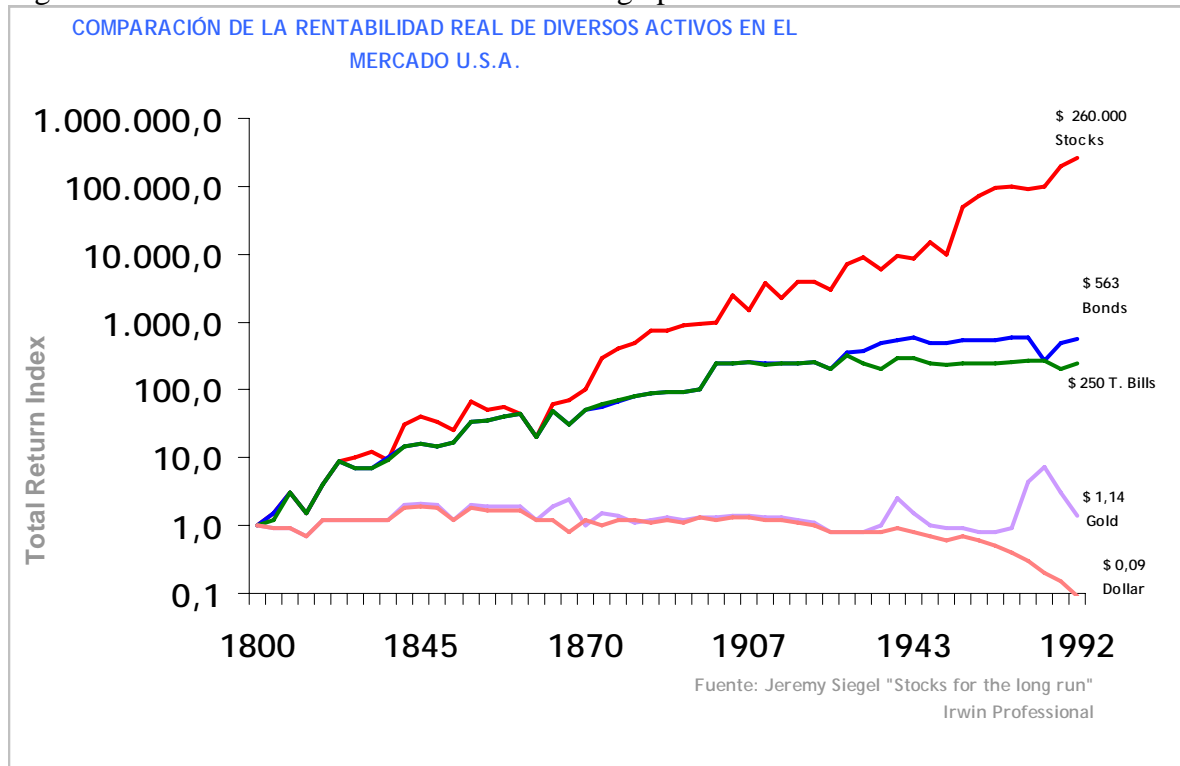


Value Investing y Escuela Austriaca de Economía

Por *Álvaro Guzmán de Lázaro Mateos*
Gestor de Fondos de Renta Variable de Bestinver

La inversión en acciones históricamente ha sido más rentable que las inversiones en oro, deuda del Estado, o bonos. (figura 1).

Figura 1: Las acciones son lo más rentable a largo plazo



Sin embargo, el camino hacia una rentabilidad sostenida a largo plazo está sembrado de minas. Prueba de ello es que más del 80% de los gestores profesionales de renta variable obtienen rentabilidades peores que los índices. Y en cuanto a los inversores particulares, el resultado no es mejor: es tan alto su porcentaje de errores que a lo largo de la historia se han creado incluso barómetros muy avanzados que miden el apetito inversor del particular para dar señal de venta justo cuando éste está eufórico y viceversa.

Las consideraciones anteriores plantean una pregunta inicial muy intuitiva y que sin embargo pocos se hacen:

¿Como puede ser la renta variable la mejor alternativa inversora si los profesionales lo hacen mal y los particulares también?

...y otra más intuitiva aún:

¿Qué hay que hacer pues para aprovecharse de la superior rentabilidad de la inversión en acciones?

Lo anterior se ha explicado ya varias veces por los padres de la escuela del Value Investing (Benjamín Graham, Warren Buffet, Peter Lynch) cuando, preguntados por cómo lograban sistemáticamente rentabilidades del 20% anual durante largos períodos de tiempo (figura 2), simplemente explicaban lo que hacían *en la práctica*. Me parece que una explicación *desde la teoría*, anclada en conceptos prestados de la Escuela Austriaca de Economía, puede ser un buen complemento a lo que tan bien han explicado ya otros; y sobre todo, una guía para entender mejor cómo invertimos en Bestinver y por qué lo hacemos así.

Figura 2: Existen quienes sistemáticamente baten al mercado

GESTOR	RENTABILIDAD ANUAL MEDIA	NÚMERO DE AÑOS	RENTABILIDAD ANUAL VS. ÍNDICE
WARREN BUFFETT (Berkshire)	21,10%	42	10,80%
PACIFIC PARTNERS	23,60%	19	15,80%
STAN PERLMETER	19,00%	18	12,00%
SEQUOIA FUND	18,20%	14	9,00%
WALTER SCHLOSS	16,10%	28	8,70%
TWEEDY BROWNE	16,00%	15	8,20%
CHARLES MUNGER	13,70%	14	7,70%
BESTINVER*	19,32%	15	7,59%

30/05/2008 * La rentabilidad corresponde a Bestifond, nuestro fondo de Bolsa más antiguo

1. Por qué la “doctrina” está “fatalmente” equivocada

La inversión en acciones no es un fenómeno CIENTIFICO como la medición de la distribución del importe de los daños en accidentes de tráfico o una reacción química de laboratorio; suben las acciones de las compañías que prosperan y caen las acciones de las compañías que no prosperan.

Ahora bien, las empresas están gestionadas por personas individuales que realizan una multitud de *acciones humanas* a través del tiempo movidas por una multitud de *finés*; y a la vez, las empresas viven en un entorno de cambio constante, resultante de infinitas acciones humanas de otros seres individuales. Así, una empresa prospera o se hunde como consecuencia de lo acertado/equivocado de las decisiones de los empresarios, además de muchos otros factores exógenos causados por la suma de una multiplicidad infinita de ACCIONES HUMANAS (que afectan por ejemplo a los tipos de interés, precios del petróleo, e infinidad de otras variables). Lo único cierto es que el devenir de las empresas *no es modelizable*, ni puede ser enteramente captado por la matemática o la estadística, porque no pertenece al campo de la Ciencia, sino al de la Acción Humana.

Sin embargo, en las universidades más prestigiosas del mundo se insiste en enseñar el modelo del CAPM (Capital Asset Pricing Model), que hoy es aceptado en el mundo entero como piedra angular doctrinal para la valoración de activos financieros. A continuación copio de Wikipedia en qué consiste:

*El **Capital Asset Pricing Model**, o **CAPM** (trad. lit. Modelo de **Fijación de precios de activos de capital**) es un modelo frecuentemente utilizado en la economía financiera. Sugiere que, cuanto mayor es el riesgo de invertir en un activo, tanto mayor debe ser el retorno de dicho activo para compensar este aumento en el riesgo. El modelo fue desarrollado, entre otros, por **William Sharpe**, **Premio Nobel de Economía**.*

El exceso de rentabilidad de un activo incierto puede expresarse en función de la rentabilidad de una cartera referente —la cartera de mercado, por ejemplo, los índices bursátiles más representativos—, ajustado por un índice de riesgo beta, que indica cuán relacionado está el riesgo del activo individual con el riesgo de mercado.

La relación de equilibrio que describe el CAPM es:

$$E(r_j) = r_f + \beta_{jm}E(r_m - r_f)$$

donde tenemos que

- $E(r_j)$ es la tasa de rendimiento esperada de capital sobre el activo j .
- β_{jm} es nuestro beta, o también

$$\beta_{jm} = \frac{Cov(r_j, r_m)}{Var(r_m)}, y$$

- $E(r_m - r_f)$ es el exceso de rentabilidad de la cartera de mercado.
- (r_m) Rendimiento del mercado.
- (r_f) Rendimiento libre de riesgo.

Un simple vistazo a Wikipedia es suficiente para confirmar que los creadores del CAPM consideran CIENCIA lo que en realidad es ACCION HUMANA. Un error fatal que en mi opinión explica los fracasos de todos aquellos profesionales que lo siguen.

El atractivo que en general siempre despierta en los seres humanos la posibilidad de prever el futuro de la renta variable de forma matemática, estadística o utilizando cualquier otra herramienta más o menos científica, ha llevado al desarrollo del análisis cuantitativo, del análisis Técnico (chartismo), así como de cientos de “algoritmos mágicos”, que de nuevo confunden CIENCIA con ACCION HUMANA.

La evolución de las empresas que prosperan/se hunden no puede pues ser captada por modelos ni gráficos porque las Acciones Humanas son las que la determinan, y éstas son por definición mucho más ricas, variadas e impredecibles de lo que la ciencia es capaz de captar.

2. La incertidumbre como primer elemento y seña de la inversión en acciones

Por lo inabarcable de la acción humana, es preciso asumir a la hora de plantearse la inversión en acciones que el único factor constante es el cambio, y por tanto la incertidumbre; y que esa incertidumbre no se puede reducir a mínimos a base de una “portfolio efficient frontier”, o cartera de acciones ideal por sus correlaciones de riesgo medido como desviación típica de la cotización de una acción frente al mercado, o Beta. De nuevo la teoría trata de convencernos de que algo que no es medible (incertidumbre) sí se puede medir (riesgo).

Si al invertir en bolsa tenemos claro lo anterior, que existe y siempre existirá incertidumbre, y que así es porque la Acción Humana no para nunca, una consideración, a mi juicio intuitiva, se impone:

¿Puedo acceder a un margen de seguridad que me proteja de la incertidumbre intrínseca a la Acción Humana?”

La incertidumbre del inversor en acciones es doble. Por un lado, la de que su empresa sea de las que prospere o de las que se hunda. Y por otro, la que consiste en invertir justo antes de un largo mercado bajista o la de no invertir justo antes de un largo mercado alcista. No hace falta ser Premio Nobel para concluir que el dilema se puede resolver

- invirtiendo en muchas acciones en lugar de unas pocas
- espaciando la inversión en diferentes momentos temporales

Y, como casi siempre en lo que a la renta variable se refiere, Warren Buffet ya lo ha explicado antes:

“ Buy a low-cost index fund, and try to put Money at work in different times to prevent buying at a market top” (Extractos de la Junta Berkshire Hathaway, 2008, Max Olson)

O traduciendo sus palabras,

“ Compre usted un fondo índice suficientemente representativo, hágalo en momentos diferentes del tiempo, y pague pocas comisiones por ello.”

3. Otra manera de gestionar la incertidumbre

Imaginemos una feria de animales “prodigiosos” en que hubiera dos mil chimpancés concursando a ver quién adivina si va a salir cara o cruz antes de lanzar una moneda al aire. Tras muchas tiradas, quedan 15 chimpancés que han adivinado todos los resultados. Y resulta que los 15 vienen del mismo zoo. A todos nos interesaría saber que se da de comer en ese zoo, o quiénes son los entrenadores de esos chimpancés. (traducción resumida de “The super-investors of Graham and Doddsville”, por Mr. Dodd).

Pues bien, la tabla 2 muestra que hay un zoo muy particular, que sistemáticamente arroja gestores que baten por mucho a los índices durante larguísimos períodos de tiempo. Y Bestinver está en ese zoo. Y existe una explicación. Creo firmemente que consiste en **otra manera de afrontar la incertidumbre**

Partamos de que, en el caso concreto de una empresa, al invertir (que no al especular) estamos adquiriendo una parte alícuota de un negocio, renunciando a otros posibles usos alternativos del dinero, con la perspectiva de una cantidad de dinero mayor en el futuro. (Benjamín Graham., “The Intelligent Investor”).

O, dicho en términos más “austríacos”, al invertir en una empresa estamos confiando en la capacidad del equipo gestor de la empresa en cuestión para crear valor. Lo que equivale a confiar en su capacidad para anticiparse a infinidad de “acciones humanas” (las de sus competidores, clientes, proveedores, entorno regulatorio, empleados, etc) mediante otras acciones humanas (las suyas) que acaben por incrementar el valor de su empresa.

Parece lógico pues pensar que **la primera fuente de incertidumbre tiene que ver con el equipo gestor de la empresa**. Si se pone ahí el énfasis, se está desde luego más cerca de la realidad que cuando se pone en un modelo matemático. Precisamente porque la Acción Humana abarca más de lo que la Ciencia puede medir, no se puede proponer un modelo que funcione siempre. Pero ya es una gran ventaja, un “acercarse” a la verdad, el reconocer que la incertidumbre viene de las personas.

Nosotros en Bestinver tratamos de conocer al máximo a los equipos gestores de las empresas en que invertimos, así como a los equipos gestores de la competencia y a todos los seres individuales humanos que interactúan con la empresa (empleados, proveedores, clientes, etc..). Y no se puede conocer y valorar lo anterior si no se entiende el negocio en cuestión. De ahí que dos de las tres patas de nuestros requisitos antes de invertir sean NEGOCIO (tiene que ser comprensible) y EQUIPO GESTOR (tiene que ser honesto, capaz, buen operador y buen asignador de capital)

Pero estaríamos contradiciéndonos si pensásemos que el estudio de lo anterior rebaja nuestro riesgo a cero. Permanecen todos los riesgos anteriormente mencionados, los que derivan de la naturaleza impredecible, del constante cambio que viene de la mano de las ACCIONES HUMANAS.

Y precisamente por ello, queremos afrontar esta incertidumbre con un MARGEN de SEGURIDAD ADICIONAL al de comprender el negocio y cerciorarnos de las cualidades de sus gestores . Y nosotros buscamos ese margen de SEGURIDAD pagando por un negocio mucho menos de lo que creemos que vale. De nuevo, esto lo aprendimos del padre del Value Investing, Benjamín Graham, que se atrevió a señalar las tres palabras más importantes para invertir bien: “**Margin of Safety**”.

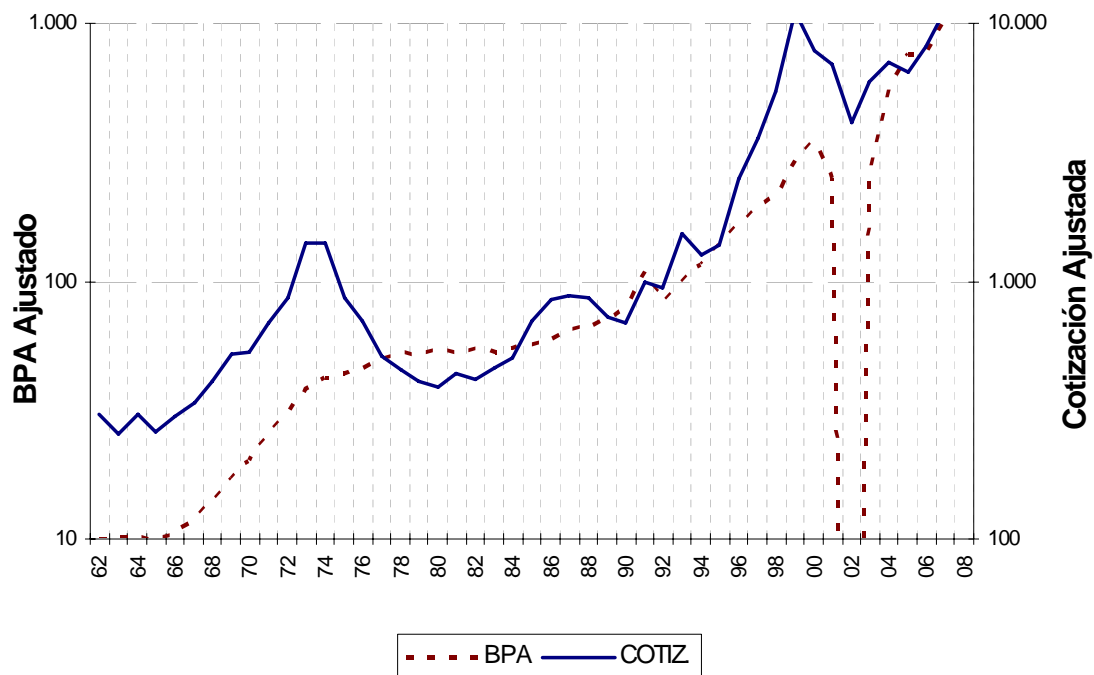
La misma noción de que existe un valor intrínseco de las cosas (en este caso de un negocio) muy diferente de su valor de mercado, aparentemente choca con la subjetividad natural de las Acciones Humanas: bien podría argumentarse que no existe tal cosa como “**un valor intrínseco**”, sino que miles de percepciones individuales de valor coordinadas por el mercado arrojan el PRECIO actual.

Sin embargo, la Praxeología austríaca (que trata de explicar los acontecimientos de la historia estudiando los incentivos en juego que rodeaban a los actores protagonistas cuando estos decidieron emprender las Acciones Humanas objeto de estudio) podría aplicarse al funcionamiento de “Wall Street”.

Muchos coincidirán conmigo en que “La Bolsa” es un gran negocio sobre todo para el sinfín de intermediarios que viven de comisiones (brokers, gestores, corporate bankers), y cuyo incentivo principal es VENDER, en lugar de “crear riqueza para sus clientes”. Este colectivo fomenta la especulación, crea burbujas, y en suma “equivoca” al cliente, creando en general la ilusión de que “se puede ganar un 20% en bolsa con relativa rapidez”. Buffet ya explicó que el mercado a corto plazo es una “voting machine” y a largo plazo una “weighting machine”. O en otras palabras, irracional y exagerado a corto plazo, y buen barómetro del valor de las empresas a largo plazo (figura 3).

Una buena prueba de lo anterior es que el mercado de operaciones “privado” (private equity) no ha tenido históricamente ni una fracción de la volatilidad de la renta variable. A un dueño que va a vender un negocio entero a otra persona es más difícil “equivocarle” con factores psicológicos que alimenten su ambición o su miedo. Sólo de la mano de la praxeología se puede entender por qué cuando se venden negocios enteros que no cotizan las valoraciones no fluctúan tanto como las acciones. Como de nuevo ya dijo Buffet, “*There’s no free lunch in the private markets*” (Extractos Junta Berkshire Hathaway, 2008, Max Olson)

Figura 3: La cotización a largo plazo refleja el valor



La teoría Austríaca de la Acción Humana es la herramienta que de nuevo explica por qué se producen burbujas irracionales en los mercados, a la vez que señala el camino (y no una “fórmula mágica!”) de la verdad.

En este sentido y por analogía resulta útil consultar a Murray Rothbard (“The History of Money and Banking in the United States”) y su teoría sobre las razones que sistemáticamente han provocado la pérdida de valor del dólar históricamente. Ningún modelo matemático podía captar cómo iban a reaccionar los seres individuales cuando se les sometía a los incentivos (premio/castigo) vigentes en cada momento.

Y aunque lo anterior no explica cómo se calcula un valor intrínseco, sí que arroja luz sobre por qué el precio de mercado a corto plazo no es la verdad absoluta, ni siquiera contiene “toda la información conocida en un momento concreto”; en realidad es sólo el resultado de una suma de percepciones individuales condicionada en gran medida por factores psicológicos que la gran máquina de vender que es Wall Street se ha encargado de alentar...

Es lo que hacemos Científico? En Absoluto

Dedicar muchas horas y esfuerzo a entender un negocio, dedicar otras muchas en viajes para reunirse con un equipo gestor y su competencia EN ABSOLUTO garantiza un resultado de éxito. Ni es una fórmula que aplicada por dos personas distintas arroje las mismas conclusiones.

En nuestros años de gestores hemos sido espectadores de acciones humanas completamente impredecibles (como es una guerra de precios en un duopolio entre 2 empresas con los mismos márgenes), y de otras (la mayoría) bastante predecibles: aumentos de capacidad de la empresa más eficiente de su sector para quitar cuota a otras, renuncia a persistir en negocios que generan pérdidas, recompras de acciones por ejecutivos cuando éstas están infravaloradas, etc...).

Y también hemos identificado que las empresas familiares protegen mejor el valor de la firma que las gestionadas por ejecutivos sin participación en el capital. De nuevo, y usando la Praxeología Austriaca, quizás los incentivos en acción para quien se juega su dinero sean más “sanos” que los de quien se juega el de una suma de accionistas, la mayoría anónimos.

Todo lo anterior no quiere, no puede **SER una FORMULA**. No es Ciencia. Pero sí que centra el esfuerzo en el lugar correcto, en la acción Humana. Trata de estudiar a los hombres que llevan las empresas en lugar de “comprimirlos” en modelos matemáticos. Y es consciente de que por la gran incertidumbre intrínseca a la Acción Humana, existe un margen de error que no se puede minimizar con Betas, sino dotándose de un margen de seguridad en forma de una infravaloración significativa; y para esto es necesario apartarse de “lo que está de moda y caro” porque Wall Street lo ha promocionado.

Quien tenga pretensiones de que la Escuela del Valor es superior al resto debería probar que **todos** sus discípulos logran batir al mercado. Y no es cierto. Sólo **unos pocos** lo han logrado de forma sostenida, y los que lo han hecho tenían una receta, quizás sin saberlo, “acorde con la Acción Humana”. Pero la receta sola no arroja el éxito. Es condición necesaria, y no suficiente. Lo que falta, me veo obligado a pensar, está más cerca del Arte...