
COLECCIÓN DE LIBROS DE INVERSIÓN VALUE SCHOOL-DEUSTO

INVERTIR CON JOHN NEFF

JOHN NEFF

Prólogo de

CARLOS SANTISO

Senior Portfolio Manager en Andbank



DEUSTO

Invertir con John Neff

JOHN NEFF
en colaboración con
JOHN WINTZ

Traducción de Alexandre Casanovas



EDICIONES DEUSTO

Título original: *John Neff on investing*

© John Neff y Steven L. Mintz, 1999
Todos los derechos reservados
Publicado por John Wiley & Sons, Inc.

© de la traducción: Alexandre Casanovas, 2021

Value School agradece especialmente la contribución de las siguientes personas a la edición de esta obra: Nicolás Albert, Joaquín Aranzábal y Mercedes Catalá, Carmen Bouzas, Francisco Cano, Federico Castro Rial-Schuler, Carlos Galán, José Luis Gómez Corchero, Joaquín Grech, Pablo Martínez Bernal, Miguel Ángel Martín, Antonio Ortega, Javier Placer, Buy & Hold Capital y Cluster Family Office.

© Centro de Libros PAPP, SLU. / Value School, 2021
Deusto es un sello editorial de Centro de Libros PAPP, SLU.
Av. Diagonal, 662-664
08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

ISBN: 978-84-234-3253-0
Depósito legal: B. 5.141-2021
Primera edición: mayo de 2021
Preimpresión: Pleca Digital, S. L. U.
Impreso por Romanyà Valls, S. A.

Impreso en España - *Printed in Spain*

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

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

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

Sumario

| | |
|--|----|
| <i>Prólogo a la edición española</i> | 11 |
| <i>Prólogo</i> | 15 |
| <i>Prefacio</i> | 21 |
| Introducción. La saga de Citi | 27 |

PRIMERA PARTE

EL CAMINO A WINDSOR

| | |
|-----------------------------------|----|
| 1. Viaje al este | 35 |
| 2. Mantenerse a flote..... | 43 |
| 3. Entrenamiento básico | 55 |
| 4. Las horas del banquero | 69 |
| 5. Bautismo de fuego..... | 83 |
| 6. Coger el timón de Windsor..... | 95 |

SEGUNDA PARTE

PRINCIPIOS IMPERECEDEROS

| | |
|--|-----|
| 7. Elementos de estilo | 111 |
| 8. La sección de oportunidades | 141 |
| 9. Cuidado y mantenimiento de una cartera de PER bajo | 159 |

TERCERA PARTE
UN DIARIO DEL MERCADO

| | |
|---|-----|
| 10. La temporada tonta | 197 |
| 11. Cuatro yardas y una nube de polvo | 235 |
| 12. Lo que hay que tener | 271 |
| 13. Los buenos perseveran | 311 |
| 14. <i>Déjà vu</i> | 347 |
| | |
| Epílogo. Ríos y mercados | 359 |
| Apéndices | 367 |
| Agradecimientos | 381 |

Viaje al este

En los primeros días de enero de 1955, una gélida mañana marcaría el inicio de mi carrera como inversor. Trata de imaginarte a un exmarinero de veintitrés años, recién graduado de la universidad, que está esperando en la salida de Toledo que lleva a la recién estrenada autopista de Ohio, y que hace autostop para llegar a Nueva York. Hoy en día, este punto de partida, no muy brillante que digamos, se le antoja bastante extraño a la legión de aspirantes a un puesto de trabajo que, en cuanto salen de la facultad, andan a la búsqueda de prestigio y generosos incentivos. Nadie se ofreció a pagarme un billete de autobús, ni mucho menos uno de avión y un lujoso hotel. Me las arreglé con mi mochila, algo para comer y 20 dólares en el bolsillo. Hacer autostop era el único medio de transporte que podía permitirme si quería llegar a tiempo a las entrevistas de trabajo que tenía al día siguiente en Nueva York.

En aquellos primeros tiempos de las autopistas interestatales, supongo que los conductores debieron pensar que yo parecía poco amenazador. No había tantos coches y la gente no pensaba tanto en la posibilidad de ser víctima de un delito. Por lo que sea, el autoestopista gozaba entonces de ser visto con mayor simpatía. No tuve que esperar mucho para ponerme en camino. No recuerdo los detalles de nuestra conversación, pero como estába-

mos haciendo la ruta Ohio-Nueva York, seguro que hicimos algún comentario sobre las Series Mundiales de 1954. Los New York Giants —por aquel entonces— habían barrido a los Cleveland Indians en cuatro partidos. Como siempre he sido fan de los Detroit Tigers, podía contemplar aquellas derrotas con cierta distancia.

Sabía muchas más cosas sobre béisbol que sobre inversiones. En aquella época, la mayor parte de lo que sabía sobre el mercado venía de un par de clases en la universidad sobre la materia. No estaba preparado para elogiar las virtudes del mundo de la inversión y tampoco sentía la menor inclinación a hacerlo, lo que probablemente era normal. En aquella época, y para una gran mayoría de estadounidenses, el mes de octubre de 1929 y la Gran Depresión aún condicionaban las opiniones sobre la bolsa. El índice Dow Jones por fin había vuelto a máximos de 1929 —26 años después—. Cuando me preguntaron cuál era mi cometido, me limité a decir que iba a Nueva York para encontrar trabajo.

Durante un tramo del largo viaje a través de Pensilvania, acompañé a un experiodista reconvertido en camionero que había vivido un tiempo en el sur de Texas, cerca de Corpus Christi, la ciudad donde yo había ido al instituto. En cierto sentido, los dos estábamos en el exilio, aunque en mi caso la pena era autoimpuesta. Él culpaba de su partida a una bronca con un político importante de Texas llamado George Parr, un hombre conocido por conseguir los votos que decantaron a favor de Lyndon Johnson las elecciones al Senado de 1948, en las que venció a Coke Stevenson por una mayoría de sólo 94 votos. Aquella elección fue tan reñida que sólo unos cientos de votos en sentido contrario habrían podido cambiar el rumbo de la historia presidencial. Con el tiempo, los críticos dedicarían al futuro presidente un apodo bastante cínico que acabaría haciendo fortuna: Lyndon *el Arrollador*.

Tras 16 horas y unos mil kilómetros, el quinto coche al que su-
bía me dejó en un aparcamiento para camiones de Jersey City, más o menos a medianoche. Mi llegada triunfal a la Gran Manzana me exigió un largo paseo nocturno y recurrir al transporte pú-

blico, para que la única persona que me diera la bienvenida fuera el portero de noche que me inscribió en el albergue de la YMCA⁵ de la calle Treinta y cuatro. Las instalaciones carecían del encanto del albergue de la «Y» de Grand Rapids, en Míchigan, donde viví tras dejar el instituto mientras compaginaba dos trabajos a la vez. Pero había conseguido llegar a Nueva York, y más o menos a tiempo. Sólo necesita dormir lo suficiente como para estar ágil y despierto en las cuatro entrevistas que había concertado al día siguiente.

Bombazos y teletipos

Los nuevos rascacielos han cambiado el distrito financiero y la era de la información ha transformado el parqué de la Bolsa de Nueva York (el NYSE) desde aquel día de 1955 en que empecé a buscar trabajo, pero el cruce de Wall Street y Broad Street conserva el mismo aspecto que tenía entonces. La bolsa sigue dominando uno de los chaflanes; justo enfrente se levanta el Federal Hall, donde George Washington hizo el primer juramento presidencial. Mientras que el tercer edificio imponente alberga el banco que J. Pierpont Morgan ayudó a levantar. Su fachada aún muestra las cicatrices causadas por la explosión de una bomba colocada por un anarquista, que hizo temblar Wall Street un ajetreado jueves de septiembre de 1920.

Desde que emprendiera mi carrera como inversor, otra explosión más sutil, pero con una onda expansiva mayor, había hecho temblar Wall Street. Durante la década posterior a la Segunda Guerra Mundial, Wall Street era un negocio anticuado y adormecido. Nadie soñaba con la posibilidad de negociar las comisiones, ni tampoco con la posibilidad de operar con medios electrónicos que permitieran a los inversores independientes vender y comprar acciones al instante. Las acciones sólo cambiaban de manos por las órdenes que lanzaban grupos de brókeres, todos hombres, que actuaban en representación de personas y familias muy adi-

5. YMCA, Young Male Christian Association (Asociación Masculina de Jóvenes Cristianos). También conocida como la «Y» a secas. (*N. del t.*)

neradas y de unos pocos gestores de fideicomisos. De hecho, muchos brókeres pertenecían a esas mismas familias adineradas o tenían algún tipo de relación con ellas. Debido a la prohibición de poseer acciones ordinarias, según las conservadoras leyes promulgadas tras el crac del 29, la mayoría de los fondos de pensiones y el resto de los inversores institucionales dependían sobre todo de bonos y acciones más seguras. Digamos que el sector de los fondos de inversión no existía.

Muy poca gente tenía televisor, por no hablar de ordenador en casa o de acceso a la CNBC para consultar los precios de las acciones y el volumen negociado. Para seguir la actualidad de la bolsa en 1955, los inversores dependían de los antiguos teletipos. Y, con demasiada frecuencia, esos teletipos funcionaban a trompicones; imprimían diez caracteres, se detenían un rato y, entonces, imprimían diez caracteres más. A ese ritmo, los teletipos iban por detrás de la negociación, a pesar de que en raras ocasiones se superaban los cinco millones de acciones diarias —tantas acciones como podían negociarse en un día ajetreado, o quizá no tanto, por aquella época—. Las órdenes para comprar o vender acciones se anotaban a mano en trocitos de papel; y entonces un sistema de tubos neumáticos llevaba los papelitos a la trastienda para poder ejecutar la orden. Para mostrar los cambios de las cotizaciones en el parqué, los trabajadores de la bolsa tenían que mover unos marcadores mecánicos que iban fijados a un poste. Cuando las órdenes volaban, actualizar las cotizaciones representaba todo un reto. En los aledaños de la bolsa, casi todas las agencias de inversión tenían a unos cuantos trabajadores que se dedicaban a borrar de una pizarra las cotizaciones antiguas cuando había un cambio y a escribir a tiza las nuevas.

Los increíbles bancos de inversión de hoy en día eran bastante desconocidos lejos del distrito financiero de Nueva York. Para los que estaban en el ajo, las denominadas «casas de teletipos» dominaban Wall Street. Estas casas tenían oficinas en otras ciudades y transmitían las órdenes de compraventa a través de la línea telefónica. Merrill Lynch era la más grande y sus recomendaciones siempre condicionaban el mercado. Si Merrill ordenaba a sus tropas que recomendaran a sus clientes la compra de Penn

Central Railroad, un volumen de órdenes de medio millón de acciones atascaba la capacidad de las oficinas de Wall Street. En las ciudades del interior, como Cleveland o Toledo, un puñado de agencias de inversión locales e independientes dominaba cualquier negociación que pudiera producirse.

En retrospectiva, diría que mi decisión de ir a Wall Street es un reflejo de mi filosofía de inversión, una filosofía que, con el tiempo, me ha dado bastante buenos resultados a lo largo de mi carrera. En 1955, el mundo de la inversión estaba infravalorado y había perdido la comprensión del público. Cuando alguien con talento se ponía a buscar trabajo, pensaba en grandes empresas como Ford Motor o General Electric, con la esperanza de convertirse algún día en un titán de la industria.

Yo no tenía esa ambición. Por lo que a mí respecta, sería un artículo publicado en *Barron's* lo que me llevaría a los cursos de formación impartidos por cuatro grandes brókeres que operaban a escala nacional: Merrill Lynch, Blyth & Co., Smith Barney y Bache & Co. Dejando a un lado la confianza que yo pudiera tener en mi capacidad para convertirme en bróker, contaba con el apoyo de un profesor de finanzas que me había intentado convencer de que considerara la opción de trabajar en el mundo de las inversiones. Si no hubiera sido por el profesor Sidney Robbins, habría dado por sobreentendido que para tener éxito en el mundo de la inversión hay que disponer de una pequeña fortuna y de un título expedido por una de las universidades de la Ivy League.

Un inicio prometedor

Escogí un momento de lo más emocionante para empezar mi carrera como inversor. A pesar de que su reputación se había visto dañada, el mercado estaba empezando a recuperar su brillo. La confianza en las perspectivas de crecimiento de valores punteros como Union Carbide, Dow Chemical, Minnesota Mining & Manufacturing y Eastman Kodak disparó sus precios a máximos históricos. Esa fe recobrada en la solidez de las acciones ordinarias

animó a los inversores a renunciar a unos ingresos seguros por la posibilidad de obtener ganancias de capital, sin mencionar los importantes ingresos por dividendos.

Mientras los años de posguerra empezaban a coger forma, la economía se fortalecía y los precios seguían estables. Al cierre del año anterior, el producto interior bruto de Estados Unidos estuvo a punto de llegar a los 400.000 millones de dólares, un nuevo máximo histórico. Como señal de esa prosperidad, los jugadores abarrotaban los campos de golf. Según datos de 1954, 3,8 millones de golfistas jugaban en aproximadamente 5.000 campos que ocupaban más de 600.000 hectáreas. El cuarto año de la segunda mitad del siglo xx también representó el sexto año consecutivo sin aumentos de precios significativos. Los economistas destacaron el marcado contraste con el fin de la Primera Guerra Mundial, cuando se produjo una caída de precios del 44 por ciento. Todas las señales eran positivas. Los pedidos de cualquier tipo de mercancía eran constantes y *The Wall Street Journal* anunciaba el 3 de enero que los ejecutivos de las grandes empresas planeaban ampliar sus fábricas por la solidez de las previsiones.

Como reflejo de todas estas señales de optimismo, el primer día de negociación de 1955 llevó el índice Dow Jones hasta los 408,89 puntos, un nuevo máximo histórico. El 3 de enero, Bethlehem Steel, Chrysler, General Motors, Eastman Kodak y la Standard Oil de Nueva Jersey estaban subiendo. Unos cinco millones de acciones cambiaron de manos; una nimiedad según los parámetros actuales, pero, en 1955, eso significaba el mayor volumen de los últimos cinco años. DuPont subió 4 puntos, hasta 171,5. A mi llegada a Nueva York, la ciudad rebosaba entusiasmo.

Mis entrevistas de trabajo no parecían plantear obstáculos insalvables. Con dos años de servicio en la Marina, un par de cursos completos sobre finanzas y un poco de experiencia como vendedor de la sección de zapatería de una de las principales tiendas de ropa masculina de Toledo (Ohio), yo tenía la preparación necesaria; o al menos eso creía. En cada etapa tuve que pasar por una miríada de exámenes y entrevistas orientados, presumiblemente, a descubrir si yo tenía lo que hay que tener. No me sentí intimidada-

do, insultado ni agobiado. Más tarde pensé que lo había hecho bastante bien. Sin embargo, decidí no quedarme en Nueva York esperando las deslumbrantes ofertas. Antes de descubrir qué clase de impresión había causado, volví a casa para hacer una entrevista más en el National City Bank de Cleveland. Pensando en un viaje más cómodo, y para estar seguro de que llegaba a tiempo, me permití la compra de un billete de autobús Greyhound. Un grupo de camioneros que subió al autobús se pasó la noche entera cantando.

No causé una gran sensación en Nueva York. En vez de presentarme sus ofertas de trabajo, Merrill Lynch y Blyth me rechazaron de plano. Smith Barney me invitó a hacer más exámenes y más entrevistas. Tras llegar a la conclusión de que mi voz carecía de la autoridad necesaria, Bache se ofreció a considerar mi posible candidatura para un puesto de analista de valores; no para corredor de bolsa. En un primer momento, la oferta de Bache no me sentó muy bien, pero al final me di cuenta de que, a la hora de ganarme la vida, estaba más capacitado para analizar valores y gestionar carteras que para trapichear con acciones. Los corredores de bolsa se ganaban bien la vida si hacían las cosas bien, pero se pasaban la mayor parte del tiempo dándose apretones de manos, y no tanto haciendo negocios. La rutina de un corredor de bolsa puede llegar a ser monótona y anquilosante, y yo necesitaba sentir curiosidad. Y si al final iba a ser analista de valores, Cleveland ya me parecía un buen sitio para estar —y con Lilli, mi mujer desde hacía cuatro meses, que había vivido toda su vida en Toledo—. Así que decidí que trabajaría en el banco.

No puedo decir que aquello fuera un premio de consolación por la fría acogida que me había dispensado, pero Wall Street sufrió un severo correctivo justo después de mi regreso a Cleveland. El 6 de enero, un jueves, tras la decisión de la Reserva Federal de elevar el margen exigido para adquirir acciones, de un 50 a un 60 por ciento del precio de compra, el Dow Jones sufrió un patinazo del 2,2 por ciento. Aquello suponía el mayor varapalo que recibían los accionistas desde el estallido de la guerra de Corea, hacía cinco años, según informó *The Wall Street Journal* al día siguiente. Y las cosas irían a peor antes de tocar fondo el 14 de enero.

Aunque estos acontecimientos representan el telón de fondo de mi estreno como profesional de la bolsa, en aquel momento apenas era consciente de lo que ocurría. El respeto por mis opiniones, la coherencia de mi estrategia —y, como dirían algunos, el punto de arrogante autoestima— aún me quedaban muy lejos.