

JOHN TRAIN

DESCUBRE LAS TÉCNICAS Y LAS ESTRATEGIAS GANADORAS
DE LOS MEJORES INVERSORES DEL MUNDO

GRANDES MAESTROS, DE LA INVERSIÓN

TODO LO QUE SIEMPRE QUISISTE SABER SOBRE CÓMO OPERAN
WARREN BUFFETT, PHILIP FISHER, JOHN NEFF, ROBERT WILSON,
MARK LIGHTBOWN, PETER LYNCH, BENJAMIN GRAHAM,
MICHAEL STEINHARDT, RALPH WANGER, JIM ROGERS,
GEORGE SOROS, JOHN TEMPLETON,
Y OTROS GRANDES INVERSORES



DEUSTO

Grandes maestros de la inversión

Descubre las técnicas
y las estrategias ganadoras
de los mejores inversores del mundo

JOHN TRAIN

Traducción de Scheherezade Surià



EDICIONES DEUSTO

Título original: *Money Masters of our time*

© John Train, 2019

Publicado por acuerdo con HarperBusiness, un sello de HarperCollins Publishers

© de la traducción: Scheherezade Surià, 2019

© de esta edición: Centro de Libros PAPP, SLU.

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

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

ISBN: 978-84-234-3094-9

Depósito legal: B. 23.351-2019

Primera edición: noviembre de 2019

Preimpresión: pleka scp

Impreso por Romanyà Valls, S.A.

Impreso en España - *Printed in Spain*

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

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91.702.19.70 / 93.272.04.47.

Sumario

Introducción	11
1. T. Rowe Price. El señor valor de crecimiento.	15
2. Warren Buffett. La participación en un negocio	34
3. John Templeton. En busca de muchos mercados	87
4. Richard Rainwater. Provocar los cambios	103
5. Paul Cabot. Todos los malditos datos.	124
6. Philip Fisher. A la última.	137
7. Benjamin Graham. Cuantificar y cuantificar.	158
8. Mark Lightbown. Conocimiento de primera mano	182
9. John Neff. Cazador sistemático de gangas	204
10. Julian Robertson. La abeja reina	220
11. Jim Rogers. En la lejanía	240
12. George Soros. Macrojuegos	267
13. Philip Carret. Piensa en pequeño	304
14. Michael Steinhardt. Negociante estratégico	316
15. Ralph Wanger. Cebras y otras pequeñas metáforas	339

16. Robert Wilson. Sin red.	361
17. Peter Lynch. La persecución implacable.	380
18. Las lecciones de los maestros.	415
Epílogo. Midas	446

APÉNDICES

Apéndice I. Buffett sobre los bonos.	448
Apéndice II. Bienvenidos al observatorio Buffett.	464
Apéndice III. Tiger – Bancos japoneses	467
Apéndice IV. Informe de exposición de los fondos Tiger.	476
Apéndice V. Hoja de inversiones de James Rogers	478
Apéndice VI. Índice de la bolsa de Botsuana	486
Apéndice VII. El círculo imperial de Soros	487
Apéndice VIII. Quantum Fund	488
Apéndice IX. Perspectiva general del pensamiento no lineal en la economía financiera	490
Apéndice X. Información privilegiada sobre el rey de la inversión.	492
Apéndice XI. Cuatro valores de crecimiento	495
Apéndice XII. Rentabilidad del mercado durante la década de los ochenta	499
Apéndice XIII. El efecto de la rotación	500

T. Rowe Price

El señor valor de crecimiento

La gran explosión alcista de los años noventa del siglo pasado moldeó un mercado ideal para T. Rowe Price. Todo el mundo se hizo rico, pero hubo quien se hizo rico a lo grande: aquellos que detectaron los valores en crecimiento más candentes (Microsoft, Intel, Cisco, AOL, etcétera) y los llevaron a la gloria. Estos inversores a menudo multiplicaron por diez su capital, y en ocasiones incluso lo centuplicaron. La mayor parte de inversores que dejaron pasar tamaña oportunidad se inhibieron debido a que eran incapaces de evaluar adecuadamente dichas empresas y tenían la impresión de que debían comprender a fondo cualquier valor en el que fueran a arriesgar su capital.

¿Cómo era posible tomar la decisión de subirse al carro basándose en la comprensión imperfecta que la mayoría poseemos del mundo de la alta tecnología? Este capítulo describe la técnica precisa para hacerlo.

El punto clave que era necesario determinar era que el software informático, internet, la biotecnología, las comunicaciones y el resto del paisaje de la alta tecnología eran cosas reales y estaban en auge. De hecho, estaban cambiando el mundo. En otras palabras, había que identificar que se trataba de una gran oportunidad de crecimiento. ¡No era muy difícil darse cuenta! Sin

embargo, lo que la técnica Price describe es la parte más difícil del asunto: cómo participar. Veámosla.

Como Benjamin Graham, Price, fallecido en 1983, dio nombre a toda una teoría de inversión. Hubo un tiempo en el que en Wall Street se escuchaba tan a menudo hablar del «enfoque T. Rowe Price» como de «una auténtica estrategia Ben Graham», la ortodoxia imperante antes de la llegada de Price. El pensamiento de Price, orientado hacia el crecimiento, fue imponiéndose gradualmente al estilo basado en el «valor» sistematizado por Graham. De hecho, es probable que Price popularizara el término *valor de crecimiento*. Price acumuló un enorme fondo común de capital: si bien ya era sustancial cuando él estaba al mando, T. Rowe Price Associates, Inc., la empresa que fundó en Baltimore, llegó a convertirse en una de las mayores del país, aunque finalmente se desmarcase de las ideas de su fundador. Lo que veremos a continuación es la descripción de la filosofía personal de Price, que desarrolló a lo largo de los años en los que dirigió personalmente su empresa.

En síntesis, su tesis principal era que la mejor esperanza de un inversor para obtener buenos resultados radicaba en buscar «campos abonados para el crecimiento» y aferrarse a esos valores durante períodos de tiempo dilatados. Él definía una empresa de crecimiento como aquella que muestra «un aumento de ganancias a largo plazo, *que alcanza un nuevo máximo de valor por acción al término de cada gran ciclo de negocio exitoso* y que *da muestras de alcanzar nuevos máximos de beneficios al término de futuros ciclos de negocio*». (Sin embargo, puede tener beneficios a la baja *dentro* de un ciclo de negocio.) Durante mucho tiempo, Coca-Cola (que se convirtió en el principal valor de Warren Buffett con mucha diferencia) fue exactamente ese tipo de empresa, como también lo fueron Merck, Walmart y Texas Instruments.

Price sostenía que, dado que tanto las industrias como las corporaciones poseen ciclos vitales, *el momento más rentable y menos arriesgado para poseer acciones es el correspondiente a las primeras etapas de crecimiento*. Una vez una empresa ha alcanzado su madurez, las oportunidades para el inversor disminuyen y el riesgo aumenta. Su éxito al diseñar y aplicar este

enfoque le convirtieron en uno de los inversores más famosos de su época.

Llegado de Glyndon, Maryland, que por entonces era un lugar de veraneo para los habitantes de Baltimore, Price era un hombre corpulento, de mirada triste y con un bigote oscuro que coronaba una sonrisa astuta, cansada y algo siniestra. Su padre era un médico rural.

La inversión era su vida, y, como la mayor parte de los grandes inversores (y de los grandes artistas o profesionales de cualquier ámbito), Rowe Price se abandonaba al trabajo; su principal objetivo siempre era lograr la mayor rentabilidad, y no cobrarse presas para sí mismo. Así pues, era un buen profesional: el cliente siempre iba primero. Como le gustaba decir, «si ofrecemos buenos resultados al cliente, nos cuidará». Ansiaba alcanzar la inmortalidad en los libros de historia. Para contribuir a dar forma a su propio monumento, siempre vigilaba muy de cerca lo que la prensa decía sobre él, y más tarde, mucho después de retirarse de su empresa, empezó a escribir artículos sobre sus ideas de inversión para crear un nuevo registro de rendimiento.

Ya octogenario, Price seguía levantándose a las cinco de la madrugada. Era extremadamente disciplinado y organizado, contaba con una agenda diaria cuyos puntos siempre ejecutaba en orden y jamás realizaba actividad alguna que no estuviera incorporada en la lista. Por motivos similares, si compraba un valor a 20, también vendía algunos a 40, por ejemplo, y lo hacía aunque la situación hubiera cambiado a mejor. Si había decidido comprar una mayor participación a 13, lo hacía aunque las noticias que llegaban de la empresa en cuestión fueran desalentadoras.

Un asociado lo recuerda como un hombre «asombrosamente talentoso, irascible y egocéntrico». Era «el señor Price» para casi todo el mundo, y no se subía a ningún barco si no era para ser su capitán. Era una persona que podía decir: «Cometo muchos errores... No soy muy brillante», pero a la vez, todo el mundo que trabajaba para él tenía que hacer siempre exactamente lo que él ordenaba. Como detestaba la idea de delegar responsabilidades, habría sido un pésimo director industrial.

Para ser un gran inversor, uno debe ir siempre a la contra y ser un solitario, pero es prácticamente imposible que un solitario consiga crear una organización autosuficiente. Generalmente, el solitario con una gran fuerza de voluntad cuenta con unos seguidores más débiles, lo que le obliga bien a vender su empresa a terceros para obtener un valor del capital que compense sus esfuerzos (opción que deja a sus clientes a merced del comprador) o bien, con gran agitación, venderla a sus propios seguidores. Price se decantó por la segunda opción, a pesar de que no escondía sus temores de que sus seguidores no estuvieran preparados para sucederlo. La mejor esperanza para cualquier empresa es disponer de un sucesor talentoso que ronde la treintena cuando el fundador de sesenta y cinco años esté a punto de jubilarse. De este modo, el fundador no sentirá celos de un hombre mucho más joven que él, dado que no lo verá como un hijo y rival desde el punto de vista psicológico, sino como un nieto.

T. Rowe Price Associates disponía de un volumen de activos relativamente pequeño a su cargo hasta la vejez de Price. A principios de los años cincuenta del siglo pasado, las carteras de valores que gestionaba la empresa apenas totalizaban unos cientos de millones de dólares, y en 1966, cuando Price se acercaba a los setenta años, la empresa gestionaba valores por un importe aproximado de 1.500 millones de dólares, mientras que un buen número de empresas de asesoría financiera fundadas por aquel entonces multiplicaban varias veces su volumen. Price no creía que su empresa pudiera expandirse tras su jubilación. Al vender la empresa a sus asociados, éstos le ofrecieron un acuerdo que le permitiría participar durante cinco años en el crecimiento de la empresa, pero lo rechazó, sólo para ver cómo se cuadruplicaban las carteras de valores a cargo del sello durante ese período.

La empresa gozó de dos extraordinarios golpes de suerte tras la jubilación de Price. En primer lugar, las empresas de crecimiento más pequeñas se hicieron muy populares entre los inversores, lo cual proporcionó seis años de gloria al Growth Stock Fund (Fondo de Valores de Crecimiento) y todavía más al New Horizons Fund (Fondo de Nuevos Horizontes). Además, el mercado en auge de la gestión de fondos de pensiones encaminó a

los gestores de esos fondos hacia las empresas financieras con mejores resultados recientes. En aquella época, Charles Shaeffer, sucesor de Price en la presidencia de la empresa, era un vendedor de primera categoría, y la empresa consiguió una enorme cantidad de nuevos negocios, lo que le permitió cabalgar el *boom* de crecimiento de aquel ciclo hasta la misma cima. (Más tarde, también experimentó el camino de bajada de ese mismo ciclo.)

Visto en perspectiva, se puede comprobar que existía un cierto conflicto de intereses entre la empresa y los clientes que le entregaron capital para que lo gestionase basándose en sus resultados. Probablemente, debería haber anunciado (como hizo Price personalmente, ya retirado) que la fiebre del crecimiento se estaba explotando en exceso, haber adoptado un enfoque equilibrado y haberse negado a trabajar con inversores que buscasen una gestión orientada exclusivamente al crecimiento.

Price publicó los valores auditados y las cifras de rendimiento de una «cartera de valores de crecimiento modelo», que consistía en la cartera de valores de dos cuentas familiares, una iniciada en 1934 y otra en 1937, desde el momento de su creación hasta 1972.

Los importes implicados inicialmente eran modestos, y se omitieron los bonos y el dinero en efectivo. En otras palabras, se trataba de una demostración de selección de acciones, no de gestión de una cartera de valores. Dicho esto, el rendimiento de la inversión era asombroso. Una inversión de mil dólares en acciones en 1934, con dividendos reinvertidos y sin incluir impuestos, se habría convertido en 271.201 dólares llegado el 31 de diciembre de 1972. Sin embargo, de haberse llevado a cabo al final de la segunda guerra mundial, la inversión sólo habría producido la mitad de beneficios, aproximadamente. El valor de mercado, si se ignoraban los dividendos, se multiplicó aproximadamente por veinte entre 1950 y 1972, pero sólo se cuadruplicó entre 1958 y 1972.

Algunas adquisiciones de valores en concreto funcionaron de perlas. Por ejemplo, a finales de 1972, las acciones de Black & Decker, que habían estado en su cartera durante treinta y cinco años, habían subido de 1 $\frac{1}{4}$ a 108; las de Honeywell, que habían

gestionado durante treinta y cuatro años, habían pasado de $3 \frac{3}{4}$ a 138; las de 3M, durante treinta y tres años, de $\frac{1}{2}$ a $85 \frac{5}{8}$; las de Square D, también durante treinta y tres años, de $\frac{3}{4}$ a $36 \frac{7}{8}$, y las de Merk, durante treinta y dos años, de $\frac{3}{8}$ a $89 \frac{1}{8}$.

Evidentemente, un inversor contribuyente que encuentra valores que puede conservar durante la mayor parte de su vida disfruta de una notable ventaja respecto a quien compra y vende a intervalos más cortos, ya que pospone indefinidamente los impuestos sobre ganancias de capital y puede disponer del dinero que de otro modo habría gastado en pagar impuestos, además de ahorrarse gastos de correduría. Gracias al interés compuesto, su resultado tras impuestos será enormemente superior al obtenido por un inversor igual de bueno que él que deba pagar impuestos sobre ganancias de capital y comisiones de correduría durante el trayecto.

Cobré plena consciencia de esta diferencia en la década de los años cincuenta, cuando estaba asociado con la empresa de consultoría financiera que gestionaba el fondo común de inversiones con mejores resultados de la década de los aproximadamente doscientos fondos que existían en ese momento. También poseía uno de los mayores índices de rotación de cartera. El segundo fondo con mejor rendimiento era el Fondo de Valores de Crecimiento de T. Rowe Price. Pasado un tiempo, me percaté de que el fondo de Price, que presentaba uno de los índices de rotación de cartera más bajos, ofrecía mayores beneficios a la mayoría de sus accionistas tras pagar impuestos. Además, el sistema no precisaba de un genio al mando. El señor Price era un hombre sensato, astuto y sobradamente experimentado con una férrea disciplina y una admirable fuerza de voluntad, pero no presumía de ser un prodigio. Muy al contrario, uno de los méritos que atribuía a su enfoque era que incluso un neófito sería capaz de aplicarlo con éxito.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, llegué a la conclusión de que, en el mundo real, un enfoque inversor basado en la búsqueda de una empresa excepcional con la idea de conservar la participación en ella durante un largo período de tiempo debería ser mejor opción para cualquier inversor experimentado y compe-

tente, pero sin un talento deslumbrante, que un enfoque basado en la compraventa rápida. El enfoque a largo plazo no le exigiría conocer tantos detalles ni tomar tantas decisiones difíciles.

«Incluso un inversor aficionado que carece de formación y de tiempo para gestionar sus inversiones puede tener un éxito razonable si *escoge las empresas mejor gestionadas en campos abonados para el crecimiento*, compra acciones de las mismas y las retiene hasta que sea obvio que *ya no se ajustan a la definición de un valor de crecimiento*», declaró Price.

Criterios

¿Puede realmente un inversor aficionado hacer algo así? Veamos algunas de las características que Price atribuía a las compañías de crecimiento:

1. *Una investigación excelente* para desarrollar productos y mercados.
2. *Ausencia de una competencia encarnizada.*
3. *Inmunidad relativa ante la legislación gubernamental.*
4. *Costes laborales bajos, pero empleados bien remunerados.*
5. *Una rentabilidad de la inversión mínima del 10 por ciento, alto margen de beneficio sostenido y un aumento superior del beneficio por acción.*

Según Price, el inversor precisa experiencia y buen juicio para identificar este tipo de valores, y debe tener en cuenta los factores sociales y políticos que puedan influir en su inversión, además de los puramente económicos. En mi opinión, un inversor no profesional diligente y experimentado es perfectamente capaz de tener presentes estos elementos.

Price sostenía que hay dos factores clave para capitalizar esos «campos abonados para el crecimiento»: identificar una industria que *todavía goza de su fase de crecimiento* y optar por *la empresa (o empresas) que resulte más prometedora dentro de esa industria.*

Los indicadores más fiables de que una industria se encuentra en crecimiento son el *volumen de ventas en unidades* (no en dólares) y las *ganancias netas*. Ambos criterios le habrían llevado hacia los valores relacionados con el software informático e internet en los años noventa, pero le habrían alejado de las empresas sin beneficios. A menudo, la mejor estrategia para participar en estos sectores en crecimiento consiste en no hacerse con los proveedores de servicios, sino con empresas —como Cisco, Intel y Microsoft— *que fabrican cosas que a su vez deben adquirir las compañías que ofrecen esos servicios*; es decir, no ir a cribar oro, sino vender las bateas para hacerlo. También hay que supervisar con atención la *rentabilidad de la inversión*. Para que un sector sea atractivo, debería estar mejorando *tanto en el apartado del volumen de venta en unidades como en el de los beneficios netos*. Frecuentemente se publican abundantes estudios que detallan qué industrias están experimentando un crecimiento más rápido. Los inversores suelen estar al tanto de las más candentes, pero a menudo no se percatan de que están madurando.

Price señala que cuando una industria por fin comienza a madurar y a ir cuesta abajo, es posible que lo haga «apalancándose» y que arrastre los beneficios cuesta abajo más rápido aún que el volumen de venta en unidades. Al principio de su carrera, identificó correctamente que la industria de las vías férreas era un sector que estaba madurando: las toneladas-kilómetro habían empezado a entrar en declive a pesar de que el negocio mejoraba, y la tendencia se mantuvo. Como los gastos fijos no se abarataron en la misma medida, los beneficios cayeron drásticamente.

Price no tuvo dificultad alguna en percibir que, debido al creciente control gubernamental, era probable que las empresas de utilidad pública se convirtiesen en inversiones insatisfactorias. Ya antes de la segunda guerra mundial, identificó con acierto las mejores perspectivas de la aviación, los motores diésel, el aire acondicionado, los plásticos y la televisión frente, por ejemplo, a los sectores del automóvil y el acero, que estaban madurando.

Un sector viejo que experimenta un nuevo crecimiento, ya sea por la aparición de nuevos productos o porque se dan nuevos usos a los ya existentes, también puede ser atractivo para la in-

versión: nuevos productos de crecimiento han transformado el equipamiento de oficina, los químicos especializados y el sector de la perforación petrolífera, y han insuflado una nueva vida a sus acciones.

¿Cómo se encuentra a las mejores empresas dentro de un sector atractivo? Deben haber *demostrado* sus características superiores, ya sea presentando tanto un aumento del volumen de ventas en unidades como de los beneficios al término de la fase descendente de un ciclo de negocio («crecimiento estable») o exhibiendo un aumento de los beneficios tanto cuando se comparan las fases de auge de cada ciclo como cuando se comparan las fases descendentes («crecimiento cíclico»). Una vez damos con una empresa de este tipo, hay que estudiar hacia dónde va e intentar determinar si será capaz de defender su superioridad.

Algunas de las cualidades que pueden contribuir a este punto son:

1. *Dirección superior.*
2. *Investigación excelente.*
3. *Patentes.*
4. *Fortaleza financiera.*
5. *Ubicación favorable* (donde sea aplicable).

Sólo se puede determinar que una empresa es probablemente de crecimiento si persisten estos factores.

Cuando el crecimiento se convierte en decadencia, generalmente puede atribuirse a la erosión de las antiguas ventajas. Por ejemplo:

1. *La dirección puede cambiar a peor.*
2. *Los mercados se pueden saturar.*
3. *Las patentes pueden expirar* o quedar obsoletas debido a nuevos inventos.
4. *La competencia se puede intensificar.*
5. *El entorno legislativo y legal se puede deteriorar.*
6. *Podrían aumentar los costes laborales y de materias primas.*

Estos cambios adversos se reflejarán en comparaciones desfavorables en *ventas unitarias, márgenes de beneficio y rendimiento de capital*. Estos indicadores advierten al inversor de crecimiento de que ha llegado el momento de pasar página.

Price *no creía en las predicciones específicas* del futuro de una empresa. «Nadie es capaz de predecir cómo será el futuro dentro de tres años, y mucho menos dentro de cinco o diez —declaró—. En doce meses, la competencia, los nuevos inventos y todo tipo de factores pueden alterar la situación», aseguraba. Por consiguiente, los «modelos de valoración» —modelos populares en Wall Street que proyectan los futuros beneficios año a año, aplican un factor de descuento y arrojan un precio teórico actual que se debe comparar con el precio de mercado— son altamente sospechosos. Según Price, deberíamos limitarnos a *ser fieles a las mejores empresas en las industrias de mayor crecimiento mientras se prolongue su progresión*. No te decantes por un enfoque matemático preciso que crea una falsa certidumbre acerca de lo que ocurrirá en un futuro imprevisible.²

Ésta fue la estrategia que dio con algunos de los grandes valores de supercrecimiento de los años noventa en los sectores del software, el comercio electrónico, la biogenética y las telecomunicaciones. Nada de hojas de cálculo o proyecciones, sólo había que *comprar a los líderes*.

Price jamás llevó el razonamiento a su conclusión lógica comparando países tal como hacía con los sectores y las empresas. Durante años, mientras Price seguía en activo, la economía japonesa ofreció maravillosas oportunidades de inversión, debido a la extraordinaria productividad de los propios japoneses, pero también al hecho de que los inversores extranjeros habían olvidado el mercado japonés. Algunas de las mayores empresas

2. Me gusta ilustrar este punto con un ejemplo modesto: ¿cuáles serán los ingresos de un taxista de Nueva York dentro de quince años? Podría intentar calcularlo prediciendo la inflación, el PIB, el crecimiento demográfico, el precio de la gasolina y de los automóviles y docenas de factores más, pero no serviría de nada. Lo único que puede saber es que, si trabaja duro, el taxista ganará un salario muy modesto.

del mundo languidecían con unos beneficios que se triplicaban o cuadruplicaban, a pesar de que no dejaban de hacerse más grandes y más fuertes. Sin embargo, Price razonaba que a él ya le iban lo bastante bien las cosas y que lo más conveniente era limitarse a lo que conocía mejor.

Al plantearse una inversión, a Price le gustaba preguntarse: «¿Qué rendimiento obtiene el inversor del capital que invierte?». Si se adquiere un valor a un ratio precio-beneficio (PER) elevada —40, por ejemplo—, se consigue una «ratio de rentabilidad de beneficios» de tan sólo el 2,5 por ciento de *nuestro* capital, independientemente del beneficio que la empresa pueda conseguir sobre *su* capital social. Además, nuestra rentabilidad por dividendo en este escenario probablemente no superará el 1 por ciento. Evidentemente, siempre albergamos la esperanza de que esas cifras suban, pero será necesario un período de tiempo muy, pero que muy largo para que esos dividendos totalicen la misma rentabilidad que habría generado poseer bonos al 9 por ciento, por ejemplo.

La baja rentabilidad de los valores de crecimiento adquiridos a un PER muy elevado se agrava especialmente en los períodos en los que los bonos ofrecen unas condiciones atractivas y se convierten en una buena alternativa, como Price destacó en un folleto titulado *Principios de la valoración de los valores de crecimiento*.

Puntos de compra

Price proponía un plan específico para adquirir cualquier valor, que el inversor debía *anotar y respetar a rajatabla*. Cuenta con dos partes: *fixar un precio* y posteriormente *comprar (y vender) a escala*.

A. Valoración

Como cabría esperar, Price enfatizaba la importancia del enfoque basado en el PER a la hora de valorar las acciones, por encima de la evaluación de los activos duros (aunque en un mo-

mento tardío de su carrera se interesó mucho por los recursos naturales).

Varios factores nos pueden ayudar a determinar el ratio de beneficio que deberíamos estar dispuestos a pagar:

1. Por encima de todo, *un registro del crecimiento de los beneficios*. Sin embargo, no deberíamos proyectar el rápido aumento de la fase dinámica de un valor de crecimiento a demasiados años vista.
2. El mejor momento para adquirir acciones es cuando los valores de crecimiento, sobre todo aquellos en los que estamos interesados, *no están de moda*.
3. Los «*blue chips*» *con un historial de aumentos de dividendos merecen el pago de un ratio más elevado que los valores secundarios sin crecimiento de los dividendos*.
4. *Los valores de crecimiento estables valen más que los valores cíclicos sujetos al devenir de los ciclos de negocio y, por supuesto, los cíclicos valen un ratio mayor de sus beneficios de recesión que de sus beneficios de auge*.
5. *Deberíamos pagar un menor ratio de beneficios por los valores de crecimiento cuando haya disponibles bonos con alto rendimiento*.
6. Análogamente, cuando el nivel general del precio de las acciones sea tan bajo que arrojen un rendimiento del 5 por ciento o más, deberíamos pagar un PER menor por los valores de crecimiento que cuando el precio de los valores en general es lo bastante elevado para ofrecer rendimientos del 2 o 3 por ciento, o menos. En otras palabras, *el «rendimiento total» de los valores de crecimiento debe competir con el que ofrecen los bonos o los valores en general*.

En la práctica, Price parecía fijar el PER adecuado para un valor de crecimiento apetecible observando los ratios más elevados y más bajos de los últimos ciclos de mercado y estableciendo el PER objetivo en torno a *un tercio por encima del PER más bajo que alcanzó el valor durante ese período*.

B. Compra a escala

Los ejemplos de Price indican que *cuando un valor caía hasta alcanzar su precio objetivo, comenzaba a comprar con bastante entusiasmo*, pero sin entrar a «pescar gangas» porque claramente pensaba que no compensaban el riesgo. Si un valor se situaba muy por debajo del precio inicial que había pagado por él, compraba cierta cantidad cerca de su precio mínimo, pero en general no compraba muy por debajo del precio objetivo que se había fijado al principio.

Venta

Price insistía en que debemos ser capaces de determinar el momento en el que el crecimiento de los beneficios de una empresa se aproxima a su fin. No decía cómo hacerlo, pero sí advertía acerca de algunos cambios y trampas que convenía detectar:

1. *Cuidado con el declive del rendimiento del capital invertido.* A menudo supone una advertencia de que la compañía ha alcanzado la madurez.
2. *Las recesiones crean un escenario confuso* que dificulta el análisis de los resultados de una empresa en concreto. Puede que sus beneficios decaigan porque aunque su potencial de crecimiento permanece intacto, las condiciones la están lastrando o, por el contrario, puede que su crecimiento realmente haya alcanzado su pico, un detalle que puede pasarnos por alto en el clima general de descenso del negocio.
3. *Algunos sectores*, como el de los bienes inmuebles y los seguros de incendios y accidentes, *tienen sus propios ciclos* que actúan independientemente del ciclo de negocios general, lo cual puede confundir el panorama todavía más.

Venta a escala

Cuando Price decidía vender o reducir su participación en un valor concreto dentro de un mercado alcista, *esperaba hasta que hubiera subido un 30 por ciento por encima de su precio máximo de compra*. En ese momento, vendía el 10 por ciento de su posición y posteriormente vendía un 10 por ciento adicional cada vez que su precio ascendía otro 10 por ciento.

Sin embargo, se deshacía de un valor que pensaba vender a escala *si el mercado alcista alcanzaba su pico, si el valor parecía estar colapsando o si llegaban malas noticias de la empresa*.

El precio marca un nuevo rumbo

En 1965, Price llevaba treinta años abogando por los valores de crecimiento. Al principio, había sido prácticamente el único que reconocía los méritos de cara a la inversión de las empresas cuyos beneficios crecían entre un ciclo de negocios y el siguiente. Progresivamente, fue atrayendo a tal cantidad de seguidores y formó una empresa tan grande que no sólo su método pasó a denominarse el «enfoque T. Rowe Price», sino que, además, muchos de sus valores favoritos (Black & Decker, Emory Air Freight, Avon Products, Rollins y Fleetwood, por ejemplo) se conocían como «valores T. Rowe Price». Y aun así, en algunos casos, dichos valores subieron demasiado y sus beneficios se multiplicaron entre cincuenta y setenta veces.

Esta subida motivó que Price anunciase finalmente que había llegado el momento de cambiar, y en el transcurso de varios años publicó una serie de informes que resumió en el panfleto *The New Era for Investors*. El texto causó un gran revuelo entre la comunidad inversora, que no afectó tanto a quienes lo leyeron, dado que su razonamiento es de lo más persuasivo, como a quienes simplemente oyeron hablar de él. ¡T. Rowe Price aconseja alejarse de los «valores T. Rowe Price»! ¿Qué será lo próximo?

Price acababa de decidir que no quedaban muchas gangas disponibles entre el tipo de valores que deseaba adquirir. Su

objetivo era que los valores doblasen sus ingresos y su valor de mercado en un plazo de diez años (o menos si la inflación era alta), pero no es una meta sencilla si tus beneficios ya se han multiplicado por cuarenta o por cincuenta. ¿Y si algo va mal? Además, ¿qué esperanza hay de que esos multiplicadores sigan aplicándose a esos valores al término del período?

Price había llegado a la conclusión de que, debido al entusiasmo motivado por un crecimiento que podría no llegar a producirse, los inversores pasaban por alto los activos de recursos naturales. Por este motivo, formuló lo que denominó el enfoque de su «nueva era», que consistía en complementar los valores de crecimiento con la adquisición de activos presumiblemente resistentes a la inflación: bienes inmuebles, recursos naturales, oro y plata.

Redujo sus inversiones en valores de crecimiento y distribuyó una buena parte del capital de su familia, incluyendo el que obtuvo por la venta de su empresa, más o menos equitativamente entre bonos y valores, y se decantó especialmente por los valores incluidos entre los de su «nueva era», sobre todo valores auríferos.

Diez años más tarde, todas estas inversiones arrojaban unos beneficios cuantiosos, a diferencia de lo que sucedía con el resto del mercado y, sobre todo, a diferencia de lo que ocurría con los valores de crecimiento.

Price contra Price

Para profundo malestar de Price, sus sucesores al frente de su empresa se dedicaron de inmediato a jugar con las viejas reglas, invirtiendo el capital que les confiaban en el mismo tipo de valores, por lo visto casi sin atender a la cantidad que pagaban por un dólar de beneficios o dividendos. (De hecho, recuerdo a un inversor entusiasta, cercano a la compañía, diciéndome que comprar los valores con el ratio precio-beneficio más elevado no podía ser más que *la mejor opción*, dado que cuando los beneficios aumentaban —como iban a hacer sin duda, ya que ése era el motivo por el que uno decidía participar en ellos—, esos valores eran los

que iban a crecer con más seguridad, puesto que eran los que gozaban del mayor grado de aceptación institucional. Además, claro está, el impacto de cada dólar de incremento de beneficios es mayor si el mercado capitaliza esas ganancias con un multiplicador de cincuenta en lugar de con un multiplicador de diez.)

Hoy día reconocemos este razonamiento como la típica racionalización estúpida infundida por el instinto de rebaño, pero así fue como ocurrió.

En 1974, los temores de Price se hicieron realidad. Los valores de crecimiento sufrieron una catástrofe y la cotización de muchos de ellos se desplomó entre un 70 y un 80 por ciento respecto a su antigua cotización máxima. Una parte de la niña de los ojos de Price, su New Horizons Fund, perdió el 42 por ciento de su valor liquidativo por participación en 1973, y un 39 por ciento más en 1974. El total del fondo menguó de los 511 millones de dólares iniciales a los 203 millones de dólares en el transcurso de esos dos años, debido a que el declive del mercado impulsó una oleada de amortizaciones.

Casi se podría decir que la empresa de Price había estado predestinada a navegar el mercado bajista de 1974 hasta despeñarse por las cataratas. Los sucesores de Price deberían haber tenido el valor de abandonar una partida que iban ganando en su período de mayor éxito. Para la empresa, resultaba enormemente gratificante que clientes importantes les suplicasen que gestionaran su dinero. Rechazarlos no habría sido una reacción natural y también habría supuesto repudiar los principios de la empresa al tener, por ejemplo, que vender buena parte de sus valores, una acción que habría supuesto correr el riesgo de que su precio se derrumbara en cuanto se corriese la voz. También habría implicado llevar a cabo una reestructuración del departamento de investigación de la empresa, que se centraba en el análisis de los valores de crecimiento, una operación comparable a cerrar un exitoso restaurante francés para reabrirlo como un restaurante especializado en *sushi*: teóricamente posible, pero sumamente improbable. Por último, todo el mundo estaba demasiado ocupado cerrando nuevos negocios para preocuparse por lo que deparaba el futuro. Valores como los de Avon crecían

entre un 1 y un 2 por ciento mensual. Price Associates los compraba y Morgan Guaranty se hacía con ellos. El precio seguía subiendo. U. S. Trust y otros bancos y fondos comunes de inversiones se subieron al carro. Aquello disparó su precio todavía más. Bancos suizos privados asesorados por los mismos agentes se apuntaron a la fiesta. Otros gestores de fondos de inversión y de fondos de cobertura también se sumaron a la tendencia. Como la situación favorecía que la compra original pareciera una operación muy inteligente, Price Associates compraba más y el ciclo continuaba. Lo más satisfactorio de todo era que los precios en aumento motivaban unas cifras de rentabilidad fantásticas, lo cual suponía un aumento del número de clientes y unas comisiones más elevadas.

Cuando los valores de crecimiento cayeron en desgracia en 1974, la misma denominación de «valor de crecimiento» pasó a ser tabú en Wall Street. Las mismas organizaciones que habían comprado participaciones de Avon en 1973 considerándolas un valor «prometedor» a 130 dólares (cincuenta y cinco veces su beneficio), se desprendieron de ellas en masa en 1974 a 25 dólares (trece veces su beneficio), hasta que, a finales de 1974, el proceso se había intensificado tanto que el propio Price consideró que volvía a ser seguro comprar valores de crecimiento, aunque no necesariamente los mismos. A pesar de que su precio de mercado se había desplomado, el ciclo vital de muchos de ellos había avanzado notablemente hacia su madurez, por lo que ofrecían menos potencial.

Por todo ello, Price cambió nuevamente la orientación de su cartera de inversiones personal. Dividió sus participaciones en tres categorías de valores: los «valores de crecimiento del futuro», es decir, empresas que consideraba que se encontraban en un punto temprano de su ciclo vital; empresas de crecimiento más antiguas y experimentadas, con unas perspectivas dinámicas menores pero cuyo precio había caído por debajo de lo que él consideraba que valían en realidad; y una mezcla heterogénea de empresas, sobre todo dedicadas a los recursos naturales, como el oro, la plata y otros, y cuyo precio había caído a lo que él denominaba un «precio de quiebra».

Hacia finales de 1977, Price se sentía tan afectado por la confusión existente en la opinión pública entre su filosofía personal de inversión, que aunque estaba orientada al crecimiento, se basaba en adquirir exclusivamente valores con proyección de futuro, y la de su antigua empresa, que consideraba que se había limitado a seguir una versión simplificada de sus ideas, que concedió una serie de entrevistas y realizó varias declaraciones con el objetivo de dejar claro que «Price Associates y Rowe Price son tan distintos como la noche y el día».³

Tras el espectáculo que ofrecían los insultos que caballeros ancianos indignados dedicaron a sus sucesores, subyace una nota de humor melancólico. En cierto modo, la situación recuerda a la de otro sureño célebre, el coronel «Kentucky Fried Chicken» Sanders, que denunciaba la «maldita bazofia» en la que se había convertido su especialidad tras vender su empresa.

En cualquier caso, Price tenía razón. Entre 1973 y 1974, cuando estalló la burbuja de los valores de crecimiento, su empresa gestionaba tal cantidad de dinero que es muy probable que la empresa (no el propio Price) perdiera más dólares de sus clientes de los que previamente había ganado para ellos, dado que en su período de esplendor previo era mucho más pequeña. Visto en retrospectiva, cuesta imaginar a todos esos gestores de capital inteligentes, formados y experimentados, no sólo de Price Associates, sino también de Morgan Guaranty, de United States Trust Company y de muchas otras firmas reputadas, reteniendo alegremente e incluso adquiriendo una mayor cantidad de aquellos valores de crecimiento prometedores y tan de moda a unos precios que no podían justificarse ni siquiera aunque las empresas alcanzaran todos los objetivos que uno podía soñar e incluso más. Lo más triste es que algunos de los seguidores de Price que compraron sus valores cuando su precio rozaba el máximo los vendieron a la desesperada después de que el precio se desplo-

3. La empresa en sí no sufrió tanto como sus clientes. Los fondos de pensiones se mantuvieron firmes gracias a que sus clientes añadieron más capital, y la empresa creó fondos de renta fija que gozaron de una gran popularidad. En años posteriores, la empresa se estabilizó y creció inmensamente.

mase hasta una cuarta parte del original, y abandonaron la idea del crecimiento justo cuando estaba a punto de volver a ser rentable. No es difícil imaginar por qué Price quería mantenerse al margen de todo ello.

¿Cómo podría Price haber evitado la catástrofe? Sólo se me ocurren dos formas. Tras elaborar su doctrina del crecimiento, podría haber introducido en su empresa un enfoque básicamente flexible y pragmático, incidiendo en todo momento en el sentido común, el realismo y la flexibilidad como las mayores virtudes de cara a la inversión. Probablemente, el equipo debería haber reducido sus participaciones en cuanto los precios del sector de crecimiento alcanzaron unos niveles catastróficos. Alternativamente, podría haber encontrado y formado a un sucesor digno, otro gran inversor que creciese a su lado y terminase heredando su autoridad; un personaje con la sabiduría y la fuerza necesarias para cambiar de rumbo drásticamente cuando fuese necesario. Sin embargo, como la idiosincrasia de Price no permitía nada semejante, no era una opción viable.

El gran mercado alcista de los años noventa habría supuesto un entorno ideal para Price. Sin embargo, en el año 2000, mientras escribo estas líneas, ciertos sectores del mercado muestran unas exageraciones extremas que recuerdan al período de 1973 a quienes lo vivieron: Price identificó el momento en el que los valores que un día habían parecido irresistiblemente atractivos dejaron de serlo y actuó en consecuencia. ¿Haría lo mismo hoy día? Creo que sí.