

El inversor y las fluctuaciones de mercado

En la medida en la que los fondos del inversor estén colocados en obligaciones de gran categoría con vencimiento a un plazo relativamente corto, por ejemplo, siete años o menos, dichos fondos no se verán especialmente afectados por los cambios en los precios de mercado y no será necesario que el inversor los tenga en cuenta. (Esto también es aplicable a los bonos de ahorro de Estados Unidos que tenga en cartera, que siempre se pueden liquidar a su precio de coste o a un precio superior). Las obligaciones a más largo plazo que tenga pueden experimentar unas variaciones de precios relativamente grandes durante sus ciclos vitales, y es prácticamente indudable que su cartera de acciones ordinarias fluctuará en valor durante cualquier período que dure varios años.

El inversor debería ser consciente de estas posibilidades y debería estar preparado para ellas tanto desde un punto de vista financiero como psicológico. Querrá aprovecharse de los beneficios que pueda obtener como consecuencia de los cambios en los niveles de mercado, lo que casi siempre se producirá mediante incrementos de valor de sus carteras de acciones a medida que pase el tiempo, y es posible que también mediante la realización de compras y ventas a precios ventajosos. Que sienta este interés es inevitable, y absolutamente legítimo. No obstante, dicho interés entraña el indudable peligro de que acabe cayendo en actitudes y actividades especulativas. Para nosotros es fácil recomendarle que no especule; lo difícil es que usted siga este consejo. Repitamos lo que dijimos al principio: si quiere especular, hágalo con los ojos abiertos, siendo consciente de que probablemente acabará perdiendo dinero; asegúrese de que limita el importe que pone en juego y sepárelo por completo de su programa de inversión.

Nos ocuparemos en primer lugar de la cuestión más importante de los cambios de precios de las acciones ordinarias y, posteriormente, nos ocuparemos de la cuestión de las obligaciones. En el capítulo 3 ofrecemos un estudio histórico de lo que ha ocurrido en el mercado de valores durante los 100 últimos años. En esta sección retornaremos a ese material cada cierto tiempo, para comprobar qué promesas encierra el pasado para el inversor, tanto en forma de revalorización a largo plazo de una cartera que se conserve prácticamente sin modificaciones a lo largo de períodos sucesivos de subida y bajada, como en cuanto a las posibilidades de comprar cerca de los mínimos durante períodos de caída del mercado y vender no muy por debajo de los máximos en los períodos de evolución alcista del mercado.

Fluctuaciones del mercado como guía para las decisiones de inversión

Dado que las acciones ordinarias, incluso las de categoría de inversión, están sujetas a fluctuaciones recurrentes y de amplio recorrido en sus precios, el inversor inteligente debería estar interesado en las posibilidades de aprovecharse de estas oscilaciones de péndulo. Hay dos posibles formas de lograrlo: actuar en función de la *coyuntura* y actuar en función del *precio*. Con la expresión de actuar en función de la coyuntura nos referimos al intento de anticiparse a la trayectoria que va a seguir el mercado de valores: comprar o conservar la inversión cuando se considera que la evolución futura será al alza, y vender o abstenerse de comprar cuando se considere que la evolución futura será a la baja. Con la expresión actuar en función del precio nos referimos al intento de comprar acciones cuando cotizan por debajo de su valor justo y de venderlas cuando suben por encima de dicho valor. Una forma menos ambiciosa de actuar en función del precio consiste, sencillamente, en poner todo de su parte para no pagar un precio excesivo por las acciones en el

momento de llevar a cabo las adquisiciones. Esto podría ser suficiente para el inversor defensivo, cuyo principal interés se centra en la tendencia a largo plazo; por lo tanto, representa el nivel mínimo básico de atención que se debe prestar a los niveles de mercado.¹

Estamos convencidos de que el inversor inteligente puede conseguir resultados satisfactorios con cualquiera de las dos formas de actuación en función del precio. También estamos seguros en igual medida de que si se centra en actuar en función de la coyuntura, en el sentido de hacer pronósticos, acabará actuando como un especulador, y acabará teniendo los resultados propios del especulador financiero. A las personas inexpertas esta distinción puede parecerles tenue, y de hecho ni siquiera en Wall Street goza de aceptación generalizada. Por cuestión de práctica operativa, o tal vez como consecuencia de un minucioso proceso de convicción, los corredores y los agentes de bolsa y los servicios de inversión parecen inseparablemente unidos al principio de

que tanto los inversores como los especuladores en acciones ordinarias tendrían que prestar una permanente y detenida atención a los pronósticos de mercado.

Cuanto más se aleja uno de Wall Street, más escepticismo encontrará, o por lo menos eso creemos, hacia las pretensiones de pronosticar la evolución del mercado de valores o de determinar el momento adecuado para operar en él en función de la coyuntura. Parece imposible que el inversor se tome muy en serio las innumerables predicciones que aparecen prácticamente a diario y que se ponen a su disposición simplemente con pedir las. Sin embargo, en muchos casos, presta atención a esas predicciones e incluso las pone en práctica. ¿Por qué? Porque se le ha persuadido de que es importante que se forme una opinión de un tipo u otro acerca de la futura evolución del mercado de valores, y porque tiene la impresión de que los pronósticos ofrecidos por las agencias de bolsa o servicios de previsión son, por lo menos, más fiables que sus propios pronósticos.*

No tenemos en esta obra el espacio suficiente para exponer con detalle las ventajas y los inconvenientes de los pronósticos de mercado. Esta disciplina recibe una enorme cantidad de capacidad intelectual, y es indiscutible que algunas personas pueden ganar dinero trabajando como buenos analistas del mercado de valores. No obstante, es absurdo pensar que el público en general vaya a poder ganar en algún momento dinero con los pronósticos de mercado. Simplemente plantéese la siguiente pregunta: ¿Quién va a comprar cuando el público en general, siguiendo una señal concreta, se lance a vender para conseguir beneficios? Si usted, el lector, pretende enriquecerse a lo largo del tiempo aplicando algún sistema o método de antelación respecto a los pronósticos de mercado, debería suponer que está tratando de hacer lo mismo que una innumerable cantidad de personas, y que pretende hacerlo mejor que sus numerosos competidores en el mercado. No hay ningún fundamento ni en el terreno de la lógica ni en el de

la experiencia para suponer que cualquier inversor típico o medio es capaz de anticipar los movimientos del mercado con más éxito que el público en general, del que forma parte.

Hay un aspecto de toda esta teoría del «aprovechamiento de la coyuntura» que aparentemente ha pasado inadvertida a todo el mundo. El aprovechamiento de la coyuntura tiene una gran importancia psicológica para el especulador, porque desea conseguir su beneficio en un período breve de tiempo. La idea de tener que esperar un año para que sus acciones suban de valor le resulta repugnante. Sin embargo, el período de espera, de por sí, no tiene ninguna trascendencia para el inversor. ¿Qué ventaja tiene para el inversor tener su dinero desinvertido hasta que reciba alguna señal (presumiblemente) digna de confianza de que ha llegado el momento de comprar? Únicamente tendrá alguna ventaja si con la espera consigue comprar posteriormente a un precio suficientemente reducido para compensar su pérdida de ingresos por dividendo. Lo que esto

significa es que la realización de operaciones en función de la coyuntura no tiene auténtico valor para el inversor, salvo que dicho momento determinado en función de la coyuntura coincida con el determinado en función del precio, es decir, salvo que le permita volver a comprar sus acciones a un precio sustancialmente inferior al anterior precio de venta.

En este sentido, la famosa teoría de Dow sobre las compras y ventas en función de la coyuntura ha sido objeto de una historia muy poco habitual.* En pocas palabras, esta técnica interpreta como una señal de compra ciertas subidas especiales de mercado que superen los niveles medios de cotización, mientras que interpreta como una señal de venta ciertas bajadas especiales de mercado similares, que atraviesan los niveles medios de cotización. Los resultados calculados, que no necesariamente son reales, que se hubiesen obtenido con el uso de este método mostraron una serie prácticamente sin excepciones de beneficios en las operaciones desde 1897 hasta

principios de la década de 1960. Atendiendo a esta exposición, el valor práctico de la teoría Dow parecería firmemente comprobado; la duda, si es que la hubiese, recaería sobre la fiabilidad que este «registro» publicado tendría en cuanto a reflejo de lo que habría hecho realmente en el mercado una persona que aplicase las teorías de Dow, no en cuanto a la validez de éstas.

Un estudio más detallado de las cifras indica que la calidad de los resultados arrojados por la teoría de Dow cambió radicalmente después de 1938, unos pocos años después de que la teoría hubiese empezado a ser tenida seriamente en cuenta en Wall Street. Su logro más espectacular había sido el de dar una señal de venta, a 306, aproximadamente un mes antes de que se desatase la crisis de 1929, y en haber mantenido a sus seguidores al margen del prolongado período de descenso del mercado hasta que la situación se había corregido prácticamente a sí misma, en el nivel de 84, en 1933. Sin embargo, a partir de 1938, la teoría de Dow había funcionado

principalmente sacando del mercado a sus partidarios a un precio razonablemente bueno, pero introduciéndoles de nuevo en el mercado a un precio superior. Durante casi 30 años a partir de 1938 se habrían obtenido unos resultados sustancialmente mejores simplemente comprando y conservando el DJIA.²

En nuestra opinión, que se basa en cuantiosos estudios de este problema, el cambio de los resultados experimentados por la teoría de Dow no es accidental. Pone de manifiesto una característica inherente de las fórmulas de operación y de los pronósticos en el terreno de los negocios y las finanzas. Las fórmulas que consiguen partidarios y que adquieren importancia lo hacen porque han funcionado bien durante un período de tiempo, o en ocasiones simplemente porque han sido hábilmente adaptadas a los registros estadísticos del pasado. Sin embargo, a medida que aumenta su aceptación, su fiabilidad tiende a disminuir. Esto ocurre por dos motivos: en primer lugar, el paso del tiempo aporta nuevas

condiciones que la vieja fórmula no es capaz de acoger. En segundo lugar, en la evolución del mercado de valores, la popularidad de una teoría de operación tiene en sí misma influencia sobre el comportamiento del mercado, y esto reduce a largo plazo sus posibilidades de generar beneficios. (La popularización de una teoría como la de Dow podría aparentemente dar lugar a su propia justificación, ya que provocaría una subida o una bajada de mercado por la simple actuación de sus seguidores cuando se diese una señal de compra o de venta. Una «estampida» de este tipo sería, por supuesto, mucho más peligrosa que ventajosa para el público que hace operaciones en el mercado).

El método de comprar en el punto bajo y vender en el punto alto

Estamos convencidos de que el inversor medio no puede tener éxito si trata de aprovechar las variaciones de precio en sus operaciones

intentando pronosticarlas. ¿Puede beneficiarse de dichas variaciones después de que hayan tenido lugar, es decir, comprando después de cada bajada importante y vendiendo después de cada subida importante? Las fluctuaciones experimentadas por el mercado durante un período de muchos años antes de 1950 hicieron que esa idea fuese bastante prometedora. De hecho, una definición clásica del «inversor hábil» decía que «es una persona que ha comprado en un período de bajada de mercado en el que los demás vendían, y ha liquidado su cartera en un período de alza del mercado en el que todos los demás compraban». Si examinamos nuestro cuadro 1, que cubre las fluctuaciones del índice compuesto Standard & Poor's entre 1900 y 1970, y las cifras correspondientes de la tabla 3.1 (página 86) podemos apreciar con facilidad los motivos por los que esta teoría parecía válida hasta no hace mucho tiempo.

Entre 1897 y 1949 se produjeron diez ciclos de mercado completos, que iban desde un punto mínimo de un período a la baja del mercado hasta

un punto máximo del período alcista de mercado, y de nuevo hasta el punto mínimo del período bajista. Seis de esos ciclos no duraron más de cuatro años, cuatro se extendieron durante un período de seis o siete años y uno, el famoso ciclo de la «nueva era» de 1921 a 1932, duró once años. El porcentaje de subida desde los puntos mínimos a los puntos máximos osciló del 44% al 500%, y la mayoría estuvo entre el 50% y el 100%. El porcentaje de caídas posteriores osciló del 24% al 89%, y la mayoría se encontraron entre el 40% y el 50%. (Se debe tener en cuenta que una caída del 50% contrarresta completamente una subida previa del 100%).

Prácticamente todos los períodos alcistas compartieron una serie de características bien definidas, como por ejemplo: (1) un nivel de precio máximo con criterios históricos, (2) elevadas relaciones precio ganancias, (3) reducidos rendimientos por dividendo en comparación con los rendimientos de las obligaciones, (4) abundante actividad de

especulación a margen, y (5) numerosas ofertas públicas iniciales de acciones de escasa calidad. Por lo tanto, al estudiar de la historia del mercado de valores podría parecerle que el inversor inteligente debería haber sido capaz de identificar los sucesivos períodos bajistas y alcistas de mercado, para comprar en los primeros y vender en los segundos, y hacerlo en la mayor parte de las ocasiones, con unos intervalos de tiempo relativamente breves. Se elaboraron varios métodos para determinar los niveles de compra y de venta del mercado general, niveles basados en factores de valor o alternativamente en el porcentaje de variaciones de los precios, o en ambos criterios.

No obstante, debemos señalar que incluso antes del período alcista sin precedentes que comenzó en 1949, se produjeron suficientes variaciones en los sucesivos ciclos de mercado para complicar, y en ocasiones frustrar, el deseable proceso de comprar en el punto bajo y vender en el punto elevado. La más notable de

estas desviaciones, por supuesto, fue el gran período alcista de mercado de finales de la década de 1920, que hizo que todos los cálculos se desviasen en gran medida.* Ni siquiera en 1949, por lo tanto, existía en modo alguno la certeza de que el inversor pudiese basar sus políticas y procedimientos financieros principalmente en el intento de comprar a niveles bajos en los períodos de descenso del mercado y liquidar sus carteras en los niveles altos de los períodos de alza del mercado.

En el período que siguió a ese año ocurrió exactamente lo contrario. El comportamiento del mercado en los 20 últimos años no ha seguido los patrones anteriores, ni ha respetado las señales de peligro que en el pasado estaban bien determinadas, ni ha permitido el sucesivo aprovechamiento de sus ciclos mediante la aplicación de las viejas reglas para comprar en los momentos bajos y vender en los altos. Que la antigua y relativamente periódica pauta de fases de alza y de baja del mercado vaya a volver con el

paso del tiempo es algo que no sabemos. Lo que no nos parece realista es que el inversor intente basar su política actual en la fórmula clásica, es decir, que espere a que se produzcan unos niveles contrastados de baja de mercado antes de comprar cualquier acción ordinaria. Nuestra política recomendada, no obstante, sí que estipula que se introduzcan variaciones en la proporción entre acciones ordinarias y obligaciones que se tienen en cartera si el inversor opta por actuar de esa forma, atendiendo al criterio de que el nivel de los precios de transacciones le parezca más o menos atractivo en función de criterios de valor.*

Planes con fórmulas

En los primeros años de subida del mercado de valores que comenzaron en 1949-50 los diversos métodos de aprovechamiento de los ciclos del mercado de valores atrajeron un interés considerable. Estos métodos se conocieron como

«planes de inversión con fórmula». La esencia de todos estos planes, salvo en el sencillo caso del promedio de coste monetario, es que el inversor realice automáticamente algunas ventas de acciones cuando el mercado experimenta una subida sustancial. En alguna de esas fórmulas una subida bastante cuantiosa del nivel de mercado tendría como consecuencia la venta de toda la cartera de inversión en acciones; otros planes estipulaban la conservación de una pequeña proporción de acciones en todas las circunstancias.

Este método tiene el doble atractivo de que, aparentemente, es lógico (y conservador) y de que muestra unos excelentes resultados cuando se aplica retrospectivamente al mercado de valores a lo largo de muchos años del pasado. Por desgracia, su aceptación aumentó precisamente en el momento en el que estaba destinado a ofrecer peores resultados. Muchas de las personas que aplicaban estos «planes con fórmulas» se encontraron fuera por completo, o casi por

completo, del mercado en alguno de los niveles alcanzados a mediados de la década de 1950. Es indudable que obtuvieron unos excelentes beneficios, pero en términos generales el mercado «se les escapó» en el momento en el que salieron de él, y sus fórmulas no les dieron la más mínima oportunidad de volver a recuperar una posición en acciones.*

Se da una similitud entre la experiencia de quienes adoptaron el método de inversión con fórmula a principios de la década de 1950 y los que adoptaron la versión puramente mecánica de la teoría Dow 20 años antes. En ambos casos, la popularización de esos postulados señaló prácticamente el momento exacto en el que los sistemas respectivos dejaron de funcionar bien. Nosotros hemos seguido una experiencia similarmente embarazosa con nuestro propio «método de valor central» de determinación de niveles indicados de compra y de venta del Dow Jones Industrial Average. Aparentemente la lección que se debe extraer es que cualquier

método para ganar dinero en el mercado que se pueda explicar de manera sencilla y que pueda ser seguido por muchas personas es, por su propia naturaleza, demasiado simple y demasiado sencillo para que dure.† La concluyente indicación de Spinoza es tan aplicable al mercado de valores como a la filosofía: «todo lo excelso es tan difícil como raro».

Fluctuaciones de mercado de la cartera del inversor

Todos los inversores que tengan acciones ordinarias deben esperar que su valor fluctúe a lo largo de los años. El comportamiento del DJIA desde nuestra última edición escrita en 1964 refleja bastante bien lo que ha ocurrido con la cartera de valores de un inversor conservador que haya limitado sus participaciones accionarias a las empresas grandes, destacadas y financiadas de manera conservadora. El valor general habrá

crecido desde un nivel medio de aproximadamente 890 hasta un máximo de 995 en 1966 (y de 985 nuevamente en 1968), cayendo hasta 631 en 1970 y consiguiendo una recuperación prácticamente completa hasta 940 a principios de 1971. (Como las acciones individuales alcanzan sus máximos y sus mínimos en diferentes momentos, las fluctuaciones del grupo del Dow Jones en conjunto son menos severas que las de sus componentes separados). Hemos realizado un seguimiento de las fluctuaciones de precios de otros tipos de carteras de acciones diversificadas y conservadoras, y hemos descubierto que los resultados generales no son excesivamente diferentes de los indicados anteriormente. En general, las acciones de empresas de segundo orden* fluctúan más que las de las empresas importantes, pero eso no significa necesariamente que un grupo de empresas bien establecidas, aunque de menores dimensiones, vayan a conseguir unos resultados menos satisfactorios a lo largo de un período relativamente prolongado. En cualquier

caso, el inversor también podría resignarse anticipadamente a la probabilidad, más que a la mera posibilidad, de que la mayor parte de sus participaciones en acciones aumenten el 50% o más, por ejemplo, desde su punto mínimo y se reduzcan en el equivalente de un tercio desde su punto máximo en diferentes períodos de los cinco próximos años.†

No será muy probable que el inversor serio crea que las fluctuaciones de un día a otro, o incluso las fluctuaciones de un mes a otro, del mercado de valores vayan a enriquecerle o a empobrecerle. ¿Podrían hacerlo los cambios a más largo plazo y de mayor calado? En este terreno surgen dudas prácticas, y problemas psicológicos que probablemente se complicarán. Una subida sustancial en el mercado es, simultáneamente, un motivo justificado de satisfacción y una causa de preocupación prudente, pero también puede entrañar una gran tentación de emprender acciones imprudentes. Sus acciones han subido, ¡bien! Es usted más rico que antes, ¡bien! Pero, ¿ha subido

demasiado el precio y debería pensar en vender? ¿O debería castigarse por no haber comprado más acciones cuando el nivel era más bajo? O, y éste es el peor pensamiento de todos, ¿debería ceder a la atmósfera alcista, llenarse de entusiasmo, y del exceso de confianza y de la codicia que domina al público en general (del cual, después de todo, usted forma parte), y contraer mayores y peligrosos compromisos? Planteada en estos términos sobre el papel, la respuesta a la última pregunta es evidentemente no, pero incluso el inversor inteligente necesitará una considerable fuerza de voluntad para dejar de seguir a la multitud.

Por estas causas de naturaleza humana, más incluso que por los cálculos de pérdidas o ganancias financieras, nos mostramos favorables a algún tipo de método mecánico para modificar la proporción entre obligaciones y acciones en la cartera del inversor. La principal ventaja, tal vez, es que dicha fórmula le ofrecerá algo que hacer. A medida que suba el mercado venderá acciones de

su cartera, y destinará los ingresos a obligaciones; cuando el mercado baje, hará lo contrario. Estas actividades ofrecerán una salida a sus energías que de lo contrario estarían excesivamente concentradas. Si es el tipo de inversor adecuado, encontrará satisfacción adicional en el hecho de que sus operaciones sean exactamente contrarias a las que realiza la multitud.*

Valoraciones empresariales en contraposición a valoraciones del mercado de valores

La repercusión de las fluctuaciones de mercado en la verdadera situación del inversor también se puede analizar desde el punto de vista del accionista que es propietario parcial de varias empresas. El tenedor de acciones negociables tiene en realidad una doble condición, y con ella el privilegio de poder aprovechar cualquiera de las dos condiciones a su elección. Por una parte, su posición es análoga a la del accionista minoritario

o socio pasivo de una sociedad no cotizada. En este sentido, sus resultados dependen absolutamente de los beneficios de la empresa o de los cambios que experimenten los valores subyacentes de sus activos. Normalmente determinaría el valor de dicha participación en una empresa privada calculando su cuota en el patrimonio neto que se muestre en el balance más reciente. Por otra parte, el inversor en acciones ordinarias tiene un valor, materializado en un certificado o en una anotación en cuenta, que puede vender en cuestión de minutos a un precio que varía de un momento a otro, siempre y cuando el mercado esté abierto, y que frecuentemente está muy alejado del valor reflejado en el balance.*

La evolución del mercado de valores en los últimos años ha hecho que el inversor típico dependa más de la evolución de las cotizaciones de las acciones y se muestre menos dado a considerarse simplemente propietario de una empresa. El motivo es que las empresas de éxito en las que probablemente concentra sus

participaciones cotizarán prácticamente de manera constante a precios muy superiores al valor neto de su activo (o valor contable, o «valor de balance»). Al pagar estas primas de mercado el inversor entrega unos valiosísimos rehenes a la fortuna, porque dependerá de que el propio mercado de valores ratifique sus compromisos.†

Éste es un factor de importancia capital en la inversión actual, y ha recibido menos atención de la que merece. La estructura de las cotizaciones del mercado de valores, en su conjunto, contiene una contradicción interna. Cuanto mejores son los resultados y las perspectivas de una empresa, menos relación tendrá el precio de sus acciones con su valor contable. Sin embargo, cuanto mayor sea la prima que se paga en relación con el valor contable, más inciertos serán los criterios para determinar su valor intrínseco, es decir, una mayor parte de este «valor» dependerá del cambiante humor y de las mediciones del mercado de valores. Por lo tanto, de esta manera llegamos a la paradoja final en virtud de la cual cuanto más éxito

tenga una empresa, mayores serán las fluctuaciones en el precio de sus acciones. Esto significa, a la hora de la verdad, en un sentido muy real, que cuanto mayor es la calidad de una acción, más *especulativa* será, por lo menos en comparación con las acciones poco espectaculares de las empresas intermedias.** (Lo que hemos dicho es aplicable en el marco de la comparación de las empresas en crecimiento más importantes con el grueso de las empresas bien establecidas; excluimos de nuestra opinión a las empresas muy especulativas, porque son las propias empresas las que son especulativas).

La exposición que hemos hecho anteriormente debería explicar el comportamiento frecuentemente errático seguido por el precio de las acciones de las empresas más impresionantes y con mejores resultados. Nuestro ejemplo favorito es el del rey de todas ellas, International Business Machines. La cotización de sus acciones descendió desde 607 a 300 en siete meses en 1962–1963; después de dos desdoblamientos, su

precio cayó de 387 a 219 en 1970. De la misma manera, Xerox, un generador de beneficios aún más impresionante en las últimas décadas, pasó de 171 a 87 en 1962–1963 y de 116 a 65 en 1970. Estas imponentes pérdidas no eran indicativas de que en el mercado existiesen dudas acerca del crecimiento futuro a largo plazo de IBM o de Xerox; al contrario, reflejaban la falta de confianza en la prima de valoración que el propio mercado había atribuido a esas excelentes perspectivas.

La exposición anterior nos lleva a una conclusión de importancia práctica para el inversor conservador que invierta en acciones. Si quiere prestar alguna atención especial a la selección de su cartera, sería mejor que se concentrase en acciones que cotizasen relativamente cerca del valor de su activo tangible, por ejemplo, algo más de un tercio por encima de esa cifra. Las adquisiciones realizadas a esos niveles, o niveles inferiores, pueden conectarse con cierta lógica al balance de la

empresa, y pueden tener una justificación o un apoyo independientes de los fluctuantes precios de mercado. La prima respecto del valor contable que pueda ser necesario abonar podría considerarse como una especie de valor extraordinario abonado por la ventaja de disfrutar de cotización en el mercado, con la concomitante posibilidad de realizar operaciones de tráfico mercantil.

Llegado este momento, es necesario hacer una advertencia. Una acción no es una inversión sensata simplemente porque se pueda comprar a un precio cercano al valor de su activo. El inversor debería exigir, además, una relación satisfactoria entre los beneficios y el precio, una situación financiera suficientemente sólida y la perspectiva de que los beneficios por lo menos se mantengan a lo largo de los años. Es posible que esto parezca mucho exigir a una acción que tenga una cotización modesta, pero se trata de una prescripción que no resulta difícil satisfacer prácticamente en cualquier condición de mercado, con la salvedad de las peligrosamente elevadas. En los casos en

los que el inversor esté dispuesto a renunciar a la brillantez de las perspectivas, es decir a un crecimiento previsto superior al de la media, no tendrá ninguna dificultad para encontrar una amplia selección de acciones que cumplan nuestros criterios.

En nuestros capítulos sobre la selección de acciones ordinarias (capítulos 14 y 15) ofreceremos datos que mostrarán que más de la mitad de las acciones del DJIA cumplían nuestro criterio de relación entre activo y valor a finales de 1970. La acción que está repartida de forma más generalizada en el mercado, la de AT&T, se vendía, de hecho, por debajo del valor del activo tangible de la empresa en el momento de redactar estas notas. La mayor parte de las acciones de empresas energéticas, además de sus otras ventajas, están disponibles en la actualidad (principios de 1972) a precios razonablemente cercanos a los valores de su activo.

El inversor cuya cartera esté integrada por acciones que tengan el apoyo de tales valores

contables está en condiciones de adoptar una posición mucho más independiente y distanciada de las fluctuaciones del mercado que los inversores que han abonado elevados múltiplos de los beneficios y del activo tangible por las acciones de sus carteras. En tanto en cuanto la capacidad de generar beneficios de sus participaciones siga siendo satisfactoria, podrá desentenderse en la medida que desee de las oscilaciones caprichosas del mercado. Aún más, en ocasiones podrá utilizar esas oscilaciones caprichosas para jugar al juego maestro de comprar barato y vender caro.

El ejemplo A & P

Llegado este momento, introduciremos uno de los ejemplos originales, de hace muchos años pero que ejerce cierta fascinación sobre nosotros porque combina muchos aspectos de la experiencia empresarial y de inversión. Está

protagonizado por la Great Atlantic & Pacific Tea Co. Ésta es la historia:

Las acciones de A & P fueron admitidas a cotización en el mercado «Curb», que en la actualidad es la American Stock Exchange, en 1929 y llegaron a cotizar a 494. En 1932 habían descendido hasta 104, aunque los beneficios de la empresa eran prácticamente igual de cuantiosos en aquel año catastrófico en términos generales de lo que lo habían sido anteriormente. En 1936 la cotización osciló entre 111 y 131. Después, en la recesión empresarial y el período bajista de mercado de 1938 las acciones descendieron hasta un nuevo punto mínimo de 36.

Ese precio era extraordinario. Significaba que las acciones ordinarias y las preferentes alcanzaban, en conjunto, un precio de venta de 126 millones de dólares, aunque la empresa acababa de declarar que tenía 85 millones de dólares simplemente en efectivo y un capital de explotación (o activo circulante neto) de 134 millones de dólares. A & P era la mayor empresa

minorista de Estados Unidos, o incluso del mundo, con un historial continuo e impresionante de grandes beneficios a lo largo de muchos años. Sin embargo, en 1938 Wall Street consideraba que esta extraordinaria empresa valía menos que sus activos circulantes, lo que significaba que valía menos como empresa con perspectiva de futuro que si se liquidase. ¿Por qué? En primer lugar, estaban las amenazas de imposición de impuestos especiales a las cadenas de tiendas; en segundo lugar, porque los beneficios netos se habían reducido en el año anterior; y, en tercer lugar, porque el mercado en general estaba deprimido. La primera de estas razones era un temor exagerado que acabó resultando infundado; las otras dos eran ejemplos típicos de efectos temporales.

Supongamos que el inversor hubiese comprado acciones ordinarias de A & P en 1937 a, por ejemplo, 12 veces sus beneficios medios quinquenales, o sea aproximadamente a 80. Nos abstendremos mucho de afirmar que el posterior

descenso hasta 36 no tuviese importancia para nuestro inversor. Habría hecho bien en analizar cuidadosamente la situación, para comprobar si había cometido algún error de cálculo. No obstante, si los resultados de su estudio fuesen tranquilizadores, como debería haber ocurrido, podría considerar, justificadamente, que el declive del mercado era un capricho temporal de las finanzas, y que debía desentenderse de él, salvo que tuviese los recursos y el coraje de aprovecharlo y comprar un mayor número de las acciones a precio de oportunidad que se le estaban ofreciendo.

Acontecimientos posteriores y reflexiones

Al año siguiente, 1939, las acciones de A & P ascendieron hasta 117,50, o lo que es lo mismo tres veces el precio mínimo de 1938, muy por encima de la media de 1937. Dicha inflexión en el comportamiento de las acciones ordinarias no es

en absoluto infrecuente, pero en el caso de A & P fue más llamativo que en la mayoría. En los años siguientes a 1949 la cadena de tiendas de ultramarinos ascendió con el mercado general hasta que en 1961 sus acciones desdobladas (10 por 1) alcanzaron un punto máximo de 70,5 que era equivalente a 705 si se hubiese mantenido íntegra la acción de 1938.

El precio de 70,5 era destacable por el hecho de que suponía multiplicar por 30 los beneficios de 1961. Un PER de ese calibre, que debe compararse con un PER de 23 para el DJIA en ese año, debería haber dado a entender que había expectativas de un espectacular crecimiento de los beneficios. Este optimismo no tenía ninguna justificación que pudiese encontrarse en la contabilidad de beneficios de la empresa de los años anteriores, y resultó ser un error absoluto. En vez de aumentar rápidamente, la evolución de los beneficios en el período posterior fue por lo general a la baja. El año siguiente al 70,5 el precio se redujo más de la mitad, hasta 34. No obstante,

en esta ocasión las acciones no eran la oportunidad que habían sido en el momento de la cotización mínima de 1938. Después de diferentes tipos de fluctuación, el precio descendió hasta otro nivel mínimo de 20,5 en 1970 y de 18 en 1972, después de haber declarado el primer *déficit* trimestral de su historia.

En esta historia podemos apreciar las diferentes vicisitudes que puede atravesar una importante empresa estadounidense en poco más de una sola generación, y también cuántos errores de cálculo y excesos de optimismo y de pesimismo ha cometido el público a la hora de evaluar sus acciones. En 1938 la empresa era prácticamente un regalo, y nadie quiso aceptarlo; en 1961 el público pedía a gritos acciones a precios ridículamente elevados. Después de ese momento de histeria se produjo una rápida pérdida de la mitad del valor de mercado, y pocos años después otro declive adicional importante. En el ínterin la empresa pasó de ser una extraordinaria generadora de beneficios a cosechar mediocres resultados; su beneficio en

1968, año en el que se produjo un espectacular crecimiento de la economía, fue inferior al del año 1958; había pagado una serie de confusos dividendos pequeños que no estaban justificados por las aportaciones actuales al superávit; y así sucesivamente. A & P era una empresa de mayores dimensiones en 1961 y en 1972 que en 1938, pero no estaba tan bien dirigida, no era tan rentable, y no era tan atractiva.*

De esta historia se pueden extraer dos lecciones principales. La primera es que el mercado de valores se equivoca mucho de vez en cuando, y en ocasiones un inversor valiente que esté alerta puede aprovecharse de esos errores manifiestos. La otra es que la mayor parte de las empresas cambian de naturaleza y calidad a lo largo de los años, en ocasiones para mejor y tal vez más frecuentemente, para peor. No es necesario que el inversor vigile los resultados de sus empresas como un halcón; no obstante, sí debería examinarlos a fondo de vez en cuando.

Volvamos a nuestra comparación entre el

tenedor de acciones negociables y la persona que tiene una participación en la empresa no cotizada. Hemos afirmado que el primero tiene la opción de considerarse simplemente el propietario parcial de las diferentes empresas en las que ha invertido, o alternativamente puede pensar que es el tenedor de acciones que se pueden vender en cualquier momento que desee al precio al que cotizan en el mercado.

No obstante, se debe tener en cuenta este hecho importante: el verdadero inversor prácticamente nunca se ve *obligado a vender* sus acciones, y, salvo en esos contados momentos en que pudiese verse forzado a vender, está en perfectas condiciones para desentenderse de la cotización vigente. Deberá prestar atención a las cotizaciones y llevar a cabo alguna intervención únicamente en la medida en que le convenga, y no más.* Por lo tanto, el inversor que permita que otros le arrastren a las estampidas o que se preocupe indebidamente por las retracciones injustificadas provocadas por el mercado en sus

carteras estará transformando perversamente su ventaja básica en una desventaja esencial. Se trata de personas que estarían mejor si sus acciones no cotizasen en absoluto, porque podrían librarse de la angustia mental que les provocan los errores de juicio cometidos por *otras personas*.†

Por cierto, se dio una situación generalizada de este tipo en la práctica durante los oscuros años de la depresión de 1931–1933. En aquella época se disfrutaba de una ventaja psicológica cuando se tenían participaciones de empresas que no cotizaban en el mercado. Por ejemplo, las personas que eran propietarias de primeras hipotecas sobre bienes inmuebles que siguieron pagando intereses estuvieron en condiciones de decirse a sí mismas que sus inversiones habían mantenido todo su valor, al no haber cotizaciones de mercado que indicasen otra cosa. Por otra parte, muchas obligaciones de empresas cotizadas, que tenían una calidad aún mejor y una fortaleza subyacente aún mayor sufrieron graves reducciones en sus cotizaciones de mercado, que

llevaron a sus propietarios a creer que cada vez eran más pobres. En realidad, los propietarios estaban en mejor situación con los valores cotizados, a pesar de sus precios reducidos. Esto es así porque si lo hubiesen deseado, o si se hubiesen visto obligados, podrían por lo menos haber vendido las acciones, tal vez para cambiarlas por otras que supusiesen una mejor oportunidad. Alternativamente, por otra parte, siguiendo la misma lógica, podrían haberse desentendido de la situación del mercado afirmando que era temporal y básicamente irrelevante. En cualquier caso, es un autoengaño convencerse de que no se ha sufrido ninguna reducción de valor simplemente porque los valores no cotizan en el mercado.

Volviendo a nuestro accionista de A & P de 1938, afirmamos que, en tanto en cuanto hubiera conservado sus acciones, no habría sufrido ninguna pérdida por la reducción de precio, más allá de lo que su propia capacidad de juicio pudiese indicarle como consecuencia de la

reducción del valor subyacente o intrínseco. Si no se había producido ninguna reducción de este tipo, el accionista tendría todo el derecho a esperar que en su debido momento la cotización del mercado volviese a recuperar el nivel de 1937 o un nivel mejor, como en la práctica acabó sucediendo al año siguiente. En este sentido, su posición era por lo menos tan favorable como si hubiese sido propietario de una participación en una empresa no cotizada. Porque en este caso, también, podría haber tenido, o no, motivos justificados para recortar mentalmente parte del coste de sus participaciones, atribuyendo ese recorte al efecto de la recesión de 1938, dependiendo de lo que hubiese pasado con su empresa.

Los críticos del método de valor para realizar inversiones en acciones afirman que las acciones ordinarias no se pueden considerar ni evaluar adecuadamente de la misma forma que una participación en una empresa similar que no cotice, porque la presencia de un mercado de valores organizado «aporta a la propiedad del

capital un atributo nuevo y extraordinariamente importante de liquidez». Sin embargo, lo que esta liquidez significa realmente es, en primer lugar, que el inversor tiene la ventaja de la evaluación diaria y cambiante realizada por el mercado de valores respecto de su cartera, *sea cual sea la utilidad que pueda tener esa valoración*, y en segundo lugar, que el inversor es capaz de aumentar o reducir su inversión, por la cifra cotizada por el mercado a diario, *si desea hacerlo*. Por lo tanto, la existencia de un mercado en el que coticen los valores ofrece al inversor *ciertas opciones* que no tendría si sus valores no cotizasen. En cualquier caso, esa existencia no impone la cotización vigente a un inversor que prefiera basar su concepto de valor en cualquier otra fuente.

Cerremos esta sección con algo parecido a una parábola. Imagine que usted es propietario de una pequeña participación en una empresa no cotizada que le cuesta 1.000 dólares. Uno de sus socios, llamado Sr. Mercado, es muy atento.

Todos los días le dice lo que considera que vale su participación, y adicionalmente se ofrece a comprar su participación o a venderle una participación adicional con arreglo a esa valoración. En ocasiones su idea de valor parece razonable y justificada atendiendo a los acontecimientos empresariales y a las perspectivas que usted conoce. Frecuentemente, por otra parte, el Sr. Mercado se deja llevar por su entusiasmo o por sus temores, y el valor que le propone parece rayano en el absurdo.

Si fuese usted un inversor prudente o un empresario sensato, ¿permitiría que la comunicación diaria del Sr. Mercado determinase su concepción del valor con respecto a su participación de 1.000 dólares en la empresa? Únicamente lo consentiría en el caso de que estuviese de acuerdo con él, o en el caso de que quisiese hacer una operación con él. Es posible que esté usted encantado de venderle su participación cuando le ofrezca un precio ridículamente elevado, y que esté igualmente

encantado de comprar una participación adicional cuando el precio ofrecido sea bajo. Sin embargo, el resto del tiempo actuaría de una forma más sensata si se formase su propia idea del valor de su cartera, atendiendo a los informes detallados de la empresa acerca de sus operaciones y su situación financiera.

El verdadero inversor se encuentra en esa posición cuando es propietario de una acción cotizada. Puede aprovechar el precio de mercado establecido a diario o no hacer caso de tal precio, según le indique su propia capacidad de juicio y sus preferencias. Debe tomar nota de las principales variaciones de precio, puesto que de lo contrario su capacidad de juicio no tendrá nada con lo que entretenerse. Es posible que esos movimientos le ofrezcan una señal de advertencia que tal vez quiera seguir; en román paladino, esto quiere decir que tiene que vender sus acciones porque el precio ha bajado, a fin de evitar que ocurran cosas peores. En nuestra opinión, tales señales inducen a error por lo menos con la misma

frecuencia con la que resultan útiles. Básicamente, las fluctuaciones de precio únicamente deben tener un significado para el verdadero inversor. Le ofrecen la oportunidad de comprar con inteligencia cuando los precios se reducen mucho, y de vender con inteligencia cuando han subido también mucho. En las demás ocasiones lo mejor que puede hacer es olvidarse del mercado de valores y prestar atención a su rentabilidad por dividendos y a los resultados de explotación de sus empresas.

Resumen

La distinción más realista entre el inversor y el especulador se puede apreciar en su actitud hacia los movimientos del mercado de valores. El principal interés del especulador consiste en anticipar y extraer beneficio de las fluctuaciones de mercado. El principal interés del inversor consiste en adquirir y mantener unos valores adecuados a unos precios adecuados. Los

movimientos del mercado son importantes en un sentido práctico, porque, alternativamente, crean niveles de precio reducido a los que resulta inteligente comprar o niveles de precio elevado a los que indudablemente debería abstenerse de comprar y probablemente haría bien en vender.

Dista mucho de ser seguro que el inversor típico deba abstenerse de comprar ordinariamente hasta que se produzcan unos niveles bajos del mercado, porque esto puede entrañar una larga espera, con mucha probabilidad la pérdida de ingresos, y la posible pérdida de oportunidades de inversión. En general, puede que sea mejor que el inversor compre acciones siempre que tenga dinero para destinar a acciones, excepto cuando el nivel de mercado general sea muy superior a lo que se pueda justificar recurriendo a criterios sensatos de valoración. Si quiere mostrarse astuto, puede tratar de localizar las omnipresentes oportunidades ofrecidas por algunas acciones individuales.

Además de a la previsión de los movimientos

del mercado general, en Wall Street se dedica mucho esfuerzo y capacidad a la elección de las acciones o grupos industriales que vayan a «conseguir mejores resultados» en materia de precio que el resto en un período de tiempo relativamente breve. Por lógico que pueda parecer este esfuerzo, no creemos que sea adecuado a las necesidades o al temperamento del verdadero inversor, en especial si se tiene en cuenta que estaría compitiendo con un gran número de operadores del mercado y de analistas financieros de primer orden que estarían tratando de lograr el mismo objetivo. Al igual que sucede en todas las demás actividades que hacen hincapié en los movimientos del precio en primer lugar y en los valores subyacentes en segundo lugar, el trabajo de muchas mentes inteligentes dedicadas constantemente a este fin tiende a neutralizar los esfuerzos de unos y de otros y acaba siendo perjudicial para todos a lo largo de los años.

El inversor que tenga una cartera de acciones sólida debería esperar que sus precios fluctuasen,

y no debería preocuparse por las caídas considerables ni emocionarse por las subidas de precio considerables. Debería recordar siempre que la cotización de mercado es una utilidad que tiene a su disposición, ya sea para aprovecharla o para hacer caso omiso de ella. Nunca debería comprar una acción porque haya subido ni venderla porque haya bajado. No se equivocaría mucho si este lema se redactase en términos más sencillos: «No compre nunca una acción inmediatamente después de una subida sustancial, ni tampoco la venda inmediatamente después de una bajada sustancial».

Una consideración adicional

Debería decirse algo sobre el significado de los precios medios de mercado como medición de la competencia del equipo directivo de una empresa. El accionista valora si su inversión ha tenido éxito tanto desde el punto de vista de los

dividendos recibidos como de la tendencia a largo plazo del valor medio de mercado. Los mismos criterios deberían aplicarse a la hora de comprobar la eficacia de los directivos de una empresa y la sensatez de su actitud hacia los propietarios de la empresa.

Esta afirmación puede parecer una perogrullada, pero es necesario destacarla, porque todavía no se ha desarrollado una técnica o un método que goce de aceptación generalizada para someter la actuación de los directivos a la opinión del mercado. Al contrario, los equipos directivos han insistido en todo momento en que no tienen responsabilidad de tipo alguno sobre lo que ocurre en el mercado con el valor de las acciones de su empresa. Es cierto, indudablemente, que no son responsables de las fluctuaciones de precio que, como venimos afirmando, no tienen ninguna relación con las condiciones y valores subyacentes. No obstante, sólo cabe achacar a la falta de atención y conocimiento entre una gran parte de los accionistas el que se permita que esta

inmunidad se extienda a todo el ámbito de las cotizaciones de mercado, incluido el establecimiento permanente de un nivel de cotización depreciado e insatisfactorio. Los buenos equipos directivos consiguen buenas cotizaciones medias de mercado, mientras que los malos equipos directivos consiguen malas cotizaciones de mercado.*

Fluctuaciones en los precios de las obligaciones

El inversor debería ser consciente de que aunque la seguridad de su capital y sus intereses esté fuera de toda duda, una obligación a largo plazo puede experimentar grandes variaciones de precio de mercado como reacción a las variaciones de los tipos de interés. En la tabla 8.1 ofrecemos datos correspondientes a varios años que se remontan hasta 1902, y que cubren los rendimientos de las obligaciones de primera categoría, tanto las empresariales como las exentas

de tributación. Como ilustración individual, añadimos las fluctuaciones de precio de dos obligaciones de ferrocarril representativas que cubrían un período similar. (Son las obligaciones hipotecarias generales al 4 de Atchison, Topeka & Santa Fe, con vencimiento en 1995, durante generaciones una de nuestras mejores emisiones de obligaciones no susceptibles de rescate, y las de Northern Pacific Ry, al 3, con vencimiento en 2047 (un vencimiento original a 150 años), con un prolongado historial de obligación de calificación Baa).

A causa de su relación inversa, los bajos rendimientos corresponden a precios elevados y viceversa. El declive experimentado por las obligaciones al 3 de Northern Pacific en la década de 1940 era representativo principalmente de las dudas sobre su seguridad. Es extraordinario que el precio se recuperase hasta alcanzar un máximo histórico en los siguientes años, y posteriormente perdiese dos tercios de su precio principalmente a causa de la subida de los tipos de interés

generales. También se han producido asombrosas variaciones en el precio incluso de las obligaciones de mayor categoría durante los 40 últimos años.

Hay que tener en cuenta que los precios de las obligaciones no fluctúan en la misma proporción (inversa) que los rendimientos calculados, porque su valor fijo al vencimiento del 100% ejerce una influencia moderadora. No obstante, en el caso de vencimientos a muy largo plazo, como en nuestro ejemplo de Northern Pacific, los precios y los rendimientos cambian casi en la misma proporción.

Desde 1964 se han producido variaciones sin igual *en ambas direcciones* en el mercado de obligaciones de máxima categoría. Tomemos como ejemplo las «mejores obligaciones municipales» (exentas de tributación); su rentabilidad se ha multiplicado por más de dos, pasando de 3,2% en enero de 1965 al 7% en junio de 1970. Su índice de precios se redujo, en correspondencia, de 110,8 a 67,5. A mediados de 1970 la rentabilidad de las

obligaciones a largo plazo de máxima categoría era superior a la que habían tenido *en cualquier momento en los casi 200 años de historia económica de Estados Unidos*.^{*} Veinticinco años atrás, justo antes del inicio del prolongado período de alza del mercado, las rentabilidades de las obligaciones estaban en su punto más bajo de la historia; las obligaciones municipales a largo plazo ofrecían un escaso 1%, y las obligaciones industriales ofrecían el 2,40%, en comparación con el 4,50 o el 5% que hasta el momento se había considerado «normal». Los que tenemos una prolongada experiencia en Wall Street hemos visto en acción la ley de Newton de «acción y reacción, iguales y opuestos» que ha operado repetidamente en el mercado de valores, siendo el ejemplo más llamativo que se puede mencionar la subida del DJIA desde 64 en 1921 a 381 en 1929, seguida por una caída histórica hasta 41 en 1932. Sin embargo, en esta ocasión el mayor movimiento pendular tuvo lugar en la normalmente estancada y lenta de movimientos gama de precios y

rendimientos de obligaciones de máxima categoría. Lección: no se puede dar por supuesto que nada importante en el mercado de valores va a tener lugar exactamente de la misma forma en que se ha producido en el pasado. Esto representa la primera parte de nuestro aforismo preferido: «*Cuanto más cambia, más es lo mismo*».

Tabla 8.1

Fluctuaciones de los rendimientos de las obligaciones y de los precios de dos emisiones representativas de obligaciones, 1902-1970

	Rendimiento de las obligaciones		Cotizaciones de las obligaciones	
	Compuesto S & P AAA	Municipales S & P	A. T. & S. F. al 4%, 1995	Nor. Pac. al 3%, 2047
1902 Mínimo	4,31%	3,11%	105,50	79
1920 Máximo	6,40	5,28	69	49,50
1928 Mínimo	4,53	3,90	105	73
1932 Máximo	5,52	5,27	75	46,75
1946 Mínimo	2,44	1,45	117,50	85,25
1970 Máximo	8,44	7,06	99,50	31,50
Cierre de 1971	7,14	5,35	141	94,75
			51	32,75
			64	37,25

Es prácticamente imposible hacer predicciones que merezcan la pena acerca de los movimientos de precios de las acciones, y es completamente imposible hacerlo en el terreno de las obligaciones.* En los viejos tiempos, por lo menos, se podía encontrar una pista útil sobre el inminente final de un período de subida o de bajada del mercado si se estudiaba la actuación seguida por las obligaciones en los momentos anteriores, pero no había pistas similares sobre los cambios inminentes en los tipos de interés y en los precios de las obligaciones. Por lo tanto, el inversor debe elegir entre las inversiones en obligaciones a largo y a corto plazo basándose principalmente en sus preferencias personales. Si quiere estar seguro de que los valores de mercado no van a reducirse, sus mejores opciones serán probablemente los bonos de ahorro de Estados Unidos, de serie E o H, que se describieron anteriormente, en la página 112. Cualquier emisión de esos bonos le ofrecerá una rentabilidad del 5% (después del primer año) en el caso de la serie E

durante un período de hasta cinco años y diez meses, y en el caso de la serie H durante un período de hasta diez años, con un valor de reventa garantizado igual al coste o mejor.

Si el inversor desea aprovechar el 7,5% que está actualmente disponible en las obligaciones empresariales a largo plazo de buena categoría, o el 5,3% de las obligaciones municipales exentas de tributación, deberá estar dispuesto a experimentar las fluctuaciones de precio. Los bancos y las compañías de seguros tienen el privilegio de evaluar las obligaciones de buena categoría de este tipo aplicando criterios matemáticos de «coste amortizado», que hacen caso omiso de las cotizaciones de mercado; no sería mala idea que los inversores individuales hiciesen algo similar.

Las fluctuaciones de cotización de las obligaciones *convertibles* y de las acciones preferentes son consecuencia de tres factores diferentes: (1) variaciones en la cotización de la acción ordinaria con la que están relacionadas, (2)

variaciones de la situación de solvencia de la sociedad, y (3) variaciones en los tipos de interés generales. Se han vendido abundantes obligaciones convertibles por parte de empresas que tenían una calificación de solvencia muy inferior a la mejor posible.³ Algunas de estas emisiones se vieron muy negativamente afectadas por los problemas financieros de 1970. En consecuencia, las emisiones de acciones convertibles, en conjunto, han estado sujetas a unas influencias muy inquietantes en los últimos años, y las variaciones de precio han sido inusualmente grandes. En el caso típico, por lo tanto, el inversor se engañaría si esperase encontrar en las obligaciones convertibles la combinación ideal de la seguridad de una obligación de máxima categoría y la protección de precio junto con la posibilidad de beneficiarse de una subida de la cotización de las acciones ordinarias.

Es posible que éste sea el momento adecuado para plantear una sugerencia sobre la «obligación a largo plazo del futuro». ¿Por qué no deberían

dividirse los efectos del cambio de tipo de interés de alguna forma práctica y equitativa entre el prestamista y el prestatario? Una posibilidad consistiría en vender las obligaciones a largo plazo con unos pagos de intereses que variasen en función de un índice apropiado del tipo vigente. El principal resultado de este tipo de acuerdo sería: (1) la obligación del inversor siempre tendría un valor principal cercano a 100, si la empresa mantenía su calificación de solvencia, pero los intereses recibidos variarían, por ejemplo, junto con el tipo ofrecido en las nuevas emisiones convencionales; (2) la entidad emisora dispondría de las ventajas de la deuda a largo plazo, librándose de los problemas y costes de las frecuentes renovaciones de la refinanciación, pero por otra parte sus costes por intereses cambiarían de un año a otro.⁴

Durante la última década el inversor en obligaciones ha tenido que enfrentarse a un dilema cada vez más serio: ¿Debería optar por la absoluta estabilidad del valor del principal, aceptando unos

tipos de interés variables y normalmente bajos (a corto plazo)? ¿O debería optar por una renta de tipo fijo, con considerables variaciones (normalmente a la baja, por lo que parece) en su valor principal? Sería bueno que la mayor parte de los inversores llegasen a una solución de compromiso entre estos extremos, y pudiesen estar seguros de que ni la rentabilidad por intereses ni el valor de su principal iban a quedar por debajo de un mínimo declarado en un plazo de, por ejemplo, 20 años de duración. Esta situación podría organizarse, sin grandes dificultades, instrumentándose en un contrato de obligación adecuado que tuviese una forma nueva. Nota importante: en la práctica, la Administración estadounidense ha llegado a una solución similar al combinar los contratos de los bonos de ahorro originales con sus prórrogas a unos tipos de interés más elevados. La sugerencia que planteamos en estas líneas cubriría un período de inversión fijo más largo que el de los bonos de ahorro, e introduciría más flexibilidad en las

estipulaciones sobre los tipos de interés.*

Prácticamente no merece la pena hablar sobre las acciones preferentes no convertibles, ya que su especial naturaleza tributaria hace que las seguras sean mucho más deseables para las personas jurídicas, por ejemplo, para las compañías de seguros, que para las personas físicas. Las de peor calidad siempre experimentarán grandes fluctuaciones, en términos porcentuales, no muy diferentes de las de las acciones ordinarias. No podemos hacer ninguna indicación útil sobre este instrumento. La posterior tabla 16.2, pág. 434 ofrece cierta información sobre las variaciones de precios experimentadas por las acciones preferentes no convertibles de peor calidad entre diciembre de 1968 y diciembre de 1970. El declive promedio ascendía al 17%, en comparación con el 11,3% del índice compuesto S&P correspondiente a las acciones ordinarias.