontrarás allí!), por lo que el desempeño de los gestores puede ser un poco confuso. Hay algunos fondos que pretenden seguir esta estrategia de inversión: Fidelity Rising Dividend, T. Rowe Price Dividend Growth, Franklin Rising Dividend o Delaware Decatur.

Nuestra firma ejecuta una serie de estrategias que nacen del concepto de *La Mejor Inversión*; la cartera más antigua es nuestra estrategia “*Better Than Bonds*”/*Utilities*. En realidad, esta es la fuente de mis conocimientos sobre las acciones de crecimiento de dividendos: funcionó tan bien con las empresas de servicios públicos con crecimiento de dividendos que decidí investigar más a fondo en otros sectores del mercado.

Lo que funcionó para las empresas de servicios públicos resultó ser una especie de verdad compartida para el resto de acciones. Empresas con dividendos altos, estables y persistentes, derivados de una alta solidez financiera, un modelo de negocio que proporciona beneficios constantes sin importar en qué etapa se encuentre la economía, y un crecimiento sostenible y moderado que puede proporcionar ingresos crecientes y los consiguientes aumentos en el valor de las acciones, son las claves para la selección de inversiones en nuestra estrategia.

En 1997 iniciamos nuestro *portafolio Renta-Capital*, que invierte en una cartera diversificada de acciones siguiendo los conceptos de este libro, y que ha brindado, desde sus inicios, rendimientos superiores a la renta fija. Los aumentos en los dividendos se han desarrollado exactamente como se

esperaban; un inversor al inicio de la estrategia en 1997 tendría, a finales de 2004, una rentabilidad por dividendo sobre la inversión original de aproximadamente el 10%. Ten en cuenta que el rendimiento expuesto proviene únicamente de los dividendos y que seguirá aumentando a lo largo de los años. Es una rentabilidad muy significativa, ya que la mayoría de los estudios de renta variable están de acuerdo en afirmar que los inversores en acciones deben esperar un rendimiento total (dividendo más apreciación) de alrededor del 10% a largo plazo. A través de guerras y burbujas, de tipos de interés y monedas al alza y a la baja, esta cartera ha hecho su trabajo de manera constante y silenciosa para los inversores.

En 1998 también iniciamos una estrategia centrada en lo que percibimos como una consolidación inevitable en la industria de servicios públicos. Esta cartera, *Distribución/Utilities en crecimiento*, contiene solo las empresas de servicios públicos más conservadores, las empresas de distribución de energía que continúan siendo monopolios regulados localmente, y que son candidatas a ser adquiridas. En este caso, la “historia de las acciones” es que son buenas empresas, sólidas, que te gustaría mantener incluso si no termina siendo adquirida, pero que podría aportar un gran beneficio en caso de una fusión. De hecho, hasta ahora, alrededor del 40% de las acciones que hemos tenido en esta cartera han estado involucradas en transacciones, y los retornos han sido casi los mejores que cualquier estrategia de acciones desde inicio (una agencia de calificación, MMR, calificó esta cartera como la número uno en rentabilidad/riesgo, por el período de cinco años terminado en 2004 y entre las carteras de mediana capitalización).

APÉNDICE B

CATEGORÍAS DE ACCIONES PARA LA MEJOR INVERSIÓN

Cada candidata debe respetar a la “fórmula simple”... Los conceptos de calidad varían de una industria a otra. Para las utilities busca un impulso inicial de crecimiento. Para las REITs, una deuda baja y valor contable no muy por debajo del precio de la capitalización bursátil y una gran ubicación de sus inmuebles. Para los bancos, busca ingresos distintos a los intereses por préstamos. En la industria del petróleo y del gas, los gasoductos son una buena jugada. En los seguros, una diversificación sensible...

En primer lugar, cada acción de *La Mejor Inversión* deberá respetar nuestra premisa: alta calidad, alta rentabilidad por dividendo actual y alto crecimiento del dividendo.

Pero las características más importantes de una empresa para determinar su alta calidad varían de una industria a otra. Del mismo modo, los parámetros que utilizarás para decidir si una acción se ajusta a tu perfil inversor, también variarán. No se suele pedir una conducción fabulosa en curvas cuando se prueba una minivan, pero si se está probando un coche deportivo, es mejor que se adhiera a la carretera como el velcro, ya que eso es lo que se supone que debe hacer un deportivo. Aquí veremos algunos conceptos variables en diferentes industrias, para que no elimines categorías de acciones que podrían ser bastante útiles pero que deben analizarse de una manera diferente a las demás.

1. Utilities

Nuestra empresa de gestión de activos ha hecho del sector de servicios públicos una de nuestras especialidades, y hemos descubierto que esta industria es un terreno de caza muy fructífero, a pesar del (o quizás debido a) rechazo a los servicios públicos por parte de la mayoría de los gestores de

fondos institucionales. Si examinas prácticamente cualquier fondo de inversión o fondo de pensiones corporativo de gran tamaño, encontrarás que el peso de los servicios públicos es mucho menor que en el S&P 500 (que es el índice de referencia para el desempeño de la mayoría de estos fondos). Mientras que el S&P 500 incluye alrededor del 12% en empresas de servicios públicos (incluidas las de telefonía), la mayoría de los gestores profesionales tienen menos del 5% en el sector, y muchos de ellos ni siquiera tienen nada.

¿Por qué? Si bien puede que ya no sea el caso, en el pasado, las empresas de servicios públicos nunca tuvieron realmente una “historia” convincente, nunca tuvieron cambios notables para que los gerentes se entusiasmasen. Los gestores también fueron ahuyentados por la naturaleza regulada de la industria, percibiendo que el potencial de ganancias de las empresas de servicios públicos se ve afectado por un techo regulatorio. Los inversores profesionales aprenden de la experiencia que la mayor parte del rendimiento proviene de tener un montón de acciones con rentabilidades mediocres y una o dos muy buenas que impulsan la cartera al alza. Al examinar las *utilities*, los gestores generalmente no imaginan lo que les ofrecerán estas acciones para generar las ganancias que necesitan y tener una cartera ganadora. Y aún en nuestros días, la sabiduría popular entre los gestores profesionales es que las empresas de servicios públicos no brillarán en un repunte del mercado, porque su beta es mucho más baja que la del S&P 500.

Los inversores individuales, durante las últimas décadas, han apreciado el flujo constante de los ingresos por dividendos y los aumentos de dividendos que se han mantenido por encima de la tasa de inflación. Se han sentido atraídos por el desempeño constante de las empresas de servicios públicos, por el hecho de que las acciones siempre logran volver a los máximos si bajan por un tiempo, por el hecho de que los reguladores generalmente han intervenido para rescatar a las empresas de servicios públicos que han tenido problemas, proporcionando un “suelo” en el rendimiento de los inversores, que es, en muchos sentidos, más importante que el “techo” de las ganancias, sobretodo para los inversores individuales, más que para los profesionales. Y, sobre todo, los inversores se han sentido atraídos por el “sentido común” de los servicios públicos, por el hecho de que trabajan con las necesidades de la vida real, sin las cuales ni siquiera podemos sobrevivir en el modo de vida civilizado al que nos hemos

acostumbrado. Puedes posponer la compra de un automóvil, una computadora o un vestido, pero no puedes posponer pagar el recibo de la electricidad. Tienes que tener un teléfono, tienes que calentar la casa y tienes que cocinar. Tienes que beber agua y lavarte. Francamente, sería más fácil imaginar la vida sin ningún gobierno en Washington D.C. que imaginar la vida sin empresas de servicios públicos.

Los gestores profesionales se equivocan. De hecho, sobre una base ajustada al riesgo, las empresas de servicios públicos se han mostrado más eficientes que el S&P 500 durante los últimos cincuenta años desde la Segunda Guerra Mundial. Lo sé porque nuestra firma realizó el único estudio a largo plazo que existe sobre los servicios públicos como clase de activo. Hubiéramos preferido simplemente ir a la biblioteca o a alguna empresa de Wall Street y leer sobre el desempeño cuantitativo y cualitativo a largo plazo de las empresas de servicios públicos como grupo, pero por increíble que parezca, ¡nadie en Wall Street se había molestado en estudiar las *utilities* como una inversión a largo plazo! Emprendimos el estudio nosotros mismos en 1990-1991, acumulando datos y analizándolos durante meses y meses. Originalmente, nuestro objeto de estudio era comprobar si las acciones de servicios públicos eran una alternativa viable a la renta fija.

De hecho, los rendimientos totales de las *utilities* eclipsan a los de los bonos, pero también nos sorprendió descubrir que el sector podía competir perfectamente con el promedio de acciones industriales.

Para el período de nuestro estudio, 1945-1990, el rendimiento anualizado promedio del Dow Jones Utilities Index fue 11,75%, o 7,05% después de ajustar la inflación, que fue de un 4,7% durante esos años). Durante el mismo período de tiempo, los bonos a largo plazo arrojaron un 5,60%, o un mísero 0,85% después de ajustar la inflación, y durante gran parte del tiempo los rendimientos de los bonos fueron negativos después del ajuste por inflación. El S&P 500 rindió un poco más que los servicios públicos con un 12,25%, pero fue casi el doble de volátil o, como les gusta decir a los analistas hoy en día, el doble de arriesgado. En otras palabras, sobre una base ajustada al riesgo, las empresas de servicios públicos eran casi el doble de atractivas que el mercado general. A menudo se dice que no se puede comer de los rendimientos ajustados al riesgo (las letras del Tesoro suelen tener las mejores calificaciones si lo que buscas son rentabilidades ajustadas al riesgo

o baja volatilidad), pero en este caso los rendimientos fueron muy parecidos a los del mercado.

Desarrollamos una estrategia para extraer el mejor equilibrio posible entre riesgo y recompensa del sector de servicios públicos, y hemos podido superar los rendimientos históricos a largo plazo de los servicios públicos desde 1991, a pesar de que los índices de este tipo de acciones han estado en un ciclo con rentabilidades mediocres en relación a sus números históricos. ¿Cuál es la estrategia? Es, como habrás adivinado, el enfoque de *La Mejor Inversión*. Lo que hemos descubierto es que, tanto en la investigación a largo plazo como en la aplicación práctica en tiempo real, una alta calidad, una alta rentabilidad por dividendo actual y un alto crecimiento del dividendo es absolutamente una fórmula que funciona en el sector de acciones de servicios públicos. Dado que la mayoría de las empresas de servicios públicos ofrecen un alto *yield*, las características importantes a buscar son la alta calidad, en forma de alta solidez financiera, y el crecimiento del dividendo, lo que también implica un aumento de los beneficios, una característica que no siempre está presente en muchas empresas de servicios públicos. Hay que apuntar que hemos descubierto que las empresas de servicios públicos con mayor rentabilidad por dividendo suelen ofrecer los peores rendimientos totales, mientras que las de *yield* medio y bajo que cuentan con un buen crecimiento del dividendo son, con mucho, las mejores apuestas. Con este tipo de acciones de servicios públicos, hemos podido obtener el doble de rentabilidad que el índice de *utilities* del Dow Jones.

Buscamos empresas con ratios moderados de deuda-capital, lo que, en el área de servicios públicos, significa aproximadamente 50% de deuda y 50% de capital. En los servicios públicos, un *pay-out* moderado está por debajo del 70%. Queremos también que las empresas tengan un historial destacado de incrementos de dividendos. Solo hay una forma en que una empresa de servicios públicos pueda exceder constantemente las entregas adecuadas en relación a sus beneficios, y es teniendo una subsidiaria o división que no esté regulada y que esté obteniendo un rendimiento sobre el capital más alto que la propia empresa de servicios públicos. En otras palabras, las buenas empresas de servicios públicos también tienen invariablemente una “historia”, y la historia es un crecimiento mayor que el mero crecimiento de las acciones de su industria a través de algún tipo de diversificación.

Pero cuidado, la industria de servicios públicos se destaca por su dudoso historial de “degradación”, intentos de moverse hacia negocios no relacionados con las energías como seguros o cadenas minoristas, que han demostrado ser relaciones desastrosas. Por otro lado, las empresas que se han diversificado aprovechando debilidades en sus competencias existentes, comprando empresas que se relacionan directamente con su negocio, a menudo han creado entornos de crecimiento que son realmente poderosos. Tales relaciones podrían provenir de un gasoducto que agrega cables de fibra óptica a sus derechos de paso existentes, una compañía eléctrica que diseña una mejor manera de extraer energía del carbón, otra que simplemente posee y extrae de manera eficiente depósitos enormes de carbón, un distribuidor de gas que pone sus habilidades para trabajar como un “recolector”, conectando pozos de gas a gasoductos, una compañía telefónica que compra en un país de alto crecimiento asociándose con el operador local, etc. Sin embargo, suele ser sano mantenerse alejado de los movimientos de diversificación que no están relacionados con el negocio básico. Incluso en negocios relacionados, es necesario observar la diversificación con mucha atención. Entre 1998 y 2002, muchas empresas empezaron a construir instalaciones de nueva generación. Cuando todo el mundo construye al mismo tiempo, la consecuencia del exceso de oferta y caída en picado de los precios es inevitable, y muchas empresas con buenos registros a largo plazo casi se arruinaron. Por lo tanto, la diversificación puede ayudar, pero si es coherente con el negocio.

En el sector *utilities*, por tanto, buscaremos lo siguiente:

1. Calidad crediticia mínima de BBB.
2. Crecimiento del dividendo de los últimos 5 años en los dos primeros deciles.
3. Estimaciones del crecimiento del dividendo y beneficios en el primer decil del sector utilities.
4. Pay-out <70%
5. Un “impulso” que pueda ayudar al crecimiento en forma de diversificación empresarial o excelente crecimiento demográfico en el área geográfica de actuación.
6. Buena gestión demostrada por un bajo coste de producción y

[adquisiciones exitosas.](#)

Dos puntos más: ¿Qué pasa con los riesgos? ¿Y qué cambiaría con la desregulación en el sector?

Una de las claves de nuestro éxito en la gestión de carteras de servicios públicos ha sido evitar el riesgo visible. Las empresas de servicios públicos no pertenecen a un área en la que puedas tener un ganador claro para compensar todas aquellas acciones que deberías haber vendido hace mucho tiempo. El grupo tiende a moverse en conjunto, y solo algunos destacados rinden mucho mejor o mucho peor que el promedio. Por tanto, evitar a los perdedores es incluso más importante que en otros sectores.

¿Será todo diferente en una nueva era de regulación reducida para los servicios públicos? Muchos inversores se han alejado del sector en los últimos años, por temor a que se altere la estabilidad tradicional de las empresas de servicios públicos y que dejen de funcionar como hasta ahora. Por supuesto, no creemos que sea el caso, en absoluto, ya que nuestras inversiones en servicios públicos de bajo riesgo en están superando a la mayoría de fondos de inversión.

Para los inversores, los cambios en la regulación de las empresas de servicios públicos (y en realidad estamos hablando de una regulación diferente, no de desregulación) podrían significar que los factores que fueron importantes para el éxito de la inversión en el pasado, ahora pasan a ser más importantes si cabe, por lo que es probable que generen un mayor éxito relativo.

La clave es la misma que en cualquier negocio donde el producto o servicio tiene características de *commodity*: el ganador es el productor con los costes más bajos y que mejor comercializa.

Los ganadores bajo los cambios de regulación podrán brindar un servicio de la más alta calidad y al precio más bajo. Los ganadores también tendrán la fortaleza financiera para hacer crecer sus negocios, ya sea internamente o mediante adquisiciones. Lo más probable es que los ganadores puedan proporcionar más de un servicio en una sola factura. Es posible que algún día se vean empresas que ofrecen electricidad, gas, teléfono, cable, seguridad,... todo en una sola factura. En cualquier caso, los inversores no deben temer la desregulación. Solo después de la desregulación de las aerolíneas, pudieron

aparecer grandes compañías como Southwest Airlines. Solo después de la desregulación bancaria, se podía invertir en empresas en crecimiento como Nationsbank (ahora Bank of America, después de una fusión), o en un banco más pequeño que podría ser absorbido. El cambio en la regulación es bueno para los inversores, aunque el proceso de selección requiere cuidado y esfuerzo.

Para los inversores que prefieren los servicios públicos al estilo antiguo, todavía habrá muchas compañías con monopolio geográfico, con tasas de retorno reguladas local o regionalmente, y con “suelos” en su rentabilidad. Las empresas de distribución de gas cumplen con los requisitos, así como las empresas de agua. A medida que se desarrolle la desregulación, también habrá oportunidades de poseer acciones en las distribuidoras locales de electricidad o en las empresas de “cable”. Los inversores también deben tener en cuenta que en Gran Bretaña, donde la desregulación está completada, las empresas de distribución han demostrado estar entre las inversiones más fiables y rentables.

2. REITs

Los REITs han tenido una historia bastante accidentada en el pasado, pero las cosas han cambiado en esta industria, y creo que cada cartera orientada al dividendo debería contener acciones REIT seleccionadas correctamente como activos principales para el largo plazo. Los REITs ofrecen muchos de los mismos tipos de atractivos que los servicios públicos, aunque la industria de bienes raíces es ciertamente más diversa, más arriesgada y más cíclica que la industria de servicios públicos. Sin embargo, los REITs brindan una necesidad para vivir o para hacer negocios, al igual que las *utilities*, y es probable que sigan brindando una buena protección contra la inflación, ya que históricamente los precios de los bienes raíces han sido sensibles a las tasas de inflación.

Los REITs realmente deberían verse como un sector compuesto por grupos industriales, al igual que el sector de servicios públicos está compuesto por varias industrias de servicios como agua, gas y electricidad. En el mundo REIT, hay empresas especializadas en hoteles, centros de salud, apartamentos vacacionales, residenciales, oficinas, grandes centros

comerciales, centros comerciales menores, instalaciones de almacenamiento y trasteros, propiedad industrial e incluso prisiones. Hay empresas que emplean una gran cantidad de deuda y otras que utilizan poca o ninguna. Hay REITs que compran hipotecas en lugar de bienes raíces; estos no son parte de mi universo de acciones candidatas, ya que me concentro solo en los REITs que poseen inmuebles y que tienen una medida de protección contra la inflación incorporada en su base de activos.

La mayoría paga dividendos elevados, ya que deben entregar el 95% de sus beneficios a los accionistas. Es probable que el requisito disminuya al 90% o menos en los próximos años, pero la naturaleza esencial de la estructura REIT no cambiará: se parece más a una asociación que a otras inversiones en acciones, aunque cotizan regularmente en las principales bolsas de valores, y los accionistas no tienen mayores pasivos que en otras acciones. Una característica atractiva para los inversores individuales u otros inversores que pagan impuestos es que en muchos REITs, el dividendo se trata, al menos parcialmente, como una devolución de capital a efectos fiscales, lo que significa que parte del elevado rendimiento también tiene ventajas fiscales.

Lo que me gusta de los REITs que selecciono es que ofrecen un alto dividendo, un excelente crecimiento del mismo y activos sólidos que producen esas rentabilidades. Definitivamente, pueden jugar un papel integral en la creación de su máquina de capitalización compuesta. De hecho, mirando estrictamente los números, los REITs pueden verse como un reemplazo apropiado de las utilities que hayan podido desaparecer a través de adquisiciones, y para las que son productoras con alto coste y es probable que encuentren problemas en una nueva era de mayor competencia. Siempre habrá competencia en el mercado inmobiliario, pero los REITs con buenas ubicaciones no sufren una competencia similar a los de las empresas industriales o comerciales. Después de todo, si posee una excelente ubicación, ¡nadie más puede ocupar ese espacio simultáneamente!

Al igual que las mejores empresas de servicios públicos, los mejores REITs no siempre pagan los dividendos más altos, y los más destacados tendrán un crecimiento que se erige sobre una base sólida de beneficios estables.

Esto es lo que debes buscar en una acción REIT:

1. El precio de las acciones no debe ser mucho más alto que el valor líquido de las propiedades que posee. Si tiene diez dólares en inmuebles por acción, el precio de las acciones no debería ser mucho más alto que diez dólares. Obviamente, si el precio de las acciones es más bajo que el de las propiedades inmobiliarias por acción, es una ventaja, ya que la empresa puede ser candidata a una adquisición. Un precio ligeramente más alto que el de los bienes poseídos por acción no es terrible: se puede argumentar que los inversores deberían estar dispuestos a pagar más por una buena administración y buenas perspectivas de futuro, así como por la liquidez de sus propiedades.
2. La economía local debe estar en buena forma. No es necesario ser un genio de las finanzas para saber que el valor de los bienes inmuebles tiende a aumentar cuando la economía es fuerte y los alquileres se mantienen al alza. También es posible que encuentres compras interesantes en áreas que han estado deprimidas pero que están comenzando a recuperarse.
3. La deuda no debe superar el 30% del capital total. Es un nivel muy conservador para una empresa inmobiliaria, pero conservador es lo que nos gusta comprar. Lo último que deseas poseer es una propiedad cuyos ingresos no pueden cubrir sus obligaciones de deuda, y lo mismo ocurre con un REIT.
4. Busca un ratio moderado de FFO. FFO es un acrónimo de “fondos de operaciones” y es la forma adecuada de ver el flujo de caja de un REIT; es el equivalente a los beneficios de una empresa industrial. Los beneficios no son realmente una medida adecuada aquí, ya que muchos ingresos se compensan con la depreciación de los inmuebles. Generalmente, diez u once veces el FFO actual es un precio razonable para un REIT promedio, y doce o trece veces para un REIT de rápido crecimiento.
5. La rentabilidad por dividendo debería estar a mitad de camino o incluso en los deciles inferiores para el universo REIT. Si bien se pueden encontrar acciones con dividendos muy altos, es menos probable que haya un elemento de crecimiento presente cuando el dividendo es sustancialmente más alto que el promedio.
6. Busca crecimiento tanto en FFO como en dividendo. Los REITs

pueden ofrecer algunas de las perspectivas de crecimiento de dividendos más altas en todo el universo de acciones y pueden estar entre las integrantes más destacadas de su máquina de capitalización. No compres solo por dividendo, sino para que aumente el dividendo. En mi opinión, los REITs suelen estar infravalorados en función del crecimiento potencial de los dividendos, aunque no necesariamente por otros factores.

7. Asegúrate de que los directivos tengan un porcentaje sustancial de las acciones. En los últimos años, los REITs han vuelto a ponerse de moda y, con este retorno, algunos se han convertido en candidatos para “fabricantes de productos financieros”, es decir, algunos REITs se han creado para satisfacer la demanda de los inversores de acciones REITs y/o para explotar una oportunidad de mercado percibida. El sistema de seguridad rápido y sencillo para evitar verse envuelto en una de estas situaciones es asegurarse de que la dirección también sea un gran accionista. La gerencia debe tener al menos el 10% del capital social en un REIT, preferiblemente el 15% o más. Cuando es el caso, sabes que los intereses de los directivos están en armonía con los tuyos y que la administración trabajará lo más duro posible para aumentar tu valor liquidativo y tu flujo de efectivo. Verte como un socio en un REIT (como en todas las demás inversiones). ¿Te gustaría que las personas que hacen tratos contigo no tengan interés en si esos tratos funcionarán bien o no? Lo dudo. Cuanto más posea la dirección, mejor.

Mientras escribo, en 2005, es casi imposible encontrar un REIT que se venda por debajo del NAV. En nuestra cartera de acciones solo tenemos un 2% en REITs, aunque los dividendos siguen siendo sólidos. Creemos que habrá puntos de entrada más atractivos en el futuro.

3. Bancos

Hay un proceso de consolidación de largo plazo en la industria bancaria, y el mayor problema para los inversores es si comprar empresas adquirentes o potencialmente adquiridas (porque ambos ofrecen ventajas de inversión). Una segunda “ola” en la banca es el desarrollo de negocios basados en comisiones por parte de los bancos, y esto también debería ser el foco de un inversor interesado en esta industria. En ocasiones, se pueden encontrar ambas

tendencias coexistiendo en una sola institución, pero no es común.

En general, los bancos han estado tradicionalmente bien representados entre las empresas que proporcionan dividendos crecientes. Los gerentes tienden a ser conservadores, al menos en comparación con otras industrias, y tal vez por la naturaleza esencialmente paranoica de su negocio básico de préstamos, los dividendos no aumentan descuidadamente. La mayoría de los analistas bancarios prefieren hablar sobre la rentabilidad total de las acciones, la rentabilidad de los activos, las reservas para préstamos incobrables, etc., pero creo que te irá igual de bien en el sector bancario si prestas atención a los aumentos de dividendos y a la información sobre las calificaciones crediticias de calidad.

Por supuesto, un banco con buenos números va a ser más confiable en un cambio de rumbo. En el universo bancario, busca un rendimiento sobre el capital mayor al 12%, un rendimiento sobre los activos superior al 8% y un nivel decreciente de reservas para insolvencias (los inversores a menudo corren para otra parte cuando un banco tiene problemas).

El factor más importante en esta clase de acciones con tantas posibilidades distintas de inversión es la mejora del banco y del sector. Esto se revelará cuando los números crezcan en varias e importantes medidas, pero, sobre todo, se confirmará en **el aumento de los dividendos**.

Muchos bancos lo han hecho enormemente bien como adquirentes, creando poderosas franquicias regionales o nacionales, pero es probable que le vaya mejor con un banco que tenga un objetivo de crecimiento de dividendos que con un adquirente. Después de todo, la mayoría de las adquisiciones ocurren con una prima de mercado, y las primas aumentarán a medida que disminuya el número de bancos comprables. Al final, probablemente terminarás siendo propietario de acciones de una empresa adquirente. Cuando mi empresa comenzó a gestionar cuentas institucionales, fuimos contratados por un gran banco local en Nashville llamado Commerce Union. El Sindicato de Comercio fue posteriormente comprado por Sovran, un banco regional. Posteriormente, Sovran se fusionó con C&S de Atlanta, para crear uno más grande. Sovran/C&S fue posteriormente comprado por NationsBank, como, supongo, eventualmente nos sucederá a todos. ¡Y luego NationsBank se convirtió en Bank of America! ¡Estas transacciones se

llevaron a cabo durante un período de cuatro años! Así es el panorama en el sector finanzas, y debes asumir que cualquier banco se casará con otro tarde o temprano. Las economías de escala, junto con la manía natural por el poder y el tamaño, lo aseguran.

Una vez que hayas encontrado un generador de dividendos consistente, también es interesante, como con otros tipos de acciones, la búsqueda de su “historia”. En el caso de un banco, una buena historia podría involucrar un crecimiento demográfico. Si hay una manera más fácil de ganar dinero que siendo el banquero de una economía local próspera y de rápido crecimiento, no sé cuál es. Una historia puede involucrar a un banco que demuestre su capacidad para crecer internamente, haciéndolo hasta un tamaño que lo haga atractivo como candidato de adquisición.

Al igual que los servicios públicos, la diversificación sensata en un área que no depende de las tipos de interés hace que un banco sea mucho más atractivo. Si bien la mayoría de los bancos de hoy en día son capaces de administrar sus activos y pasivos de tal manera que las fluctuaciones “normales” en los tipos de interés sean bastante insignificantes desde el punto de vista de los beneficios, los inversores no parecen creerlo.

Pero los bancos que pueden resistir la hostilidad de los tipos son aquellos que han desarrollado negocios basados en comisiones. Bank of New York es el principal patrocinador de ADRs de empresas extranjeras, y ha construido un magnífico negocio a su alrededor, un negocio aislado de las fluctuaciones de los tipos de interés. Mellon Bank es una figura importante en la gestión de capitales, al igual que PNC. State Street Boston ha eliminado el “Boston”, ya que ahora es uno de los custodios de inversiones internacionales más grandes del mundo, así como una importante empresa gestora. Northern Trust es otro gran banco con un profundo negocio de custodia. Otros bancos se han introducido en las tarjetas de crédito (no tan atractivas como la gestión) y las hipotecas. En poco tiempo, intensificarán las ofertas públicas de acciones para nuevas empresas y nos ofrecerán bonos de nueva emisión.

El mero hecho de que un banco se haya diversificado no es suficiente. La adquisición de una cartera de fondos de inversión no convierte a un banco en mejor que otro banco. Lo que lo hace mejor es la integración y expansión exitosa de ese negocio.

4. Petróleo y Gas

Tengo un amigo chino que entregó su exitoso restaurante a su hermana en 1998, partiendo hacia Vancouver, donde creó un negocio de exportación vendiendo a los chinos salmón criado en ranchos. ¿Salmón a los chinos? Absolutamente. Como la mayoría sabemos, el pescado es una parte integral de la dieta china, o al menos la dieta china como a los chinos les gustaría que fuera, algo así como lo es el bistec en nuestra dieta estadounidense. Desafortunadamente (si eres chino), el Mar de China Meridional ha sido pescado por completo. Ya no hay más recursos pesqueros allí, ¡y China apenas está comenzando a desarrollarse industrialmente! Esta será la historia del siglo XXI. El sonido que escucharás no será el de los trabajos que se desplazan a México como una vez predijo Ross Perot, será el sonido de los recursos naturales de todo el planeta precipitándose por el mundo en desarrollo. Apenas hay petróleo suficiente para nosotros en el panorama de desarrollo global actual. Los inventarios están en mínimos históricos y los nuevos hallazgos están llegando a cuentagotas. Uno de estos días, el precio del petróleo volverá a ser el mismo que tenía a principios de los ochenta. No será necesario un boicot para lograrlo, y la economía no se podrá salvar de la inflación mediante una espiral descendente en los precios del petróleo. Esta vez, cuando los supuestos expertos economistas transmitan una suposición descabellada y pronostiquen con seguridad 100\$ por barril de petróleo, ¡en realidad van a tener razón! Supongo que podría decirse que, en mi opinión, todo inversor debería poseer algo de petróleo.

Los tipos de acciones que podemos utilizar en este área son en su mayoría las principales, los grandes nombres con los que probablemente reposteres en tu coche, ya que las empresas de exploración y producción más pequeñas suelen ser demasiado arriesgadas para nuestro tipo de cartera y no pagan dividendos estables. Sin embargo, aquí hay algunos giros y una forma “segura” de participar en la exploración y producción a través de empresas sólidas que entregan dividendos, que son, podríamos decir, “mitad de servicios públicos”. Muchas de estas son empresas de oleoductos, que incluyen en las carteras de servicios públicos de mi empresa porque ofrecen las características de transportistas y distribuidores, pero que posiblemente también se incluyan en el área de producción de energía. Hoy en día, la

mayoría estaría de acuerdo en que estas empresas híbridas son servicios públicos sumados a una diversificación extra, pero cuando los precios de la energía vuelvan a subir por las nubes, y es seguro que lo harán, solo que el momento es incierto, estas acciones tendrán un buen desempeño por su sesgo al alza. Mientras tanto, te pagarán bien por esperar.

Las grandes empresas, en general, no son tan sensibles a los precios del crudo, ya que refinan y venden sus productos al por menor, además de producir las propias materias primas. Cuando los precios del petróleo bajan, simplemente producen más, y viceversa.

Pero existen importantes empresas internacionales con gran exposición a la producción y cuya característica clave de inversión son sus reservas de petróleo y gas. Deberías centrarte en acciones teniendo en cuenta que el principio de alto dividendo y alto crecimiento del dividendo debe aplicarse a rajatabla (¿qué pasa si se necesitan diez, veinte o treinta años para que termine por desarrollarse mi escenario de aumento de precios? Mientras tanto, mejor tener una cartera enfocada a *La Mejor Inversión*). La empresa Unocal, por ejemplo, se podría decir que ha vendido su negocio de productos y se ha convertido tanto en productor como explorador. Mobil tiene el mayor descubrimiento en el mundo occidental desde Alaska. La empresa española Repsol y la francesa Elf Aquitaine han realizado un excelente trabajo creando reservas a nivel mundial. BP es fuerte en gas. Kerr-McGee no es muy querida por los inversores, pero regenta grandes reservas de energía de hidrocarburos. Occidental Petroleum se desenfocó invirtiendo en colecciones de arte cuando debería haber estado haciendo ofertas para generar arrendamientos, pero ahora la “imagen” ha cambiado en esa empresa, y es posible que los inversores puedan tener una imagen más clara. Es probable que se dé la vuelta, lentamente, como el petrolero en el mar, pero los activos están ahí y el dividendo es bastante alto, y además se antoja un actor clave en la recién inaugurada Libia.

Como mencioné anteriormente, muchas empresas de distribución y gasoductos se han involucrado en la exploración y producción de energía, y su historial ha sido bueno (quizás la naturaleza más conservadora de estas empresas las ha llevado a apostar solo en las mejores opciones). Aquí tenemos el paradigma clásico de empresas con alta solidez financiera, dividendo actual sólido y creciente. En nuestras carteras de servicios públicos

tenemos a Questar, Equitable, Energen, National Fuel Gas, ONEOK, entre otras, que han agregado exploración y producción a la distribución. Aunque siempre existe un problema de temporalidad para todas las acciones, lo que hace que sea reacio a incluir nombres específicos en un libro que podría leerse diez o veinte años después de su fecha de publicación (¡o quién sabe si las siguientes generaciones, como me gusta pensar!), es poco probable que estos nombres decepcionen a medida que avanza el siglo XXI. Proporcionarán altos ingresos hoy, ingresos en aumento mañana y precios mucho más altos pasado mañana, cuando el mundo sufra su mayor escasez de energía (tal vez la última crisis de hidrocarburos antes de que la energía fotovoltaica se convierta en una alternativa comercialmente viable).

5. Seguros

La industria de los seguros tiene sus propios trucos y trampas específicas, y la brecha entre los beneficios declarados frente a los ingresos reales y el flujo de efectivo puede ser bastante mayor que en muchas industrias, debido a las peculiares o únicas formas en que se contabilizan muchos conceptos de una compañía de seguros. Afortunadamente, S&P y Moody's pueden brindar una buena orientación a través del universo financiero de las compañías de seguros y otra agencia de calificación, A.M. Best, también se especializa en la industria de seguros. Las complicaciones de la industria de seguros están, francamente, más allá del alcance de este libro, pero eso no significa que no encontrará inversiones sobresalientes en el campo. Las aseguradoras de propiedades y accidentes pueden estar al final de tu lista. Es la parte del "hecho fortuito" lo que hace que estas empresas estén sujetas a la incertidumbre de las reclamaciones relacionadas con catástrofes.

Por mi experiencia, las mejores inversiones en seguros han sido aquellas que se alejan de la corriente principal de los seguros. Las aseguradoras hipotecarias han resultado casi siempre buenas inversiones (¿podría ser que sea porque rara vez tienen que amortizar sus riesgos?). Las reaseguradoras (compañías que toman parte del riesgo de las aseguradoras regulares) también han logrado un alto nivel de consistencia.

Cualquiera que sea la especialidad, la clave aquí es un historial a largo plazo de crecimiento moderado y constante. Incluso si no comprendes

realmente el negocio exacto de una compañía de seguros en particular, puedes comprender fácilmente diez años consecutivos de beneficios y dividendos crecientes. Asegúrate de tener siempre en cuenta que los requisitos relacionados con las relaciones de precio/ventas no se aplican a las acciones de seguros ni a los bancos. Las medidas de rendimiento de los activos son más apropiadas para estos dos grupos, pero nada me parece mejor que un historial a largo plazo de dividendos crecientes combinado con un ratio *pay-out* moderado como clave para seleccionar una alta calidad.

Al igual que los bancos, busca acciones con una diversificación sensible en adquisiciones que estén relacionadas con el negocio básico. La gestión de activos, por ejemplo, podría ser un área lógica en la que una compañía de seguros podría extender su experiencia, al igual que el desarrollo inmobiliario o la expansión internacional. Las principales acciones de seguros que se deben evitar son aquellas que funcionan “demasiado bien”. En mi experiencia, los agotamientos en esta industria siempre han sido conceptos nuevos de un éxito fabuloso pero que contenían alguna trampa poco visible de cara al futuro. Las acciones de seguros que están de moda no deberían ser motivo de gran emoción.

Uno de los mejores métodos de valoración que he visto fue creado por un exitoso gestor de fondos que se especializaba en acciones financieras. Se parece mucho a nuestra fórmula básica de alta calidad + rentabilidad por dividendo + crecimiento de dividendos, con un giro para acomodar las peculiaridades en los seguros y los informes de beneficios: el crecimiento del valor en libros + el crecimiento de dividendos debe ser superior al 15% anual en cinco años, y el rendimiento promedio sobre el capital debería ser del 15% o más.

6. Compañías de servicios

Hace ya mucho tiempo que el lema de “que vivimos en una economía de servicios” se convirtió en una obviedad aceptada entre los expertos sobre economía, pero si miramos la lista de las principales empresas en los principales índices (excluidas las empresas de servicios públicos) vemos casi en su totalidad empresas que fabrican cosas o venden cosas. ¿Dónde están las empresas de servicios que componen esta economía de servicios?

Están ahí fuera, por supuesto, pero normalmente no son las empresas más grandes. Una razón para ello es que los servicios a menudo se brindan a nivel local. No cruzarías el país para contratar a un abogado, ni conducirías doce horas para un corte de pelo. Además, a veces la línea divisoria entre ofrecer un servicio y vender una cosa es algo vaga. ¿La hamburguesa que compras en McDonald's es un servicio (después de todo, lo llaman la industria de servicios alimenticios) o una cosa? ¿Tu cuenta bancaria es un servicio? ¿Tu cuenta de inversiones del *broker*?

Los servicios financieros probablemente cuenten como servicios, ya que la abstracción parece ser un punto principal cuando se trata de asuntos relacionados con el dinero. Ya hemos hablado de bancos y compañías de seguros, por lo que dejaremos en este área a las empresas de préstamos rápidos o de alto riesgo y a las agencias de valores de diversos tipos.

Recientemente, ha llamado la atención de los inversores que muchos prestamistas de alto riesgo también utilizan métodos de contabilidad de alto riesgo. Esto es lamentable, ya que la esencia del negocio me parece sólida: encontrar formas de disminuir la tasa de impago de unos préstamos que los prestamistas convencionales rechazarían, y cobrar una tasa de interés alta para cubrir sus pérdidas en las operaciones fallidas.

Esta es básicamente la teoría que hay detrás de los bonos basura, una teoría que, después de un par de décadas de experiencia con un mercado repleto de basura, debería hacer que los tribunales levanten la libertad condicional de Mike Milken. La basura ha sido una inversión con una alta rentabilidad pero con menos riesgo que el mercado de valores. Pero al mercado de préstamos de alto riesgo le acaban de poner un ojo morado y los inversores deberían esperar hasta que la industria se ajuste con un conjunto transparente y conservador de normas para la presentación de informes. Las acciones de préstamos pueden ser perfectamente apropiadas para *La Mejor Inversión*, dependiendo, naturalmente, de si las acciones están históricamente baratas o caras en un momento dado. Hay mucho potencial en los enfoques novedosos que sirven a los usuarios desatendidos en el mundo financiero pero, como con casi todas las inversiones, un historial de éxito a largo plazo vale mucho más para los inversores que la suerte que se espera al participar desde el principio. Como le gusta señalar a Peter Lynch, podría haber comprado Wal-Mart diez años después de su estreno en bolsa y aún así

multiplicar por diez. Los conceptos sólidos en los servicios financieros siempre tendrán el mismo potencial que en cualquier otra industria, así que busca pruebas y estabilidad.

Las agencias de valores y los bancos de inversión son empresas cíclicas, aunque es posible que estén reduciendo parte de ese carácter cíclico en los últimos años al aumentar su negocio de gestión de capital basado en comisiones.. En los mercados al alza, los brokers reciben más comisiones y beneficios en sus inventarios, mientras que en los mercados a la baja pueden experimentar una tormenta bastante fea. Incluso los *brokers* que han logrado suavizar su carácter cíclico serán tratados como cíclicos por los inversores, del mismo modo que los inversores tratan a Fannie Mae dentro del juego de los tipos de interés, a pesar de que los tipos de interés se han vuelto casi irrelevantes para sus beneficios. Por lo tanto, compre acciones de agencias de valores solo si es optimista en el mercado en general, pero no son muy apropiadas para utilizar en la cartera de acciones de *La Mejor Inversión*.

Las agencias de otras áreas, como las vendedores de seguros o los de inmuebles, a menudo han demostrado ser atractivas inversiones para nuestra estrategia. En el lado positivo, la venta es un negocio de bajo coste que puede ser muy lucrativo. En el lado negativo, los vendedores siempre están a merced de los productos que venden: ¿son los productos competitivos en el mercado? ¿Conservarán los derechos para vender esos productos en el futuro? ¿Conservarán las estructuras de tarifas que han podido usar en el pasado? Cuanto más grande sea la empresa, más probable que se responda afirmativamente a todas esas preguntas. Se han dado algunos escándalos en la industria de venta y distribución de seguros, pero las empresas son financieramente sólidas y brindan servicios que se consideran necesarios; prosperarán con el tiempo.

Los servicios industriales son de los que tengo más en mente cuando pienso en empresas de servicios. Hay una gran variedad de ellos, que van desde gigantes como WMX (Waste Management) hasta Landaur, una pequeña empresa de detección de radiación, que es en este momento una de mis inversiones favoritas de *La Mejor Inversión*.

Como he comentado anteriormente, las empresas de servicios pueden abarcar una amplia gama de clases: cuidado del césped, servicios de limpieza,

alquiler de uniformes, agencias de trabajo temporal, proveedores de soporte técnico de software,... Incluso las empresas gigantes de procesamiento de datos y consultoría como EDS entran en esta categoría, al igual que cualquier empresa que se dedique a proporcionar funcionalidad “subcontratada” para una empresa, como hacer nóminas, cumplimiento o publicidad.

Los servicios pueden generar grandes oportunidades para *La Mejor Inversión*, principalmente porque estas empresas ofrecen lo que considero algo muy positivo: un flujo recurrente de caja. Al igual que una empresa de servicios públicos, un flujo recurrente de caja es lo que le da a una empresa la fuerza y el poder para buscar formas razonables y exitosas de aumentar gradualmente el crecimiento. De hecho, un flujo recurrente de caja es el concepto teórico que proporciona la base intelectual para la valoración de las empresas (el valor actual de una empresa depende de su flujo de ingresos a futuro).

Una vez que una empresa de servicios engancha a un cliente, se convierte en una especie de necesidad no regulada para ese cliente. Solo las restricciones de precio del mercado y el análisis de coste/beneficio de su servicio podrían inhibir la rentabilidad.

En mi empresa, por ejemplo, descubrimos que el nivel de sofisticación requerido de nuestro software de gestión de carteras justificaba el cambio a una empresa de subcontratación que se especializaba en brindar servicios a los gestores con un sistema sofisticado al que estamos conectados. Hemos tenido muchos problemas para lograr que esta empresa responda a nuestras necesidades y simplemente nos brinde las funciones que se prometieron cuando nos registramos. A fin de cuentas, no estamos satisfechos con el proveedor, aunque su sistema funciona y, al final, nos ha ahorrado dinero. Simplemente no nos gusta todo lo que hemos tenido que atravesar para llegar hasta aquí. ¿Pero nos vamos? ¡Diablos, no! ¡Tienen todos nuestros datos! Hemos invertido una gran cantidad de tiempo en capacitar a los empleados y trabajar con este proveedor para obtener lo que queremos. ¿Comenzaríamos el proceso de nuevo con algún proveedor desconocido, solo para descubrir un nuevo conjunto de incompetentes y mentirosos? ¡De ninguna manera! Estamos enganchados, para bien o para mal.

Por tanto, las empresas de servicios pueden ser buenas opciones. Pueden

hacerlo bien incluso si no lo hacen bien (¡por supuesto que lo harán mejor si hacen las cosas bien!). Descubrirás que muchas candidatas no se encuentran entre las empresas más grandes, cosa que está bien porque probablemente signifique que no son muy seguidas por el público y quizás se encuentren infravaloradas. Muchas candidatas se encuentran en periodo de consolidación, lo que puede propiciar un buen camino para el crecimiento, suponiendo que demuestren que pueden hacerse cargo de competidores más pequeños.

Al igual que ocurre con otras categorías adecuadas para *La Mejor Inversión*, asegúrate de que la empresa haya demostrado su valía con muchos años de beneficios y dividendos en aumento. No te enamores de la última moda en las empresas de servicios: cada año aparece una nueva. Busca ingresos recurrentes y desconfía de las empresas cuyos ingresos dependen en gran medida de uno o dos contratos importantes. Este suele ser el caso de los proveedores del gobierno de los EE. UU.; Te corresponderá a ti investigar las fuentes de ingresos de las empresas y determinar el riesgo de que esas fuentes de ingresos se agoten en el corto plazo.

7. Alimentación y consumo defensivo

Nunca he entendido por qué los alimentos y otras empresas de consumo de bienes no duraderos (jabones, hojas de afeitar, papel de seda, cerveza, aspirinas, medicamentos,...) se etiquetan como “defensivas” en Wall Street. Si no me equivoco, este grupo ha sido la categoría con mejor desempeño en el mercado de acciones durante los últimos veinte años. Además, es el área clásica para encontrar las mejores ideas individuales de inversión, y lo seguiría siendo si la mayoría de las acciones no se hubieran encarecido tanto en los últimos años.

Todos los ingredientes que buscamos se encuentran presentes: ingresos recurrentes, valor en las marcas, distribución, un mercado con clientela final amplia y estable, grandes oportunidades de crecimiento a través de adquisiciones, extensiones de marca, expansión internacional, etc. La guinda del pastel es una larga historia de crecimiento constante de beneficios y dividendos en todo tipo de economías. (En realidad, estas acciones se denominan “defensivas” porque no pierden dinero durante las recesiones, o al

menos no tanto como las acciones más industriales. Pero también ganan dinero cuando la economía va bien. ¿No sería más apropiado llamarlas “defensivas/ ofensivas”? Al final, nuestro simple objetivo es encontrar empresas con altas probabilidades de ganar cada vez más y pagar más dividendos en los años venideros. Las compañías de alimentos, bebidas, medicamentos e higiene han estado haciendo eso durante décadas, desde el comienzo de nuestra economía, en realidad, y es probable que lo sigan haciendo durante muchos años más. Mientras las personas sigan buscando un Hershey Bar, o coman una lata de sopa para el almuerzo, se cepillen los dientes, se limpian el trasero o tomen antibióticos, estas empresas seguirán ganando dinero. Y, en la medida en que puedan establecer una marca o derechos de propiedad intelectual (como una patente), tendrán monopolios en sus mercados.

Este tipo de acciones son grandes compras cuando el mercado cae, o cuando hay un problema temporal con una de las empresas y los inversores se asustan, vendiendo acciones con descuento (recuerdo cómo Johnson & Johnson cayó drásticamente durante el susto de Tylenol. Hoy ni siquiera se puede ver esa caída en un gráfico de precios a largo plazo, pero en aquel entonces se ofrecía un descuento temporal del 30% en las acciones). Estas acciones son como el río Colorado, las Montañas Rocosas, las Grandes Llanuras y el Panhandle: elementos de la geografía económica estadounidense que nunca desaparecerán y que siempre deben comprarse cuando estén “en oferta”.

8. Cíclicas, recursos naturales y otras

En los apartados anteriores, hemos analizado las categorías de acciones en las que es más probable que encuentres candidatas a *La Mejor Inversión*: servicios públicos, REITs, bancos, seguros, servicios financieros, servicios industriales y comerciales y consumo de bienes no duraderos como alimentos, bebidas, medicamentos e higiene.

¿Qué pasa con el resto de la economía? ¿Qué pasa con las cosas que hacen ruido y las cosas que se enchufan, las cosas que se envían en camiones con remolques, los coches, aviones, barcos y trenes en los que viajamos, las tuercas y tornillos que los mantienen unidos o las bombas que llevan el agua

hasta el grifo o los ventiladores? ¿Y qué hay de los metales de los que están hechos, los plásticos, los productos químicos que sirven para limpiar, los cubos para usar esos productos químicos y las carretillas elevadoras que los mueven? ¿Qué pasa con todos los edificios y la infraestructura de la industria estadounidense, las chimeneas y los almacenes, los andenes de los trenes y los estacionamientos interminables llenos de ejércitos de trabajadores que se dedican a las líneas de montaje hasta el fin de sus días?

Es posible que conozcas International Paper. Se trata de un negocio que tradicionalmente es un yo-yo en cuanto a precios y patrones de demanda, y ese entorno, aunque no está desprovisto de posibilidades de inversión, generalmente no va a producir los tipos de vehículos confiables que nosotros buscamos. Cuando compras una empresa de papel, por ejemplo, debes conocer todas las tendencias en los precios de la materia prima (y en los de madera en general). Y no solo el precio del papel: hay papel de periódico, papel blanco, papel satinado, papel especial, pulpa, etc. No solo debes conocer las tendencias de los precios, debes saber también cuánto tiempo persistirán y cuáles son las probabilidades de un cambio de suerte.

De hecho, cuando se trata de acciones cíclicas, el mercado juega un papel importante, y eso es justo lo que estamos tratando de evitar. Intentar estar al tanto de todas estas consideraciones temporales crea un entorno propicio para el error. No vale la pena el esfuerzo, ya que las empresas cíclicas a largo plazo no tienen ni mucho menos un mejor historial que las acciones de crecimiento constante y moderado. Entonces, ¿por qué molestarse con ellas? ¿Para atrapar algún viento de cola ocasional? No creo que ese tenga que ser nuestro juego.

Dicho esto, sin embargo, hay situaciones que pueden cumplir con nuestras pautas. Somos dueños de una empresa llamada Federal Signal, por ejemplo, que se especializa en la fabricación de camiones de bomberos. Ese no es un negocio que dependa del ciclo de recesiones o compradores de automóviles o lo que sea. Solo depende de que ellos hagan el mejor camión de bomberos y obtengan ganancias con ello. Cuando los tiempos son un poco lentos, esta empresa deja de ser amada y se vende con un alto dividendo. Cuando los inversores se retiran, los jugadores “value” detectan una gema y comienzan a comprarla. La acción llega a ser un poco cíclica, pero el negocio subyacente básico no lo es. Hay muchas acciones parecidas, fabricantes de

rodamientos (Timken), tanques de almacenamiento de combustible y vagones (Trinity) o distribución y procesamiento de acero (Worthington), que son empresas excelentes, administradas de manera conservadora, que tienen ingresos regulares y recurrentes y definitivamente deberían ser compradas cuando sus precios caen en desgracia. Puede que el viaje no sea tan sencillo como con las empresas de ingresos recurrentes más clásicas, pero no existe ninguna ley que diga que no se pueda vender en un punto alto, y además, muchas de estas acciones podrían ser candidatas a adquisiciones a medida que pasen los años.

¿Y qué hay de los productos básicos como Phelps Dodge en el cobre o Alcoa en el aluminio? Pueden ser excelentes para otros inversores con una filosofía diferente. Los precios de las materias primas oscilan arrastrando consigo las acciones relacionadas con ellas, lo que hace que los beneficios y los dividendos sean impredecibles. A los inversores no les gusta la incertidumbre y, dado que somos inversores, no nos gustan las empresas que son clara e inequívocamente cíclicas.

9. Dinero fácil

A continuación, presentamos una idea ingeniosa que se adapta especialmente a nuestros tipos de acciones: las que siempre regresan y suben a los máximos después de haber bajado. Desafortunadamente, esto es anecdótico, en el sentido de que no he hecho un buen estudio estadístico sobre esta cuestión en particular y tampoco creo que haya nada en la literatura académica. Pero es una táctica excelente que he adquirido a través de la experiencia y la observación, y creo que si observas estos sucesos durante un tiempo, pronto estarás de acuerdo. Es poco probable que las fuerzas que crean estas oportunidades pierdan su impacto.

Debido a que la codicia es una fuerza psicológica tan poderosa, los inversores buscan constantemente candidatas ideales, acciones que ofrezcan la posibilidad de una rentabilidad instantánea. No puedo afirmar que soy inmune a esta búsqueda y, de hecho, debido a que las acciones de *La Mejor Inversión* representan un gran valor, a menudo se convierten en el objeto de deseo de otras empresas que las quieren adquirir.

Del mismo modo, a menudo se evita comprar empresas adquirentes

porque su precio suele bajar cuando hace una oferta por otra empresa. Si la empresa va a crecer a través de la adquisición, ¿por qué baja el precio?

Básicamente hay dos razones. En primer lugar, es posible que a Wall Street no le guste el acuerdo, ya sea porque los analistas no creen que la fusión sea una buena opción o porque los términos del acuerdo significan que, en realidad, disminuirán los beneficios de la empresa adquirente en los primeros años tras la operación.

En segundo lugar, acechando en las cavernas del distrito financiero, existen grupos errantes del arbitraje. Dado que el precio de la empresa objetivo rara vez se eleva al precio de oferta de inmediato (la operación llevará tiempo, lo que implica un costo de oportunidad en relación con otro uso del dinero de los inversores y, además, siempre existe el riesgo de que la operación no se concrete). Los buscadores de arbitrajes venden la empresa adquirente al descubierto y compran en su precio objetivo estimado. De esta manera, obtienen el “diferencial” entre el precio actual y el precio de la transacción final, al mismo tiempo que se protegen contra un aumento en el precio pagado por la acción objetivo de la adquisición.

Esta presión de arbitraje hace que baje el precio de las acciones de la empresa adquirente. Si a los inversores no les gusta el trato, la presión sobre las acciones de la empresa adquirente aumenta aún más.

Podría ocurrir también algo así: la empresa A hace una oferta para comprar la empresa B. La cotización de las acciones de la empresa B aumenta, pero no hasta el precio de oferta. El precio de las acciones de la empresa A cae porque los buscadores de arbitrajes esperan ganar la diferencia entre el precio de hoy y el precio de la operación. Venden A en corto mientras compran B. Si la operación es diluida, el precio de A cae aún más, ajustándose a una inminente revisión a la baja de los beneficios para el próximo año.

Pero, ¿por qué A haría una oferta para comprar B si el único resultado sería una caída en las acciones de A? Por supuesto que ninguna empresa quiere suicidarse. La empresa A solo compraría otra empresa porque la dirección de A cree que hará que A sea mejor. Y, de hecho, la lista de empresas que han crecido y prosperado a través de adquisiciones es literalmente interminable. Las grandes empresas se hacen cada vez más

grandes mediante la adquisición de empresas complementarias o incluso competidoras. (El mejor negocio es un monopolio no regulado).

Aunque la adquisición es un método clave para que las empresas crezcan, es la mecánica del mercado lo que hace que sus acciones caigan cuando realizan una oferta de compra. La actividad de arbitraje hace que las acciones bajaran, y el enfoque obsesivo de los inversores con cada centavo de los beneficios hace que las acciones bajaran. El declive instantáneo del adquirente no es que sea un “voto” sobre la perspicacia de la adquisición, es simplemente el funcionamiento secular de las ruedas de la bolsa de valores.

Pero la oportunidad aquí radica en el hecho de que la presión sobre la empresa adquirente no solo es artificial, también es temporal. A medida que el acuerdo se acerca a sus frutos, el diferencial entre el precio actual para la empresa objetivo y el precio final de la transacción se reduce, hasta que finalmente no se obtiene ninguna ganancia por el arbitraje. En ese momento, o, en el peor de los casos, el día en que se consuma el trato, las posiciones de arbitraje se cierran y todos los que estaban cortos en el adquirente se han convertido ahora en, ¿adivinas? ¡en compradores! A medida que la presión de arbitraje cede, el precio de las acciones vuelve a subir a donde “debería” haber estado desde el principio.

En cualquier caso, los inversores en acciones de alta calidad que han mostrado su valía en diversos climas económicos y han demostrado ser expertos en digerir los movimientos del mercado, no deben preocuparse. El tiempo recuperará cualquier dilución de los beneficios a corto plazo y los inversores se quedarán con una empresa más grande, más rentable y mejor.

Si bien todo lo comentado en este apartado puede no tener suficiente sustancia como para formar la base de una estrategia de inversión, es un ingenioso concepto para generar ganancias no esperadas. Más importante aún, cuando una sólida empresa de *La Mejor Inversión* que deseas mantener en cartera para toda la vida se vende repentinamente porque está haciendo recurrentemente el tipo de cosas que la hicieron grandiosa, da un paso al frente y compra. Obtendrás un *premium* a la venta. Hay otras ocasiones en las que se puede comprar una buena acción en una “caída”, pero esas ocasiones suelen ir acompañadas de la ansiedad de un mal informe de resultados, una crisis de gestión o una liquidación en el mercado en general.

10. Aléjate de los malos olores

Ya hemos discutido algunos de los tipos de información que deberían hacer que una acción sea repelente, pero estos factores no siempre se muestran con la suficiente claridad. Son las acciones perdedoras las que realmente debemos estar atentos de evitar al invertir, porque de quedártelas, lastiman más de lo que ayudan las ganadoras. ¿Quién no ha oído hablar de la aritmética referida a que el impacto de un rendimiento negativo es mayor que el impacto de un rendimiento positivo? Si pierdes el 50% de una inversión, necesitas un rendimiento del 100% para cubrir la pérdida. Si ganas el 100% de una inversión, una pérdida del 50% te volverá a poner en tu sitio. Si ganas un 50% y luego pierdes el 50%, has bajado un 25%. Números feos.

Aquí tienes algunas características que deberían tachar una acción de tu lista de candidatas o deberían provocar una seria reflexión sobre su venta si es que la tienes comprada:

- Peleas con el auditor de la empresa, o despedir al auditor durante una controversia sobre los beneficios.
- Investigaciones estatales.
- Llamada a consultas de algún organismo oficial sobre el registro de los ingresos y los gastos.
- Ventas exitosas de acciones de la empresa realizadas por personas con información privilegiada justo antes de anuncios de malas noticias o déficit en los beneficios (nunca es demasiado tarde para huir de un barco que se hunde).
- Grandes ventas de un nuevo producto a nivel mayorista, pero con unas ventas al por menor cuestionables.
- Tenencias de minerales o energía no verificadas por terceras partes.
- Incumplimientos de préstamos (aunque esto nunca debería suceder en tu cartera, ya que descartamos empresas con altas cargas de deuda).
- Cambios en las reglas o programas gubernamentales con los que la empresa se ha beneficiado anteriormente.
- Beneficios que están altamente correlacionados con cambios en el valor de las divisas.

- Rentabilidades por dividendos que son demasiado altas en comparación con otras empresas de la industria y los beneficios obtenidos por la empresa.
- Beneficios que aumentan cuando las ventas no lo hacen (asumiendo que la empresa no ha vendido o cerrado divisiones).

No es probable que encuentres estos “olores” en una verdadera acción de *La Mejor Inversión*, ya que las empresas de alta calidad normalmente no pueden obtener registros a largo plazo de beneficios, ventas y crecimiento de dividendos si se acercan a estos malos olores, pero los menciono porque nunca he conocido a un inversor que pudiera resistirse fácilmente a una historia que parecía demasiado buena para ser verdad. En cierto modo, el mensaje real es: debes estar contento con lo que es bueno, sólido y funciona. Si una inversión es una oportunidad fabulosa, puedes contar con el hecho de que no estará disponible para ti. No es nada personal, pero ¿por qué un profesional sofisticado dejaría que esa inversión realmente asombrosa no cayera en sus manos y se fuera a las tuyas a ese precio?

APÉNDICE C

RECURSOS DE INFORMACIÓN

La mayoría de los recursos informativos que se comparten en la edición original no son de gran utilidad para esta edición, ya sea por estar enfocados al inversor norteamericano o porque ha pasado mucho tiempo y algunas de las agencias o newsletters no existen en la actualidad.

Sí compartimos la lista de libros que el autor recomendó en su momento:

- *What Works on Wall Street*, James O'Shaughnessy, McGraw-Hill, 1997
- *Stocks for the Long Run*, Jeremy J. Siegel, Irwin Professional Publishing, 1994
- *Contrarian Investment Strategies: The Next Generation: Beat the Market by Going Against the Crowd*, David Dreman, Simon & Schuster, 1998
- *The Dividend-Rich Investor*, Joseph Tigue and Joseph Lisanti, McGraw- Hill, 1997
- *The New Money Masters*, John Train, HarperCollins, 1989
- *Classics: An Investor's Anthology*, Ellis and Vertin, Dow Jones Irwin, 1989
- *The New Stock Market, A Complete Guide to the Latest Research, Analysis, and Performance*, Fabozzi, Fogler, Russell, and Harrington, Probus Publishing, 1990
- *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation Yearbook*, Ibbotson Associates, annual
- *The Dividend Investor*, Harvey C. Knowles and Damon H. Petty, Probus Publishing, 1992

- *Dividends Don't Lie*, Geraldine Weiss, Longman Financial Services Publishing, 1988
- *The Dividend Connection: How Dividends Create Value in the Stock Market*, Geraldine Weiss, Dearborn Trade, 1995
- *The Intelligent Investor 4th Rev.*, Benjamin Graham, HarperCollins, 1996
- *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, Charles McKay, Crown Publishers, 1995

UNAS ÚLTIMAS PALABRAS

EL LADO HUMANO DE LOS DIVIDENDOS

Hace poco estuvimos examinando un artículo de Adam S. Koch y Amy X. Sun de la Universidad Carnegie Mellon en el que estudiaron 6.395 anuncios de cambios en los dividendos entregados por 1682 empresas que cotizan en bolsa, entre 1983 y 1999 (en comparación con más de 37.000 casos en los que no se detectaron cambios en los repartos), en busca de hipótesis sobre la repercusión de los cambios en los dividendos con respecto a los entregados en el pasado.

Si bien la mayoría de los observadores consideran que los cambios en los dividendos son una señal de información sobre las perspectivas futuras de una empresa, Koch y Sun adoptan una táctica diferente, que es bastante oportuna en esta era del enfoque culinario de la contabilidad corporativa (Fannie Mae estuvo mintiendo todo el tiempo). En lugar de centrarse en los aumentos de dividendos como un mensaje de la dirección sobre el futuro (Healy y Palepu, 1988), han determinado que los cambios en los dividendos son una especie de confirmación de la salud de los beneficios, igual de valioso para los inversores, aunque está más enfocado en el pasado que en el futuro. Los dividendos se convierten en una herramienta para que los inversores determinen la persistencia de los cambios en los beneficios, o dicho de otra manera, se trata de la confirmación de la credibilidad de los informes anteriormente publicados por la empresa.

Citando su resumen, “examinamos si el mercado interpreta los cambios en los dividendos como una señal sobre la persistencia de los cambios pasados en los beneficios. Antes de observar esta señal, los inversores pueden creer que los cambios en los beneficios pasados no son necesariamente indicativos de los niveles de los beneficios futuros... Los resultados confirman la hipótesis de que los cambios en los dividendos hacen que los inversores revisen sus expectativas sobre la persistencia en los beneficios pasados. Este efecto varía de manera predecible con la magnitud del cambio de dividendo y el signo del cambio de los beneficios pasados”.

En otras palabras, los autores están sugiriendo, y estamos de acuerdo,

que los inversores se encuentran en un estado perpetuo de ansiedad por desconfianza sobre la información que ya han recibido de la empresa, y que cuando un cambio de dividendo confirma informes anteriores, los inversores se muestran dispuestos a reducir su escepticismo, que es siempre un factor, consciente o inconsciente, en la ecuación de valoración.

Para hacer todo esto comprensible, cosa que consideramos necesaria después de analizar las fórmulas de los autores (que a menudo tienen dos líneas completas decoradas con letras griegas en un complicado lenguaje de álgebra), si está obteniendo efectivo, eso significa que la compañía se está ganando de verdad ese efectivo. Y es indiferente en cuanto a su relevancia que tú, como inversor, lo veas como una confirmación de la información pasada o como un mensaje sobre el futuro. Lo que importa es que te han dado pruebas de los “estados de cuenta”, y aunque se hayan dado algunos dividendos fraudulentos en el pasado, la distribución de efectivo no suele ser la forma en que operan los gerentes corruptos o egoístas. El resultado final es que un inversor puede confiar en la valoración de la empresa que aumenta su dividendo porque en un mundo caracterizado por la tensión eterna entre promesa y certeza, como mínimo, el lado de la certeza de la ecuación se ha visto fortalecido.

En lo que podríamos llamar la Edad Media de los Dividendos, que cubre 1990-2003, los ejércitos de MBAs que ocupaban los mandos intermedios en la cadena de inversión, insistieron en que los dividendos eran una tontería, que las anotaciones contables son intrascendentes y que debemos confiar en que los gerentes corporativos inviertan sabiamente los beneficios excedentes en un crecimiento cada vez mayor o, en el peor de los casos, recomprar acciones y aumentar el valor de nuestras participaciones.

Como sabemos, lo anterior ha equivalido a otorgar a los gerentes de empresas públicas una licencia para matar, o como mínimo la licencia para manipular los precios de las acciones a través de una contabilidad engañosa, lo cual es perfectamente comprensible ya que la mayor parte de la compensación variable de los directivos de las empresas cotizadas es en acciones de la propia empresa.

Las filosofías anti-dividendo han sido inventadas por funcionarios con formación académica que olvidan que al invertir no se trata de números que

se combinan fácilmente en hojas de cálculo o se adaptan a un software de estrategias de inversión. Invertir se trata de una relación humana entre alguien con capital y alguien que necesita ese capital para hacer o sostener un negocio.

Supongamos que un conocido tuyo quiere abrir una boutique de moda. Crees que él (o ella) entiende el negocio y puede administrarlo, por lo que inviertes algo de dinero. Haces un balance de la empresa, como un accionista minoritario. Se encuentra una ubicación para el local, se firma un contrato de arrendamiento, se llenan los estantes y se sube el letrero de abierto; antes de que te des cuenta, hay una gran inauguración con banderas de colores y un anuncio de página completa en el periódico local.

Poco a poco parece que el negocio se vuelve bastante rentable y crees que la empresa debería compartir los beneficios. Pero su gerente dice que tiene una idea en una excelente ubicación para una segunda tienda. El negocio ha sido tan bueno que puede abrirla con fondos generados internamente, sin necesidad de capital adicional, por lo que ahora serás dueño de una parte de dos tiendas, no solo de una, ¡sin inversión adicional! La perspectiva de crecimiento de tu inversión te calma, y cualquier recelo que pudieras haber tenido sobre el coste de la nueva casa del gerente y su nuevo Porsche parece desvanecerse a medida que piensas cuánto podrían valer las dos tiendas.

Por supuesto, este cálculo se ve afectado significativamente por la futura promesa de valor, en lugar de cualquier rendimiento presente. Y, también por supuesto, las boutiques tienen un valor de mercado, hablando en términos generales, y puedes determinar cuánto vale una tienda, y dos tiendas, que sean rentables, pero hasta que no haya un comprador, solo tienes una especie de promesa. Sin una transacción, el valor de algo es solo teórico.

De repente, tú también piensas que quizás te gustaría tener un buen coche nuevo, así que vuelves a plantear el tema de la distribución de beneficios. Pero una vez más, el gerente tiene un plan de expansión, esta vez para una mega boutique en el nuevo centro comercial que está poniéndose de moda. Los alquileres son caros allí, pero el tráfico de clientes debería ser muy alto. Y entonces esperas, una vez más, mientras la inversión que hiciste tiene bebés y más bebés, y sus bebés tienen más bebés.

Uno puede imaginarse hacia dónde lleva todo esto, y no es necesario que revelemos el anunciado destino final del negocio. El hecho es que un inversor siempre se verá atrapado en la disyuntiva entre la certeza de una rentabilidad efectiva y la promesa de una mayor rentabilidad en el futuro. ¿Por qué es tan difícil para los inversores pensar en algún nivel de equilibrio entre ambas opciones?

¿Por qué los inversores insisten en aceptar las proyecciones de sobre el futuro sin obtener cada cierto tiempo un rendimiento real de los logros en el pasado?

Este es el lado humano de los dividendos: inviertes dinero en una empresa y la empresa te reembolsa parte de sus beneficios, mientras retiene lo suficiente para un crecimiento futuro, sostenible y confiable. Recibes la confirmación del éxito actual, recibes un rendimiento de tu inversión que es como mínimo una cobertura contra el fracaso futuro del negocio, recibes una parte de los beneficios que va al inversor y no al administrador de la empresa (esto es justo), y a la vez, conservas una posición en el negocio que puede brindarte más de lo mismo de forma indefinida.

¿Qué extraño giro mental podría verlo de otra forma?

SOBRE EL AUTOR

Lowell Miller lleva trabajando más de 40 años como profesional de la inversión y ha investigado sistemáticamente una gran gama de enfoques de inversión durante toda su carrera. Después de graduarse en el Sarah Lawrence College y en la Facultad de Derecho de la Universidad de Nueva York, Miller comenzó a gestionar un fondo de opciones cuando solo tenía veinte años.

Es autor de dos libros anteriores sobre inversiones (el primero de ellos, *The Momentum-Gap Method*, GP, Putnam's, 1978, fue nombrado “Libro de inversiones del año” por la organización Hirsch) y ha escrito sobre inversiones para The New York Times Magazine. En 1984 co-fundó Miller/Howard Investments, Inc., que actualmente gestiona más de 500 millones de dólares en el momento de escribir este libro. En Miller/Howard, además de su función como director de inversiones, también ha realizado y supervisado muchos estudios novedosos y originales sobre el precio de las acciones y el comportamiento de las clases de activos. Desde 2004, Miller también ha sido socio gerente de Overlook Advisors, una gestora de estrategias de retorno absoluto.

Si bien podría ser el tema para otro libro, las carteras de Miller/Howard también se examinan en relación a su componente social para excluir a las empresas involucradas en alcohol, tabaco, armas de fuego, daños medioambientales, malos ambientes en el lugar de trabajo, etc. La mayoría de las veces, el comportamiento corporativo socialmente responsable conduce a empresas más rentables con menos riesgo regulatorio y legal, y una mejor moral de la fuerza laboral.

Lowell Miller ha sido un invitado destacado en Wall Street Week de Louis Rukeyser, y sus conocimientos sobre inversiones aparecen con frecuencia en medios como The New York Times, The Wall Street Journal, Barron's, Investor's Business Daily, Forbes y Bloomberg. En su tiempo libre es escritor, escultor y cinturón negro de quinto dan en Aikido, un arte marcial japonés.

En *La Mejor Inversión*, pone a disposición de los inversores los frutos de una carrera tanto en la gestión de inversiones como en la investigación en

todos los niveles de sofisticación. Revela sus secretos de inversión profesional, a través de un plan claro y conciso que cualquier inversor puede emular.