

Miguel de Juan Fernández

Value Investing

Austria vs Salamanca

Una mirada crítica a la deriva
libertaria dentro de la Escuela Austríaca
y los riesgos que para ésta tiene

EOLAS
ediciones

Miguel de Juan Fernández

Value Investing

Austria vs Salamanca

Una mirada crítica a la deriva
libertaria dentro de la Escuela Austríaca
y los riesgos que para ésta tiene

Edita: Eolas Ediciones

Dirección editorial: Héctor Escobar

© Miguel de Juan Fernández, 2019

© Gráficos: sus autores

Diseño y maquetación: Martín Errand

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra (www.conlicencia.com; 91 702 19 70 / 93 272 04 47)

Depósito legal: LE. 858-2019

ISBN: 978-84-18079-15-3

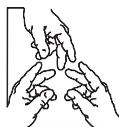
Impreso en España — Printed in Spain

Miguel de Juan Fernández

Value Investing

Austria vs Salamanca

Una mirada crítica a la deriva
libertaria dentro de la Escuela Austríaca
y los riesgos que para ésta tiene



EOLAS
ediciones

Sin embargo, ha habido muchos cristianos que, sin presumir de haber descubierto toda la verdad que yace en la vida económica, o de proclamar que hablan en nombre de la Iglesia, han querido ofrecer voluntariamente sus prudentes reflexiones y juicios sobre la dimensión económica de la vida basándose en una auténtica antropología cristiana.

Samuel Gregg

Economía básica para católicos, El Buey Mudo, 2011, p. 30

No soy teólogo, no soy economista... sólo soy un «cristiano que quiere ofrecer sus propias reflexiones» sobre lo que en los últimos meses me ha supuesto un choque frente a lo que pensaba que era la Escuela Austríaca de Economía y lo que, finalmente, he entendido que es. Lamentablemente uno es lento de entendederas y en muchas ocasiones puedo pecar de ingenuidad y confiar en unas primeras frases o unos primeros conceptos que aparecían como compatibles con lo que estimo correcto y que, con nuevas lecturas y más entendederas (sin exagerar... no nos hagamos excesivas ilusiones) han terminado siendo un auténtico bluf y una enorme decepción.

Creo que es importante, al menos para mí aunque creo que quizás también para otros, que estas reflexiones se hagan ya que, al igual que yo hay otras muchas personas que al calor (algunos dirían moda), auge y reconocimiento que el enfoque de inversión conocido como *value investing* ha tenido debido principalmente a su éxito a lo largo de muchas décadas, al entrar en este mundo *value* muchos se han encontrado, también, con que en el paquete ha venido de rondón la teoría de la Escuela Austríaca de Economía... como si ésta fuera la «economía del *value*» y cumpliera todos los requisitos o como si fuera promovida por todos los inversores *value*. Más aún, incluso pareciera a algunos que no se puede practicar el *value*

22 | *investing* sin tener un conocimiento exhaustivo y comulgar con las proposiciones de los austríacos.

Dado que muchos han llegado al *value* debido al éxito que éste tiene y debido también al respeto que muchos de sus representantes se han ganado a lo largo de los años, cuando algunos de éstos, principalmente en España pero no sólo, han empezado a alabar la visión **económica** de la Escuela Austríaca cuyos postulados encajan con la visión económica que el propio *value investing* tiene generalmente, es menester, pienso, el alertar a unos y otros de que tengan cuidado con lo que la Escuela Austríaca representa y lo que no, lo que es compatible con el *value investing* y lo que no —hablando del tipo de valores morales que parecen subyacer en el *value*—, ya que, tal y como pretenden algunos —**que no todos**— de los proponentes de la Escuela Austríaca (debo agradecer a mi amigo Luis Alberto Iglesias por insistir en que recalque esta apreciación), no se queda simplemente en el ámbito económico —que sería lo natural— sino que se expande fuera del ámbito de la ciencia económica y expande la ideología libertaria (que no simplemente liberal) a ámbitos de la vida y de la visión del Hombre donde, estoy convencido, muchos de estos inversores no se verían cómodos ni por asomo.

A lo largo del libro, englobaré la crítica a la Escuela Austríaca **no en relación a los postulados económicos** con los que, en líneas generales estoy de acuerdo ya que, como veremos, en cierto modo, fueron postulados desarrollados por los escolásticos salmantinos, aunque veremos, también, que estoy más de acuerdo con los escolásticos que con los austríacos. Cuando hablemos de precio de mercado, por ejemplo, que es el único precio válido para la Escuela Austríaca, veremos que los salmantinos también lo asumían —antes que los austríacos, evidentemente— **pero incluían además otras salvedades ya que no siempre las situaciones de mercado o los precios «libremente» acordados son siempre «justos»**, veremos como los salmantinos llevaban su desarrollo intelectual más allá de lo que son algunos de los postulados austríacos. **Pero, insisto, no es mi crítica a la parte económica de la Escuela Austríaca, sino al camino que veo que algunos están defendiendo en temas sociales, políticos y, principalmente, humanísticos donde considero que ni es justo que se asocien a la Escuela de Salamanca ni tampoco al *value investing*.**

Aunque la Escuela Austríaca engloba diferentes «sensibilidades», desde el más conservador Friedrich A. Hayek —aunque él no se considerara así— al más extre-

mista y adalid del anarcocapitalismo libertario, Murray N. Rothbard y, a sabiendas de que la generalización puede ser injusta, he preferido asumir como idea central de la postura que critico la más extrema de Rothbard. Aunque en algunos momentos englobe a los tres grandes austríacos modernos: Ludwig von Mises, Friedrich A. Hayek y Murray N. Rothbard, como si todos ellos defendieran los postulados más extremos (**que no es así**), intento explicar que, por ejemplo Hayek adopta posturas que son más «conservadoras» (aunque no le guste) y que en algunos casos se dio cuenta de que planteamientos que había estudiado y defendido junto con su maestro Mises no eran correctos y llevaban a un camino que no le gustaba... Insisto, aunque en ocasiones queden englobados como si fueran defensores de las posturas extremas de Rothbard, no era así.

Sin embargo, veremos cómo los tres parten de errores fundamentales desde la base de su propia argumentación: por ejemplo Mises desde su utilitarismo a ultranza que, aunque Hayek termina repudiando no es capaz en su último libro *La fatal arrogancia* de desembarazarse completamente del mismo. Veremos a Hayek defendiendo su postura moral en base a la evolución para, contradecirse y reconocer que los valores morales nacen a la par que la razón, es decir, que forman parte de la naturaleza del Hombre. Veremos, a Rothbard mintiendo y tergiversando a autores como el escolástico Francisco Suárez o al «padre del liberalismo» John Locke y generando una «ética» de la libertad completamente alejada de la realidad y de cualquier concepto de ética.

Dado que la crítica del libro no va, insisto una y otra vez, a los postulados económicos de la Escuela Austríaca sino a la deriva ideológica que su «desanclaje» con la esencia real del liberalismo está llevando a muchos a caer en lo que llaman libertarianismo o anarcocapitalismo, y que hace que los propios miembros de la Escuela Austríaca vean con estupor dicha deriva por las consecuencias tan extremas y por los postulados sobre el Hombre que proponen, es por lo que he decidido escribir estas reflexiones. Pienso que serán útiles, no solo a los interesados en el *value investing* o a aquellos que están interesados en la parte económica de la propia Escuela Austríaca, así como a aquellos que miran con respeto el trabajo de nuestros escolásticos del Siglo de Oro. Los primeros para que sepan que no necesitan saber de economía. Los segundos para que sepan que la esencia del liberalismo (como filosofía política o humanística) no tiene nada que ver con los postulados que se defienden actualmente por los seguidores del icono austrolibertario: Rothbard y

24 | puedan, así, ver dónde nace el error y cómo evitarlo en sus argumentaciones. Y los terceros para que vean cuán grandes fueron aquellos escolásticos que sólo con su capacidad de raciocinio y con el marco intelectual y la cosmovisión del cristianismo lograron alcanzar tales cotas de excelencia.

Dentro del ámbito profesional en que me muevo, el *value investing*, no es preciso contar con un marco teórico sobre la ciencia económica; de hecho, la ventaja del *value investing* es que sólo exige de uno que sea capaz de comprender una determinada empresa, leer sus cuentas y comparar si su precio en el mercado ofrece un adecuado margen de seguridad... y entonces tener la fortaleza de carácter para invertir en dicha empresa. Y, personalmente, no suelo perder tiempo a la hora de gestionar las inversiones del fondo en mirar la macroeconomía. Para nada. Y no soy ni el único ni, desde luego, el más importante. Una cosa es conocer las decisiones macroeconómicas que los países y banca central están tomando y pensar en cuáles puedan ser sus consecuencias y otra muy distinta que mis decisiones, o las de otros inversores *value*, dependan de dichas políticas macro. Como Warren Buffett comentaba en la época en que Alan Greenspan era el gobernador de la Reserva Federal «*si Greenspan viniera a decirme qué iba a hacer mañana con los tipos de interés, no modificaría lo más mínimo mi forma de invertir*»... por mucho que se empeñen los nuevos llegados al *value* o a los austríacos, no es necesario estudiar la teoría económica de la Escuela Austríaca para ser un inversor *value*. Como digo, quizás pueda ser un extra tener dicho conocimiento, pero de la misma forma que debemos ser conscientes de los límites de los métodos de valoración de empresas, también hemos de ser conscientes de los límites de cualquier teoría desarrollada por el ser humano. No es palabra de Dios... y nunca mejor dicho.

Sin embargo, insisto, sin ser necesario ese marco teórico nunca está de más tener una visión lo más clara posible sobre los aspectos económicos que puedan afectar en conjunto al desarrollo de esas empresas y que sirva para entender los motivos, causas y efectos que diferentes decisiones de política económica puedan suponer, porque dichos conocimientos o razonamientos sobre el funcionamiento de la economía pueden ser útiles tanto para valorar la eficiencia de unas decisiones políticas o, simplemente, para conocer las consecuencias a futuro que puedan tener. Algunas consecuencias nos afectarán como ciudadanos (por ejemplo en forma de mayores o menores impuestos), otras nos afectarán como inversores (por ejemplo para estimar la conveniencia de una emisión de bonos por parte de un país o de una empresa

que ya están excesivamente endeudados), pero en todo caso, dichos conocimientos son sólo un conocimiento extra, no es imprescindible para moverse en el mundo *value*... por poner otro ejemplo de Buffett, cuando hacía un repaso de alguno de sus conocidos que habían sido grandes inversores *value* decía que muchos de ellos desconocían lo que era la *beta* (una medida de riesgo relativo —mejor dicho, de volatilidad relativa— conocida ampliamente en el mundo académico y que no tiene mucha aplicación en el mundo *value* real) y que *tampoco les importaba lo más mínimo*; de la parte macro se podría decir otro tanto.

De ahí que, cuando en su día llegué a la Escuela Austríaca de Economía de rebote o mejor dicho de forma indirecta: a través de leer a un inversor *value* australiano donde hablaba de la misma —Chris Leithner de cuyos libros he aprendido continuamente—, encontré un enfoque o una visión de la economía que, para mí, tenía todo el sentido del mundo.

Lo que me atrajo de sus postulados económicos fue que me resultaron coherentes con lo que veía desde el ámbito de la inversión (por ejemplo, el concepto de inflación y quién es o quiénes son los auténticos culpables de la misma; por ejemplo, la importancia de un tamaño de Estado relativamente modesto para que pueda funcionar la sociedad civil, o la defensa del patrón oro como cuestión de principio sobre el dinero, etc., que son puntos, por ejemplo, que también encajan con los postulados de la Escuela de Salamanca y, con ellos de la propia Iglesia) y encajaba (o eso creía yo) con el aspecto moral que desde la primera vez que leí a Warren Buffett he visto resaltado en el *value investing*... una moralidad que parecía extraída directamente de las Sagradas Escrituras. O como podríamos decir también, la moralidad del viejo medio Oeste americano (en España la referencia podría ser, más bien, a los años 50 y 60, es decir a la moral preconciliar tradicional antes de que el «*bumo de Satanás*» atravesara los muros de la Iglesia como bien dijo el Papa San Pablo VI y cuyos frutos los estamos viendo en estos últimos tiempos).

No es casual esta última apreciación al viejo medio Oeste pues en los últimos tiempos parece que algo está cambiando y, en cierto modo, varios profesionales con diferentes estilos de inversión o intereses vitales están echando un nuevo vistazo o directamente tratando de recuperar aquel viejo medio Oeste de los años 50–60 del siglo xx, explicitando en varios casos los valores que hoy consideraríamos como «caducos» o tradicionales (Leithner, por ejemplo habla de «burgueses» en su último

26 | libro donde hace hincapié en esos valores que se han perdido). Por eso la imagen elegida para la portada nos trae a quien, seguramente, mejor representa dichos valores y dicha moral tradicional de ese viejo medio Oeste americano de los años 50–60: John Wayne (no he sido el único ni el primero en usar su imagen, en este caso en el papel de Tom Doniphon en la grandísima película *El hombre que mató a Liberty Balance* —*The Man Who Shot Liberty Valance* (1962), de John Ford, la quintaesencia del Cine—, gracias a la profesora Amy Wax y su colega Larry Alexander por la inspiración.

Y ahí, en esa sociedad con valores tradicionales sólidos, es donde, como espero mostrar en estas páginas, la vida y la moral estaba muy influida —o mejor dicho, tenía muy presente— las enseñanzas del Antiguo y Nuevo Testamento. Esta sensación de «cambio» o de volver a los orígenes —entendidos como esa vuelta a la forma de vivir y ver la vida de mediados del siglo pasado— se ha visto influenciada por el efecto colateral de la Gran Recesión, la Crisis Financiera Global que afectó a las economías en 2007–2008 y que ha llevado a que los grandes damnificados sean las clases medias... aquellas que, se suponía, mejor mostraban las ventajas del sistema económico y financiero que tenemos y que como mostraré, se siguen viendo perjudicadas por un sistema financiero que juega con las cartas marcadas y donde la Escuela Austríaca, mientras defiende volver a los principios saludables —siguiendo en este sentido las opiniones que defenderían los Escolásticos de Salamanca— a la vez defiende que se mantenga el entramado de privilegios, no todos desde luego aunque muestran una incoherencia significativa, que afecta, principalmente, a esas clases medias.

Veremos a lo largo del libro que la idea de la defensa de la libertad es muy anterior al nacimiento del «liberalismo» como filosofía política de la mano de John Locke y veremos que la esencia, en realidad, es una esencia cristiana (no estoy hablando de fe, sino de cosmovisión o, si lo preferís, de filosofía) y que esa inicial idea de la defensa de la libertad del Hombre ha sido trastocada en algo que, aunque sigue recibiendo el nombre de liberalismo, se está convirtiendo cada vez más en una horrorosa caricatura que llaman libertarismo, completamente alejada de sus orígenes que le daban fundamento real porque sin traicionar dichos orígenes, no podrían caminar por la senda que siguen actualmente. Veremos como incluso, defensores de la idea del liberalismo clásico o conservador, se ven preocupados o asustados de la senda emprendida por la vanguardia de esta filosofía, que expandiéndose fuera del ámbito económico intenta crear una cosmovisión más perturbadora.

Intentaremos explicar la importancia de que el liberalismo retorne a esa esencia primigenia que es la que merece realmente la pena, porque se asienta sobre bases firmes y coherentes, sin falsedades ni tergiversaciones. Y es para estos liberales que consideran que la idea de la libertad del Hombre es hermosa y digna de luchar por ella, para los que se escriben —como dije más arriba— estas reflexiones... para que ellos mismos puedan defender la auténtica libertad y no la licencia absoluta que parece que va calando cada vez más en el ánimo de los nuevos llegados como la esencia real del liberalismo. La libertad no es licencia. La libertad no es absoluta y quienes la defienden (con la excepción de «no violencia» y «no fraude») están errados... pues el punto de partida del que nace la argumentación que defienden se inicia con una mentira y una ocultación como veremos en su momento.

Como digo, la enorme decepción que me ha llevado a escribir estas reflexiones ha sido debida a descubrir ciertos aspectos sobre la Escuela Austríaca de Economía que, sencillamente, no me esperaba. **Estos aspectos tienen que ver con lo que en realidad no pertenece a la ciencia económica** (lo repetiré cien veces si es necesario), sino que enlazan con la ideología libertaria que la sustenta y que los miembros principales de dicha Escuela han promocionado fuera del ámbito de la economía y, como venimos diciendo, enlazan con una ideología liberal que, en palabras de pensadores liberales, se ha apartado de su esencia auténtica... o, como veremos, siguiendo el ejemplo del Proyecto Chicago (por la Facultad de Economía de la Universidad de Chicago), tratan de ofrecer una cosmovisión del mundo, del Hombre y de las relaciones humanas *exclusivamente* desde la órbita del liberalismo y la economía. Al igual que para el Proyecto Chicago *todo* puede ser reducido a la economía... *todo* es economía. Y, obviamente, están completamente equivocados.

Repito de nuevo que, aunque la crítica la englobe en una denominación «Escuela Austríaca» que agrupa visiones muy diferentes de esa cosmovisión extremista de Rothbard, considero que es útil criticar dicho extremo y alertar a los propios austríacos de hacia dónde les lleva admitir que otros, más extremistas que ellos como lo es el adalid Murray N. Rothbard (o en España Jesús Huerta de Soto y otros), asocien su imagen, asocien sus postulados a algo que ellos mismos no defienden y que incluso, consideran —como me recalca mi amigo— una *boutade*, un *show*. Sin embargo, ese espectáculo lamentable queda asociado al *totum revolutum* de la idea que de la Escuela Austríaca pueda hacerse cualquier recién llegado. Y es un peligro grande, a mi modo de ver.

A mí no me ha gustado ver y leer declaraciones o libros de aquellos que se denominan como «continuadores» de los Escolásticos de Salamanca, cuya guía llevaba a un lugar determinado, y encontrarme que estos supuestos «continuadores» han terminado defendiendo lo contrario que los escolásticos. Me da que alguien no ha seguido bien las indicaciones para ir por la carretera y se ha desviado hace ya mucho, mucho tiempo. Tampoco me gusta que intenten asociarse al *value* como si fuera necesario que ambas fueran de la mano... no porque esté en contra de los postulados económicos —insistiré mil veces— sino porque, en primer lugar el *value* no necesita de Escuela económica alguna (e incluso el propio Buffett estaría en contra de ciertos postulados económicos que los austríacos defienden), sino, específicamente, porque considero que los valores morales que subyacen en el *value* tienen más que ver con la Escuela de Salamanca y la moral tradicional, que no con los postulados morales que defienden los extremistas infiltrados en la Escuela Austríaca que debería ser «de Economía» y parece que tratan de convertirla en otra cosa.

De la misma forma que a mí no me gusta que suceda eso —que se asocien a quien no deben— creo que, por el propio interés de los miembros de la escuela «económica» austríaca, es importante que tengan las herramientas necesarias para poder contrarrestar esa insistente senda hacia el libertarianismo que, otros, pretenden imponerles. El espectáculo —por usar el ejemplo de mi amigo Luigi— puede terminar siendo contraproducente, no para el *value* que viaja por otro camino, no para los escolásticos cuyo legado permanece y debería reverdecerse pues tiene muchísimo que aportar, sino para los propios «austríacos». No merece la pena, desde mi punto de vista, estar asociado o que le asocien a uno a un *mal espectáculo*.

La decepción ha sido comparable a la de aquel que ha confiado en lo que alguien le dice que es su objetivo en la vida, su proyecto, aquello en lo que cree y que, curiosamente, coincide con lo que tú mismo piensas y crees. Y cuando has dado tu confianza, te encuentras con que no era cierto aquello que te habían «vendido», no era cierto que su proyecto, cosmovisión, creencias o sistema de valores fueran los mismos que los tuyos. Haciendo la broma podríamos decir con Groucho Marx que sentía que me habían admitido en un club al que nunca hubiera debido ir. Te sientes totalmente decepcionado. Este fue mi caso...

Para bien o para mal, soy creyente católico (supongo que no habrá que añadir «apostólico y romano», porque va de suyo)... pecador pero creyente. Nunca he

tenido una crisis de fe, nunca he tenido una «noche oscura del alma» como decía San Juan de la Cruz (se ve que no soy digno de ello... ya lo he dicho: soy pecador, no un santo), y siempre a lo largo de mi vida he sentido que el Padre siempre ha estado conmigo. Yo me habré alejado de Él, pero no puedo negar que siempre le he sentido a mi lado. No digo esto para ponerme ninguna medalla, sino para explicar mi punto de vista; no soy del Opus ni de ninguna otra organización, aunque siendo más joven en el colegio estuve en unos grupos de jóvenes que estábamos interesados en conocer y profundizar nuestra fe y hacíamos campamentos y lo pasábamos muy bien. En toda mi vida, cuando algo ha chocado con la fe que la Iglesia de Roma nos ha transmitido siempre he tenido claro que es a la Iglesia a quien debo darle mi voto de confianza... incluso cuando son temas no directamente relacionados con la Fe o la Religión.

Y ese voto de confianza, a lo largo de mi vida no me ha pesado. Finalmente se ha demostrado que la postura de la Iglesia era la correcta, la que tenía razón. En este caso ha pasado exactamente así y trataré de explicarlo en las páginas que siguen (aunque la razón la tenía la postura de la Iglesia ya hace varios siglos). Confié desde el punto de vista económico en que la Escuela Austríaca de Economía era la versión más correcta, no sólo porque sus postulados económicos encajaban muy bien con la postura que muchos en el *value investing* entienden como una economía prudentemente gestionada como he dicho, sino también —y era un plus de veracidad de los postulados— porque, según decían, *eran seguidores de la Escuela de Salamanca*.

Como veremos y como otros autores han mostrado, no es cierto que la Escuela Austríaca sea seguidora de la Escuela de Salamanca. Más bien la sensación que tengo y que con el paso del tiempo más veo confirmada, es que los austríacos han tomado prestado de los escolásticos salmantinos aquellos desarrollos económicos que les han interesado... *y han olvidado, despreciado o nunca han conocido el resto de los postulados de la Escuela de Salamanca*.

Y sin embargo, insistiendo en que no es necesaria una escuela económica para practicar el *value investing*, es la Escuela de Salamanca la que tiene más relación con el *value investing*... precisamente porque ambos incorporan los aspectos morales mientras la Escuela Austríaca, llevada por la ideología del liberalismo mal entendido, se aleja más y más de la verdad del Hombre (recordad, nuevamente, que la crítica no es a los postulados económicos —ni desde luego a la persona de Rothbard en sí—, sino a la filosofía política que plantea esa deriva libertaria dentro de la

30 | Escuela Austríaca y que, sean muchos o pocos los que la defienden, hacen mucho ruido y gozan de enorme capacidad de influencia). Más aún, intentaré mostrar que, precisamente, mientras los *value investors* damos importancia, consciente o inconscientemente, al aspecto moral (tanto en el trato con los inversores, como en el tipo de gestores o directivos que estamos buscando, como en el propio ejemplo de los principales representantes de este enfoque de inversión, como en el mismo «trabajo») —un aspecto moral que deriva del Cristianismo y no de ninguna otra religión, filosofía o ideología— los austrolibertarios no son siquiera conscientes, al menos de momento, de hacia qué tipo de Hombre les lleva su propia ideología. Cuando alguno de ellos ha visto hacia donde le llevaba —por ejemplo Hayek (que tampoco estaría conforme con la etiqueta «libertario» porque era el más conservador de los tres grandes *popes*)— intentaron alejarse y poner distancia de por medio, pero incluso con ese esfuerzo de honestidad, su razonamiento (me refiero siempre al filosófico, no al económico) sigue pecando del mismo error de base.

Han exaltado a la «Libertad» como el *summum* de todas las virtudes y bondades... y mientras teóricamente defienden dicha ideología no son capaces de asumir realmente las consecuencias que se derivan de la misma. De hecho, incluso los más radicales entre ellos, por ejemplo, Murray Rothbard en quien se centrará principalmente la crítica del libro como paladín del libertarianismo más acerado y más alejado de los postulados de muchos de los miembros actuales de la Escuela Austríaca, no llega en la defensa de su doctrina al auténtico extremo lógico del camino o concepto de la «libertad» que pretenden defender. Incluso él mismo en su defensa de la «libertad» entiende que ha de aplicarle algún límite (o teme hacia dónde le puede llevar el no poner ningún límite). Pero si el liberalismo que proponen los libertarios es una ideología válida debe serlo también en el extremo del razonamiento, en su consecuencia máxima... el mismo razonamiento del libertarianismo no debería quedarse parado una estación antes del final del viaje sólo para que esa conclusión —no extrema— les parezca válida o digerible. Insisto, si el liberalismo alejado de su esencia inicial y auténtica que proponen como ideología es válida ha de serlo en su extremo... y si no es así entonces como ideología o filosofía de la vida o de comportamiento no merece la pena seguirla.

Una ideología, insisto, de ser válida, ha de serlo no a trozos, no en circunstancias particulares, sino que ha de ser válida en todo momento y llevada hasta sus últimas consecuencias. El liberalismo como filosofía política o cosmovisión del Hombre que

permea toda la Escuela Austríaca actual —que se compone de liberales clásicos o conservadores que dirá el profesor Contreras, intermedios como los seguidores de la postura y razonamiento de Hayek y, también, de libertarios anarcocapitalistas como puede ser el profesor Huerta de Soto— debería aplicarse hasta sus últimas consecuencias... de ese amplio campo de posturas, sólo los primeros: liberales «clásicos o conservadores» tratan de mantener la esencia real del liberalismo que, como veremos a través del ex senador italiano Marcello Pera, es una esencia cristiana; los demás parten de fuertes errores de inicio en su razonamiento y la diferencia principal es que unos han parado antes en su caminar, al ver las consecuencias y otros, los más extremistas, han seguido caminando y avanzando hacia una visión del Hombre absurda y terrible, pero ni aun así se decidieron a dar el último paso lógico a su postura: eliminar las restricciones que se han autoimpuesto. Ni siquiera Rothbard se atrevió a ello.

Y el problema que veo es que realmente existe un enorme desconocimiento de los conceptos, ideologías, políticas o filosofías de vida que generalmente defendemos. Quiero decir que, en muchos ámbitos, defendemos posturas basados en generalidades o simplezas respecto a tal o cual situación —sea política, económica, filosófica, religiosa...— y es entonces cuando nos encontramos con que, al escarbar algo más (si tenemos cierta curiosidad por aprender más sobre lo que «defendemos») descubrimos aspectos que nos chocan porque, en realidad, no es en ello en lo que creemos.

Defender que el Estado debe tener un peso relativamente limitado en la evolución de la economía, que los impuestos es preferible que sean bajos para que ese dinero esté en las manos de los ciudadanos, que las leyes han de ser iguales para todos y a ser posible que no haya excesiva regulación ni cambios regulatorios para facilitar la seguridad jurídica de todos (todo esto lo defendía la Escuela de Salamanca en líneas generales y no les convierte en austríacos, ni en proto-austríacos... sólo eran teólogos cristianos basándose en la doctrina de la Iglesia)... no implica defender la desaparición del Estado y llegar a la anarquía, no significa defender la evasión de impuestos o que los pobres no reciban ayuda de ningún tipo, ... y sin embargo, a veces, por el mismo desconocimiento de lo que realmente defiende una ideología o una filosofía, terminamos apoyando medidas que en modo alguno las hubiéramos defendido o apoyado si hubieran venido *en otro formato o con otra envoltura*. Y en este caso, la «envoltura» de la palabra **libertad** es muy atractiva y por ello, es muy fácil que personas de buena fe caigan en ella y terminen viéndose envueltas en defensa

32 | de determinados postulados que, de saberlo, nunca los hubieran apoyado en su sano juicio.

Es como si, usando un ejemplo algo tonto, me declarase como «liberal»... y mi interlocutor, sin preguntar nada más pero gracias a la imagen hermosa que tenemos de esa palabra asociada a la libertad se quedara pensando «ah, mira qué bien... un buen tipo»; pero si luego pregunta «¿y para ti, qué es la libertad?» y yo le respondo: «que todos los demás estéis en la cárcel como mis esclavos y así yo puedo hacer lo que se me antoje»... seguro que mi interlocutor, ahí, diría: «¡ostras... de majo, nada!... este tío está majareta y además es muy malo»... y con razón. En estos momentos, oímos la palabra libertad o liberal... y sonreímos de oreja a oreja sin preguntarnos qué quiere decir tal persona con esa palabra como en la película *Aterrizaje como puedas* cuando le cantan una canción a la niña enferma. Como en la película *Mars Attacks!*, que era una tontería de película, cuando los marcianos van disparando y matando a los terrícolas mientras les dicen: «No huyáis, no huyáis... somos vuestros amigos»... ¡y les estaban desintegrando! Sí, palabras bonitas hay muchas... y muchos quieren utilizarlas a su antojo. Y se nos avisó a todos con tiempo de sobra, no podemos ahora hacernos los despistados: *Por sus frutos los conoceréis* (Evangelio de San Mateo 7, 15–20), si a los marcianos de la película les hubieran juzgado por sus frutos verían bien claro que de amigos no tenían nada. La libertad o, mejor dicho, la idea de libertad que alguien defiende no puede aceptarse de forma ilusa sin más ni más, habrá que ver qué tipo de libertad es esa de la que habla y habrá que ver a qué frutos lleva. Y estamos en un punto actual en el que parece que si criticas a quien se dice defensor de la libertad, de su idea de libertad (como si sólo ellos defendieran la libertad y como si sólo la libertad que defienden fuera la auténtica libertad), te convierte automáticamente en un *antiliberal* y, por tanto, en mala persona.

Veremos (o al menos eso espero) a lo largo de las siguientes páginas que la cosmovisión del *value investing* y en particular el comportamiento o moralidad de sus representantes tiene mucho más en común con la Escuela de Salamanca —incluso sin pretenderlo y en muchos casos, sin ser conscientes de ello— que con la Escuela Austríaca que empieza siendo de «Economía» y termina derivando en... otra cosa diferente de la economía. Es más, precisamente, como ya he indicado, lo que puede tener en común con los austríacos es la parte económica... que ellos mismos han sacado de los escolásticos. Es decir, que lo que la Escuela Austríaca puede alegar como nexos con el mundo *value* realmente es su propio nexo con la Escuela de

Salamanca... donde el liberalismo tal y como se entiende hoy día no forma parte para nada (aunque sí la idea de la auténtica libertad del Hombre). Veremos que incluso en algún tema o postulado económico, por ejemplo el referente al valor que los austríacos defienden como una pura y exclusiva teoría **subjetiva** del valor, veremos, digo, que los postulados de la Escuela de Salamanca se adaptan mucho mejor al *value investing*.

A lo largo de estas reflexiones me apoyaré en citas de diferentes autores e intentaré que la mayoría sean bien de ellos mismos o de pensadores cercanos al liberalismo, aunque obviamente, habré de utilizar también, citas de autores contrarios no a la libertad sino al exceso que es el que se critica. Como he indicado desde hace un tiempo, que podríamos establecer tras el enorme impacto que tuvo y ha tenido la Crisis Financiera Global de 2008, se ha venido notando un cierto interés o una cierta inquietud intelectual entre varios inversores, empresarios y teóricos. No todos son coincidentes en sus diagnósticos ni en sus soluciones, pero todos muestran la inquietud de que «algo no va bien» en el sistema económico/financiero que tenemos (indicar que «algo no va bien», no presupone que estén en contra del sistema de libre mercado o libre empresa ya que todos ellos reconocen que dicho sistema es muy eficiente y ha traído grandes logros materiales)... no sólo porque estén preocupados por la propia situación económica en cuanto tal, sino más aún por lo que están viendo respecto a los efectos que dicha situación tiene sobre la desigualdad, sobre los valores de la sociedad que se están defendiendo y cómo estos mismos valores se alejan de los que se defendían —y que claramente consideran mejores— hace varias décadas... aquella vieja y sabia moral del medio Oeste americano, aquella vieja sabiduría moral de la tradición bimilenaria de la Iglesia... donde el Bien y el Mal no eran conceptos tan ajenos al Hombre como parecen serlo hoy día.

No pretendo con estas reflexiones convencer a nadie de mi postura; bastante tengo con aclararme yo mismo y poner en claro mis propios pensamientos. No son reflexiones a favor del socialismo, ¡Dios me libre, jajaja!, no son reflexiones a favor de volver a una economía de trueque ni del distributismo que algunos conservadores defienden, no son reflexiones en contra de los avances materiales que el mundo ha logrado a lo largo de los siglos y en los últimos decenios, y, desde luego, no son reflexiones en contra de los postulados económicos de cualquier teoría económica... no, el mundo tiene muchas cosas mejores ahora que hace unas décadas... pero como diría Steve Rogers, el Capitán América, en la primera película de Los Vengadores

34 | «Cuando desperté dijeron que habíamos ganado la guerra... **pero no dicen lo que perdimos**» (las negritas son mías). El mundo ha avanzado materialmente en muchas cosas, este avance ha supuesto una enorme mejora material para cientos o miles de millones de personas, y esto en sí mismo es bueno... pero como el Capitán América también hemos perdido cosas, cosas buenas en sí mismas, cosas que, quizás no materialmente pero sí moral o espiritualmente, nos hacían mejores personas y tener unas sociedades más humanas. El avance de estos años a nivel material es elogiado, pero *no corresponde su mérito exclusivamente al liberalismo ni mucho menos al anarcocapitalismo austríaco*... En cambio, gran parte de los valores perdidos y que ahora son reclamados o recordados o anhelados sí han sido eliminados o difuminados, entre otras ideologías, por el liberalismo.

Estas líneas que siguen no sólo las escribo para mí como unas reflexiones que me permitan aclarar las ideas respecto a este punto, ponerlas por escrito y elaborarlas con tiempo para encontrar la verdad en cada razonamiento. También las escribo por si son de utilidad para aquellos que han llegado a la Escuela Austríaca convencidos de que representa la economía del *value investing* y convencidos de que siguen a la Escuela de Salamanca, aquella gloria intelectual de la España de los siglos XVI y XVII formada por dominicos, jesuitas, franciscanos... y convencidos, por tanto, de que lo que algunos miembros de la Escuela Austríaca defienden **como filosofía moral o humanística** es compatible con el catolicismo, la fe en la que muchos de ellos, si no todos, han sido educados en cierta medida. Como decía aquel... quizás soy ateo... pero soy un ateo católico, pues es el catolicismo lo que ha conformado mi forma de ver el mundo, de entenderlo y de hablar de Bien y Mal.

El liberalismo económico de los últimos siglos se ha salido desastrosamente del camino recto de una manera totalmente paralela a los errores del liberalismo político, y en última instancia por causa de la misma fuente.

Wilhelm Röpke, *The Social Crisis of Our Time*, 1994, p. 48

Citado en Christopher A. Ferrara, *La Iglesia y el Liberalismo*, Ed. Última Línea, p. 330

Röpke fue un defensor de la economía de mercado y la propiedad privada a los cuales veía como imprescindibles para la libertad del ser humano y, debido a su ardiente defensa en este sentido, es considerado como un pensador liberal sin ninguna duda... pero ya él supo ver que algo no iba bien dentro de la ideología.

Las escribo, como también he dicho más arriba, para que los propios miembros de la Escuela Austríaca que defienden, a nivel moral o filosófico, la idea del liberalismo puedan tener las herramientas o argumentos suficientes para alejarse de esa deriva extremista que tienen dentro y que, a mi modo de ver, mancha y oscurece al resto que se llama libertarianismo o anarcocapitalismo y que, parece, cada vez atrae a más recién llegados gracias a los medios que controlan.

Y por supuesto, las escribo para que los propios interesados en el *value investing* comprendan que no es necesario profesar ninguna escuela económica y, a la vez, que vean la importancia de unos valores morales que pueden hacerles entender mejor la valía y la justicia de nuestra labor para con aquellos que nos confían su patrimonio.

Si estas reflexiones son de alguna utilidad en este sentido, me daré por satisfecho. Si otros se han llevado también la misma decepción (y sé que sí porque algunos me lo han dicho en privado) y estas reflexiones pueden darles un nuevo punto de vista, un nuevo encaje entre el método de inversión *value investing* que les apasiona y la Escuela de Salamanca (o la Iglesia en general) que habrá conformado su visión del Hombre y con ello una visión del Bien y el Mal, me sentiré realmente satisfecho y pensaré que ha merecido la pena el esfuerzo (ya se sabe... cuando uno no usa muy a menudo un órgano es doloroso ponerlo a funcionar... el cerebro, pensar... uff, ¡duele!).

Estas líneas son sólo el principio... si me acompañáis hasta el final... ¡bienvenidos y ánimo, que vamos juntos en este camino!

Miguel de Juan Fernández

13-5-2019 (casualmente... día de la Virgen de Fátima)

Concepto

Toda inversión inteligente es *value investing*: adquirir más de lo que estás pagando. Debes valorar el negocio para poder valorar la acción.

Charlie Munger

Poor's Charlie Almanack, p. 72

Es un enorme error pensar en ser grande sin bondad y yo proclamo como cierto que nunca ha habido un auténtico gran hombre que no fuera al mismo tiempo verdaderamente virtuoso.

Benjamin Franklin

Citado en *Poor's Charlie Almanack*, p. 26

Enfrentados con el reto de definir el secreto de la correcta inversión en tres palabras, aventuraremos el siguiente lema: Margen de Seguridad.

No estás en lo cierto o equivocado porque haya mucha gente que coincida contigo. Tienes razón porque tus datos y razonamientos son correctos.

Benjamin Graham

El Inversor Inteligente, 1949

En otros escritos he comentado el porqué prefiero utilizar el nombre en inglés de value investing en vez de la traducción al español «inversión en valor», ya que dicha terminología en español se confunde excesivamente con la idea o concepto que la industria de gestión de activos tiene de dicha «inversión en valor» ... básicamente invertir en empresas de bajo PER (Price Earnings Ratio o Ratio de Precio sobre Beneficios), con alta rentabilidad por dividendo (dividend yield) y bajo precio sobre valor en libros (Price to Book). Eso no tiene nada que ver con lo que generalmente entendemos con value investing y con lo que desde Graham hasta Buffett (y el resto de «seguidores») entendían, por eso para evitar confusiones con lo que la industria española entiende y lo que entendemos los que seguimos (mejor o peor, evidentemente) el enfoque de inversión popularizado por Warren Buffett prefiero utilizar la

38 | *nomenclatura en inglés. . . no es por esnobismo, por tanto. A lo largo de todo el libro, las traducciones son mías. Quien quiera profundizar más en el value investing, le recomiendo acudir a mis dos anteriores libros: El lemming que salió raro (Ed. Eje Producciones Culturales, 2012) y El Inversor Español Inteligente (Ed. Eolas, 2016) donde el concepto y casos prácticos se desarrollan con mayor detalle.*

Desde que en 1934 se publicó la primera edición del libro *Security Analysis* (Benjamin Graham & David L. Dodd, The 1934 Classic Edition, McGraw-Hill, 1934) por parte de Benjamin Graham, conocido como el Decano de Wall Street, se hizo público un método o un enfoque de inversión que hoy conocemos como *value investing*.

Dicho libro fue escrito a lo largo de los peores momentos de la Gran Depresión mediante los apuntes que Dave Dodd tomaba de los ejemplos que el profesor Graham daba en las clases que impartía en la Universidad de Columbia en los años 1932 y 1933 y hoy en día es considerado como la *biblia* del *value investing*. A lo largo de los años ha tenido diversas reediciones, aunque aún es posible encontrar fácilmente la edición original de 1934, aunque para muchos, la edición actualizada de 1940 (hay edición en castellano), es considerada como la mejor de todas. El libro se compone de multitud de diferentes ejemplos de casos reales, tanto de diferentes emisiones de títulos de renta fija como de renta variable, con comentarios indicando los motivos para considerar atractivos unos u otros casos. En este sentido es todo un curso de aprendizaje de valoración de títulos cotizados, aunque algunos de los ejemplos hoy en día son poco relevantes debido a que dicho tipo de títulos o no existen o tienen un mercado muy limitado... sin embargo, incluso en esos casos, la capacidad de Benjamin Graham para mostrar los principales aspectos a favor o en contra del título en cuestión sobresale y permite tener una visión de primera mano de un auténtico experto en los mercados financieros.

El enfoque de Graham que conocemos como *value investing* se basaba en algo que como españoles podemos conocer muy bien por el célebre dicho de Francisco de Quevedo quien, en tiempos del Rey Felipe III dirigiéndose al duque de Osuna que aspiraba en marzo de 1611 a ser nombrado virrey en Nápoles que a la sazón se encontraba empobrecida y devastada por los corsarios pero que poseía un enorme valor estratégico, le dijo: «Sólo el necio confunde valor y precio»... y posteriormente Antonio Machado la popularizó. En palabras de Warren Buffett, los inversores anglosajones la conocen también como «Precio es lo que pagas; valor es lo que obtienes».

40 | si estamos en lo correcto y nuestra valoración sobre dicha empresa es adecuada el riesgo de sufrir pérdidas es muy reducido al valer dicha empresa más de lo que hemos pagado por ella.

Esta discrepancia en la racionalidad o no del comportamiento de los Hombres separa, entre otras cosas, al *value investing* de la Escuela Austríaca:

Por lo tanto, el desafío de los inversores de valor es aprovechar este comportamiento errático; esto es, invertir cuando el precio ofrecido cae (lejos) por debajo del valor intrínseco. En contraste con eso y de acuerdo con Mises (1998, p. 18) «la acción humana es necesariamente siempre racional». En consecuencia, desde el punto de vista austriaco, el comportamiento irracional es imposible por definición; por lo tanto, el comportamiento racional debe ser visto como un pleonasma.

«Value Investing's Compatibility with Austrian Economics: Truth or Myth?»

David J. Rapp, Michael Olbrich and Christoph Venitz

The Quarterly Journal of Austrian Economics, Vol. 20, Spring, 2017, p. 14

(Gracias a mi amiga Eva Gutiérrez por esta referencia)

Por ello, el enfoque de inversión desarrollado por Graham se fundamenta, por tanto, en que los títulos de propiedad (o deuda) de las empresas que cotizan en el mercado, las acciones, son partes de propiedad de una determinada empresa y que, pese a todos los incontables movimientos del precio de estos títulos en el mercado, finalmente representan la propiedad de una empresa real, con sus negocios, estrategias, empleados, clientes y proveedores reales. Y la forma de analizar y valorar una empresa real ha de hacerse leyendo y analizando lo que dicha empresa ha realizado a lo largo de los años... y las empresas usan un lenguaje especial para decirnos qué han hecho y cómo: la contabilidad.

Al revés que muchos de los que intervienen en el mercado pensando que sólo es un casino, un lugar para apostar al movimiento de los precios o un sitio donde sólo hay que analizar lo que los precios están haciendo para adelantarse a las tendencias —o a los cambios de tendencia— y aprovecharlas mientras duren, Benjamin Graham hizo otra cosa. Teniendo en cuenta que las acciones son partes alícuotas del capital social de una empresa, que esta empresa es real y fabrica algo u ofrece algunos servicios en el mundo real y que nos dice lo que está haciendo y que tan bien lo hace

a través de sus cuentas y estados financieros entre otras cosas, él se dedicó a analizar la contabilidad de las empresas y a calcular lo que valían... en el mundo real. Si el valor de esa empresa en el mundo real difería con mucho respecto al que se estaba pidiendo en el mercado, él tomaría su decisión sabiendo que el precio no se debe confundir con el valor. Graham no era un necio... era «el inversor inteligente».

Esa discrepancia, que él llamó Margen de Seguridad, es lo que permitía invertir con menor riesgo y además optar a obtener una rentabilidad más que razonable. Pero no había magia en ello, la «magia» se reducía a percatarse de lo que estaba haciendo —invertir en empresas reales— y no dejarse influir por los vientos de la especulación que tanto tientan al común de los mortales. Llevándolo a un terreno más filosófico, Graham edificó su casa sobre roca y no sobre arena. Sobre hechos reales de la empresa y no sobre el movimiento veleidoso de los precios según el temor o la codicia de otras personas. Y al igual que en la parábola cristiana, la casa edificada sobre roca superó la tempestad.

Al revés que el común de los mortales, Graham definió la inversión de la siguiente forma:

Una operación de inversión es aquella que, tras un análisis meticuloso, promete seguridad del principal y un retorno de la inversión satisfactorio. Una operación que no cumple estos requisitos es especulativa.

Benjamin Graham

En dicha definición se establecen los requisitos para diferenciar a los inversores *value* del resto. Sin pretender que este comentario se entienda como menosprecio a los que se consideran especuladores o a quienes piensan que son inversores cuando según esta definición les llamaríamos especuladores (los «especuladores—que—se—creen—inversores» que dice Leithner), cuando hablamos de «invertir» desde el punto de vista *value* estamos entendiendo no simplemente poner nuestro dinero en una determinada acción con la esperanza de adivinar lo que su precio va a hacer en el futuro y ganar dinero con ello, no estamos entendiendo estudiar el movimiento de los precios de las acciones o el volumen que se negocian diariamente, ni los niveles de mercado como agregado. Nuestro foco, en cambio, está centrado no en el precio de los títulos de propiedad de las empresas sino en conocer el negocio de

ISBN: 978-84-18079-15-3



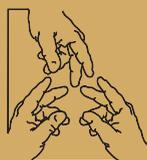
EL LIBRO de Miguel de Juan es un texto sobre la libertad y sobre la verdad. La libertad como destino del hombre y la verdad como ruta hacia su realización. De Juan ha elegido el acto de invertir como excusa y esto no es casual: invertir consiste en estudiar la realidad para comprenderla tal cual es y actuar en consecuencia. Los paralelismos entre el camino que recorre el hombre y el camino que recorre el inversor, se hacen evidentes conforme el lector avanza en la lectura.

De Juan utiliza como hilo argumental uno de los debates más vivos dentro del universo inversor español, especialmente entre los *value investors*: la unión de nuestra metodología de inversión y la Escuela Austriaca. El libro demuestra que dicha unión es un postizo al *value* y que, por tanto, no forma parte de su verdad. Como advierte De Juan, el objetivo de dicha unión es convertir el *value investing* en un vehículo de propagación de la ideología austriaca. A un humanista como Miguel semejante tergiversación de la realidad le resulta inaceptable. Este libro es el fruto de su lucha contra este uso indebido del *value*.

De Juan hace una aclaración importante que refrenda su valía intelectual: no critica los preceptos de la Escuela Austriaca, sino, únicamente, a su unión con el *value*. Su gran aportación consiste en luchar contra la intoxicación que se produce al unir ambas disciplinas. El lector es libre de estudiarla por separado. Pero, gracias a este trabajo, ya nadie asumirá su nexo como algo natural, que pueda ser aceptado como normal sin mayor reflexión.

Miguel de Juan es un inversor en estado puro. Lejos de aceptar los dogmas imperantes y las narrativas únicas, estudia la realidad con una mirada crítica y escéptica. Admite, únicamente, aquello que, después de razonar, le parece correcto. Sólo atiende a los argumentos: en su libro no hay porqués ni porquenoés. Esta honestidad intelectual es lo que le permite dibujar la realidad a la que nos enfrentamos los inversores de manera veraz y confiable. Este libro indica el camino y ofrece las herramientas necesarias para completarlo. Recorrerlo o no, lo deja libremente en las manos del lector.

José M.^a Díaz Vallejo



EOLAS
ediciones