

DEUSTO

**EL INVERSOR
INTELIGENTE**

BENJAMIN GRAHAM

Índice

- Portada
- Cita
- Prefacio a la cuarta edición, por Warren E. Buffett
- Una nota sobre Benjamin Graham por Jason Zweig
- Introducción. Qué se pretende conseguir con este libro
- Comentario a la introducción
- 1. Inversión en contraposición a especulación: Resultados que puede esperar el inversor inteligente
- Comentario al capítulo 1
- 2. El inversor y la inflación
- Comentario al capítulo 2
- 3. Un siglo de historia del mercado de valores: El nivel de cotización de las acciones a principios de 1972
- Comentario al capítulo 3
- 4. Política de cartera general: El inversor defensivo
- Comentario al capítulo 4
- 5. El inversor defensivo y las acciones ordinarias
- Comentario al capítulo 5
- 6. Política de cartera para el inversor emprendedor: Método negativo
- Comentario al capítulo 6
- 7. Política de cartera para el inversor emprendedor: Aspectos positivos
- Comentario al capítulo 7
- 8. El inversor y las fluctuaciones de mercado
- Comentario al capítulo 8
- 9. Invertir en fondos de inversión
- Comentario al capítulo 9
- 10. El inversor y sus asesores
- Comentario al capítulo 10
- 11. Análisis de valores para el inversor inexperto: Enfoque general
- Comentario al capítulo 11
- 12. Cosas que se deben tener en cuenta respecto de los beneficios por acción
- Comentario al capítulo 12
- 13. Comparación de cuatro sociedades cotizadas

- Comentario al capítulo 13
- 14. Selección de acciones para el inversor defensivo
 - Comentario al capítulo 14
- 15. Selección de acciones para el inversor emprendedor
 - Comentario al capítulo 15
- 16. Valores convertibles y warrants
 - Comentario al capítulo 16
- 17. Cuatro historias reales extremadamente instructivas
 - Comentario al capítulo 17
- 18. Una comparación de ocho pares de empresas
 - Comentario al capítulo 18
- 19. Accionistas y equipos directivos: Política de dividendos
 - Comentario al capítulo 19
- 20. El «margen de seguridad» como concepto central de la inversión
 - Comentario al capítulo 20
- Epílogo
 - Comentario al epílogo
- Apéndices
- Notas finales
- Agradecimientos de Jason Zweig
- Notas
- Créditos

A través de los diversos azares, a través de todas las vicisitudes, cubrimos nuestro camino...

Eneida

Prefacio a la cuarta edición, por Warren E. Buffett

Leí la primera edición de este libro a principios de 1950, cuando tenía diecinueve años. En aquel momento pensé que era, con gran diferencia, el mejor libro sobre inversión que se había escrito en toda la historia. Sigo pensando lo mismo.

Para invertir con éxito durante toda la vida no es necesario un coeficiente intelectual estratosférico, un conocimiento empresarial extraordinario ni información privilegiada. Lo que hace falta es una infraestructura intelectual que permita adoptar decisiones y la capacidad de evitar que las emociones deterioren esa infraestructura. Este libro establece de manera precisa y clara la infraestructura que hace falta. A usted le corresponde aportar la disciplina emocional.

Si sigue los principios de comportamiento y de negocio que propone Graham, y si presta especial atención a los valiosísimos consejos contenidos en los capítulos 8 y 20, sus inversiones no rendirán frutos decepcionantes. (Eso tiene más mérito de lo que pueda creer usted). El que consiga resultados extraordinarios o no dependerá del esfuerzo y el intelecto que aplique a sus inversiones, así como de las oscilaciones provocadas por la irracionalidad del mercado que se produzcan durante su carrera de inversión. Cuanto más irracional sea el comportamiento del mercado, más oportunidades tendrá el inversor que se comporte de manera profesional. Siga las indicaciones de Graham y se beneficiará de la irracionalidad, en lugar de ser víctima de ella.

Para mí, Ben Graham fue mucho más que un autor o un profesor. Él influyó en mi vida mucho más que cualquier otra persona, salvo mi padre. Poco después del fallecimiento de Ben en 1976, escribí el siguiente obituario breve sobre él en el *Financial Analysts Journal*. A medida que avancen en la lectura del libro, creo que percibirán alguno de los rasgos que menciono en este homenaje.

BENJAMIN GRAHAM 1894 – 1976

Hace varios años Ben Graham, que en aquella época tenía casi 80 años de edad, manifestó a un amigo la idea de que esperaba hacer todos los días «algo alocado, algo creativo y algo generoso».

La inclusión de ese primer objetivo caprichoso reflejaba su gran habilidad para expresar las ideas de una manera en la que no tienen cabida la exageración, el afán de dar lecciones o el engreimiento. Aunque sus ideas tenían un gran potencial, su forma de expresarlas era indefectiblemente amable.

A los lectores de esta revista no les hace falta que me explaye sobre los logros que obtuvo desde el punto de vista de la creatividad. Es muy frecuente que el fundador de una disciplina vea eclipsado su trabajo por el de sus sucesores en un plazo relativamente breve. Sin embargo, cuarenta años después de la publicación del libro que aportó estructura y razonamiento lógico a una actividad desordenada y confusa, resulta difícil destacar posibles candidatos incluso para el puesto de segundo clasificado en el terreno del análisis de valores. En un terreno en el que buena parte de las teorías parecen insensateces pocas semanas o meses después de su publicación, los principios de Ben han conservado su firmeza y sensatez, y su valor frecuentemente ha aumentado y se ha podido comprender mejor tras las tormentas financieras que han echado por tierra otras estructuras intelectuales más endebles. Su consejo de sensatez aportó incesantes recompensas a sus seguidores, incluso a aquellos que contaban con capacidades naturales inferiores a las de los profesionales mejor dotados que fracasaron al seguir a quienes abogaban por la brillantez o la moda.

Un aspecto muy destacable del dominio ejercido por Ben en su terreno profesional fue que consiguió ejercer dicho dominio sin por ello tener que reducir su campo de actividad intelectual, ni concentrar todo su esfuerzo en un único objetivo. Al contrario, su dominio

fue más bien un producto secundario de un intelecto cuya amplitud prácticamente escapaba a cualquier intento de definición. Indiscutiblemente, nunca he conocido a ninguna persona que tuviese una mente de semejante calibre. Memoria prácticamente absoluta, fascinación incesante por el nuevo conocimiento y una asombrosa capacidad para reformular ese nuevo conocimiento de una manera que permitiese aplicarlo a problemas aparentemente inconexos; esos son los rasgos que hacían que entrar en contacto con su pensamiento, en cualquier terreno, fuese una delicia.

No obstante, su tercer imperativo, la generosidad, fue el terreno en el que tuvo más éxito que en ningún otro. Para mí Ben era mi profesor, mi empresario y mi amigo. En cada una de esas facetas, al igual que con todos sus estudiantes, empleados y amigos, hizo gala de una generosidad absoluta, sin fin, sin llevar la cuenta, en el terreno de las ideas, el tiempo y el espíritu. Cuando hacía falta claridad de pensamiento, no había mejor sitio al que acudir. Cuando se necesitaba asesoramiento o una palabra de ánimo, Ben siempre estaba allí.

Walter Lippmann habló en una ocasión de los hombres que plantan árboles bajo los cuales se sientan otros hombres. Ben Graham era uno de esos hombres.

Reimpresión de *Financial Analysts Journal*, noviembre – diciembre de 1976.

Una nota sobre Benjamin Graham por Jason Zweig

¿Quién era Benjamin Graham, y por qué debería usted prestar atención a lo que dijo?

Graham no sólo fue uno de los mejores inversores que han existido jamás; también fue el mejor pensador práctico sobre inversiones de toda la historia. Antes de Graham, los gestores de patrimonio se comportaban de una forma muy similar a la de los gremios medievales, guiados básicamente por la superstición, las suposiciones y por rituales incomprensibles. La obra de Graham *Security Analysis* fue el libro de texto que transformó este círculo enmohecido en una profesión moderna.¹

Por su parte, *El inversor inteligente* fue el primer libro en el que se describió, para los inversores individuales, el marco emocional y las herramientas analíticas esenciales para el éxito financiero. Sigue siendo, individualmente considerado, el mejor libro sobre inversión que se ha escrito para el público general. *El inversor inteligente* fue el primer libro que leí cuando empecé a trabajar para la revista *Forbes* como aprendiz de reportero en 1987, y me sorprendió la certeza con la que Graham afirmaba que antes o después todos los períodos alcistas de mercado acaban de mala manera. En octubre de aquel año las acciones estadounidenses sufrieron su peor crisis en una sola jornada de la historia, y me enganché a las teorías de Graham. (Hoy en día, después del período exuberantemente alcista de finales de 1999 y de la brutal recesión que comenzó a principios de 2000, las afirmaciones de *El inversor inteligente* parecen más proféticas que nunca).

Graham adquirió sus conocimientos por las malas: vivió en primera persona la angustia de la pérdida financiera y estudió durante décadas la historia y la psicología de los mercados. Nació en Londres el 9 de mayo de 1894, con el nombre de Benjamin Grossbaum; su padre era comerciante de platos y figuras de porcelana.² La familia se trasladó a Nueva York cuando Ben tenía un año de edad. Al principio disfrutaron de un buen nivel de vida, con doncella, cocinero y ama de llaves francesa en Upper Fifth Avenue, la mejor zona de Nueva York. Sin embargo, el padre de Ben falleció en 1903, el negocio de la porcelana tuvo problemas y la familia cayó rápidamente en la pobreza. La madre de Ben convirtió su casa en una casa de huéspedes; después, se endeudó para hacer operaciones en el mercado de valores a margen, y se arruinó con la crisis de 1907. Durante el resto de su vida, Ben recordaría la humillación de tener que cobrar un cheque para su madre y oír al cajero preguntando: «¿Tiene Dorothy Grossbaum crédito para cobrar cinco dólares?».

Afortunadamente, Graham obtuvo una beca en Columbia, donde su brillantez floreció plenamente. Se graduó en 1914, el segundo de su promoción. Antes de que concluyese el último semestre de estudios de Graham, tres departamentos, inglés, filosofía y matemáticas, le habían solicitado que se uniese a su plantilla docente. Sólo tenía veinte años de edad.

Dejando a un lado el mundo académico, Graham decidió intentarlo en Wall Street. Comenzó como administrativo en una firma de negociación de bonos, después empezó a trabajar como analista, más tarde alcanzó el rango de socio y poco después estaba dirigiendo su propia sociedad de inversión.

El apogeo y posterior caída de Internet no habrían sorprendido a Graham. En abril de 1919 obtuvo un rendimiento del 250% en el primer día de cotización de Savold Tyre,

una nueva oferta en el floreciente sector de la automoción; en octubre de ese año se reveló que la empresa era un fraude y sus acciones no tenían ningún valor.

Graham se convirtió en un maestro de la investigación de las acciones con un detalle microscópico, casi molecular. En 1925, escarbando entre los complejos informes presentados por los oleoductos a la Comisión de Comercio Interestatal de Estados Unidos, descubrió que Northern Pipe Line Co., que en aquel momento cotizaba a 65 dólares por acción, tenía obligaciones de gran calidad por un valor mínimo de 80 dólares por acción. (Adquirió las acciones, no dejó de insistir a sus directivos para que incrementasen los dividendos y acabó obteniendo 110 dólares por acción tres años después).

A pesar de las horrorosas pérdidas de casi el 70% que se produjeron durante la gran crisis de 1929 a 1932, Graham sobrevivió y prosperó en la época posterior, buscando y seleccionando oportunidades y ocasiones entre los restos del desastre del mercado alcista. En la actualidad no se conserva un registro exacto de las primeras rentabilidades obtenidas por Graham, pero desde 1936 hasta que se retiró en 1956, su Graham-Newman Corp. obtuvo por lo menos un 14,7% anual, en comparación con el 12,2% obtenido por el mercado de valores en su conjunto, lo que supone uno de los mejores antecedentes a largo plazo de la historia de Wall Street.³

¿Cómo lo consiguió Graham? Combinando su extraordinaria capacidad intelectual con un profundo sentido común y una amplia experiencia, Graham desarrolló sus principios básicos, que tienen por lo menos la misma validez en la actualidad que la que tuvieron durante su vida:

- Una acción no es un simple símbolo en una tabla de cotización o un pulso electrónico; es una participación en la propiedad de un negocio real, con un valor subyacente que no depende de la cotización de la acción.

- El mercado es un péndulo que oscila constantemente entre un optimismo insostenible (que hace que las acciones sean demasiado caras) y un pesimismo injustificado (que hace que sean demasiado baratas). El inversor inteligente es un realista que vende a optimistas y compra a pesimistas.
- El valor futuro de todas las inversiones es una función de su precio actual. Cuanto mayor sea el precio que se paga, menor será la rentabilidad que se obtenga.
- Por mucho cuidado que se ponga, el único riesgo que ningún inversor puede eliminar por completo es el riesgo de equivocarse. Únicamente si se insiste en lo que Graham denominó el «margen de seguridad», no pagar nunca un precio excesivo, por interesante que pueda parecer una inversión, se pueden minimizar las probabilidades de cometer un error.
- El secreto del éxito financiero está dentro de la persona. Si se llega a ser un pensador crítico que no acepta ningún «hecho» del mercado de valores como artículo de fe, y si se invierte con una confianza paciente, se podrá sacar un buen partido de manera sostenida, incluso en los peores períodos bajistas del mercado. Desarrollando la disciplina y el coraje personal es posible impedir que los cambios de humor de las otras personas rijan el destino financiero personal. Al final, el comportamiento que tienen las inversiones de una persona es mucho menos importante que el comportamiento que tiene esa persona.

El objetivo de esta edición revisada de *El inversor inteligente* consiste en aplicar las ideas de Graham a los mercados financieros actuales a la vez que se deja su texto absolutamente intacto (con la excepción de notas aclaratorias a pie de página).⁴ Después de cada uno de los capítulos de Graham, encontrará un nuevo comentario. En estas guías

para el lector he añadido ejemplos recientes que deberían poner de manifiesto lo relevantes, y lo liberadores, que siguen siendo en la actualidad los principios de Graham.

Envidio la emoción y la experiencia formativa de que van a disfrutar leyendo la obra maestra de Graham por primera vez, o incluso por tercera o cuarta vez. Como todos los clásicos, cambia nuestra forma de apreciar el mundo y se renueva cada vez, educándonos. Es una obra que mejora cada vez que se lee. Teniendo a Graham como guía, es seguro que llegará usted a ser un inversor mucho más inteligente.

Introducción

Qué se pretende conseguir con este libro

El objetivo de este libro consiste en proporcionar, en una forma adecuada para los legos en esta materia, orientación a la hora de adoptar y poner en práctica una política de inversión. En términos relativos, se dirá poco sobre la técnica de análisis de valores; se prestará atención principalmente a los principios de inversión y a las actitudes de los inversores. No obstante, facilitaremos unas cuantas comparaciones condensadas de valores específicos, principalmente de parejas de valores colindantes en las cotizaciones de la Bolsa de Nueva York (NYSE, New York Stock Exchange), para aclarar de manera concreta los elementos más importantes que influyen en las elecciones específicas de acciones ordinarias.

En cualquier caso, buena parte de nuestro espacio se dedicará a las pautas históricas seguidas por los mercados financieros, y en algunos casos nos remontaremos muchas décadas. Para invertir de manera inteligente en valores es necesario estar dotado de un conocimiento adecuado del comportamiento que han tenido en la práctica los diferentes tipos de obligaciones y de acciones en circunstancias variables, de las cuales es muy probable que, por lo menos algunas, vuelvan a darse en nuestra propia experiencia personal. No hay afirmación más cierta ni más aplicable a los mercados de valores que la famosa advertencia de Santayana: «Los que no recuerdan el pasado están condenados a repetirlo».

Nuestro texto se dirige a los inversores, que es una figura claramente diferente de los especuladores, y nuestra primera tarea será aclarar y destacar estas diferencias, en la actualidad prácticamente olvidadas. Debemos afirmar desde el principio que éste no es un libro sobre «cómo ganar un millón». No hay formas seguras y fáciles de alcanzar la riqueza en los mercados de valores, ni en ningún otro sitio. No estaría mal reforzar la afirmación que acabamos de hacer con un poco de historia financiera, sobre todo si se tie-

ne en cuenta que se pueden extraer unas cuantas lecciones de dicha historia. En el culminante año 1929, John J. Raskob, una prominente figura tanto en Estados Unidos como en Wall Street, alabó las bondades del capitalismo en un artículo publicado en el *Ladies' Home Journal* titulado «Todo el mundo debería ser rico».* Su tesis era que con ahorrar únicamente 15 dólares al mes e invertirlos en buenas acciones ordinarias, reinvertiendo los dividendos, se podría obtener un patrimonio de 80.000 dólares en veinte años, habiendo aportado únicamente 3.600 dólares. Si el magnate de General Motors hubiese tenido razón, habría sido ciertamente una forma muy fácil de llegar a ser rico. ¿Hasta qué punto acertó? Nuestro cálculo aproximado, que se basa en una inversión en los treinta valores que componen el Dow Jones Industrial Average (DJIA), indica que si se hubiese seguido la prescripción de Raskob durante el período que va de 1929 a 1948, el patrimonio del inversor a principios de 1949 habría ascendido a unos 8.500 dólares. Es una cifra muy alejada de la promesa del prohombre de 80.000 dólares, e indica la poca confianza que se puede depositar en tales garantías y previsiones optimistas. Sin embargo, y como comentario marginal, debemos destacar que la rentabilidad realmente obtenida por esa operación a veinte años habría sido de más del 8% compuesto anual, y eso teniendo en cuenta que el inversor habría comenzado sus adquisiciones con el DJIA en un nivel de 300 y habría acabado con una valoración basada en el nivel de cierre a 1948 de 177. Esta marca podría considerarse un argumento convincente del principio de adquisiciones periódicas mensuales y de acciones ordinarias sólidas durante los buenos y los malos tiempos, un programa que se conoce como «promediar el coste en unidades monetarias».

Como nuestro libro no se dirige a los especuladores, no está destinado a los que operan en el mercado. La mayoría de estas personas se guían por gráficos u otros medios principalmente mecanicistas para determinar los momentos adecuados para comprar y vender. El único princi-