

# LA ESCUELA AUSTRIACA Y EL VALUE INVESTING: UNA APROXIMACIÓN (II)

## *The Austrian School and Value Investing: An Aproximation (II)*

PABLO YUSTA\*

Fecha de recepción: 20 de noviembre de 2020

Fecha de aceptación: 3 de octubre de 2021

*Resumen:* No es necesario conocer la Escuela Austriaca para hacer Value Investing, ni es necesario conocer el Value Investing para saber de Escuela Austriaca; pero es interesante detectar las ventajas cruzadas que aparecen al abordar ambos campos de estudio. Este segundo artículo de la trilogía quedará dividido en nueve partes: una primera que servirá de introducción y ocho posteriores que utilizaré para desarrollar diferentes teorías de la Escuela Austriaca que nos ayudan a nuestro trabajo como *value investors*.

*Palabras clave:* Escuela Austriaca; Value Investing.

*Clasificación JEL:* B13; B25; B53; E14; G11; G32.

*Abstract:* There is no need to know the Austrian School to practice Value Investing nor to know what Value Investing means to understand the Austrian School; but it is interesting to detect the cross advantages that appear when approaching both fields of study. This second article of the trilogy will be divided into nine parts: the first one will serve as an introduction and the other eight will be used to develop different theories of the Austrian School that help us in our work as value investors.

*Keywords:* Austrian School; Value Investing.

*JEL classification:* B13; B25; B53; E14; G11; G32.

---

\* Pablo Yusta (p.yusta.0112@gmail.com) es un estudiante de la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid.

## PREÁMBULO

Este artículo pertenece a una colección de tres artículos titulados: la Escuela Austriaca y el Value Investing: una Aproximación, que pretende hacer un repaso de la bibliografía a la que he tenido acceso hasta la fecha sobre estos dos enfoques. La distribución de las publicaciones será:

- I: en el primer artículo se explicará el terreno de juego donde vamos a adentrarnos, definiremos y discutiremos los conceptos.
- II: en el segundo artículo se analizarán los beneficios que conlleva conocer la Escuela Austriaca a la hora de invertir.
- III: en el tercer artículo se analizarán los beneficios que conlleva adquirir experiencia en el análisis de inversiones a la hora de comprender la teoría económica austriaca.

El fin divulgador de este trabajo pretende llegar al máximo número de personas, de diferentes ámbitos y niveles de especialización. Los conceptos se expondrán de manera resumida y concisa, aunque no por eso se perderá solidez o rigor sobre los temas tratados.

Estuve reflexionando sobre cómo escribir de una manera sencilla, pero que a la vez resultara de utilidad a personas especializadas, y llegué a la conclusión de que debía utilizar cuadros conceptuales. Son una herramienta útil que sirve tanto a las personas menos especializadas porque pueden formar un esquema (estantería) mental que irán llenando de contenido con futuras lecturas de mayor profundidad; como a las personas más especializadas ya que les ayudará a clasificar y a tener ordenada toda la información de la que ya disponen. No se sorprendan si encuentras varios a lo largo de los artículos.

### I

## APLICACIONES PRÁCTICAS DE LA ESCUELA AUSTRIACA EN EL VALUE INVESTING

A la hora de invertir es conveniente contar con un marco conceptual sólido, de base, que nos sirva de brújula y nos guíe. Un marco

conceptual que nos permite interpretar y entender el entorno en el que se hacen realidad los proyectos empresariales que son objeto de nuestras inversiones. Es por eso, que resulta de gran interés conocer la Escuela Austriaca de Economía. Esta escuela nos ofrece un marco de razonamiento sólido con perspectiva a largo plazo que nos permite comprender el funcionamiento general de las instituciones económicas y será en momentos de volatilidad una brújula que nos aportará la tranquilidad necesaria para navegar exitosamente en aguas revueltas.

A este respecto, conviene leer la reseña de Jesús Huerta de Soto al libro de Francisco García Paramés (2016) titulado *Invirtiendo a Largo Plazo*:

«No se puede exagerar el enorme efecto que el libro de Paramés ha tenido, y sigue teniendo, a la hora de hacer notar y descubrir para miles y miles de lectores, no sólo la existencia de una Escuela de Economía que como la Austriaca ofrece un marco conceptual mucho más claro y explicativo que el de monetaristas y keynesianos, que hasta ahora constituían el mainstream de nuestra disciplina, sino además de transmitirles una caja de herramientas analíticas que, como la austriaca, les es verdaderamente útil para hacerles comprender cómo funciona el mundo económico y financiero y ayudarles a tomar sus decisiones de inversión con muchas más posibilidades de éxito».

En este apartado vamos a examinar cómo algunas de las teorías y leyes utilizadas por la Escuela Austriaca de Economía pueden ayudar al inversor a la hora de desarrollar su actividad de selección de activos para invertir. En total, vamos a hacer referencia a ocho de ellas:

- A. La teoría de la acción humana.
- B. La teoría de la formación de precios.
- C. La teoría de la imposibilidad del socialismo.
- D. La teoría de la función empresarial.
- E. La teoría monetaria.
- F. La teoría del capital.
- G. La teoría del ciclo económico.
- H. La teoría de las instituciones sociales evolutivas.

La manera de presentar las teorías será la siguiente: primero, trataré de resumir lo que dice cada una de ellas y segundo, presentaré de manera resumida<sup>1</sup> cómo puede ayudar al inversor.

## II

### LA TEORÍA DE LA ACCIÓN HUMANA

Ludwig von Mises (1949) define a la acción humana en su tratado de economía titulado *Human Action* como: «Human action is purposeful behavior. Or we may say: Action is will put into operation and transformed into an agency, is aiming at ends and goals, is the ego's meaningful response to stimuli and to the conditions of its environment, is a person's conscious adjustment to the state of the universe that determines his life. Such paraphrases may clarify the definition given and prevent possible misinterpretations. But the definition itself is adequate and does not need complement of commentary». Es decir, podemos definir la acción humana como todo comportamiento o conducta consciente y deliberada.

Dicho principio desempeña un papel fundamental en la Escuela Austriaca de Economía ya que es el axioma irreductible<sup>2</sup> del que se deducirán el resto de leyes económicas. Esto es posible ya que, partiendo de un axioma verdadero, A, todas las proposiciones que puedan deducirse de este axioma deben asimismo ser verdaderas; pues si A implica B y A es verdad, entonces B debe ser también verdad. Así pues, si en nuestro campo de estudio A es la acción humana y B la teoría de la utilidad marginal se deduce de ella, esto implica que al ser la acción humana un axioma verdadero, la teoría de la utilidad marginal debe ser necesariamente correcta en todo lugar y situación.

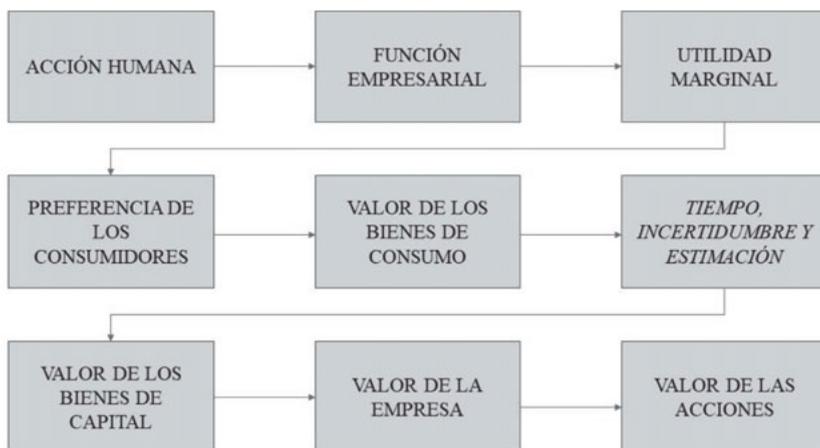
---

<sup>1</sup> Debido a la extensión que caracteriza a este tipo de artículos académicos, no tendremos la oportunidad de profundizar en ninguna de las teorías. Sin embargo, cualquiera de ellas podría ser desarrollada en futuras entregas de la presente línea de investigación.

<sup>2</sup> Es un axioma irreductible y evidente por sí mismo porque el mero hecho de negar que existe la acción humana, implicaría que tuviéramos que actuar, es decir, realizar una acción humana.

A continuación, voy a presentar un esquema que aparece explicado en el trabajo de Emérito Quintana (2016) y en el que tan solo he añadido alguna pequeña variación. En este esquema se observa cómo partiendo del axioma de la acción humana podemos llegar a entender el concepto de qué es una acción (de una empresa). Esto será de gran utilidad para un inversor ya que comprenderá la naturaleza de los activos en los que invierte y de dónde proviene su valor:

CUADRO 1: EL VALOR DE LAS ACCIONES (DE LAS EMPRESAS)  
A PARTIR DE LA ACCIÓN HUMANA



Este esquema explica de manera acertada el origen de las acciones (de las empresas). A partir de la acción humana y la función empresarial podemos deducir la teoría de la utilidad marginal que explicará la preferencia de los consumidores. Los consumidores valorarán subjetivamente los bienes de consumo y tratarán de adquirir aquellos que les permitan alcanzar los fines que más valorarán. Sin embargo, como sabemos por la Teoría de Capital, para la fabricación de ese bien de consumo (por ejemplo, un coche), existen multitud de fases previas que producirán unos bienes de capital que serán utilizados para la fabricación de ese bien de consumo

(por ejemplo, el hierro que será utilizado en ese coche). La valoración de esos bienes de capital dependerá de la valoración de los bienes de consumo que van a producir, y de otros factores como el tiempo, la incertidumbre y la estimación. Del valor de los bienes de capital se deducirá el valor de la empresa y de ésta, el valor de las acciones<sup>3</sup> ya que son partes alícuotas de ella.

De esta manera, «como los bienes de capital son productos del ahorro previo destinado a aumentar la capacidad de producción *de bienes de consumo* en el futuro, los títulos-valores como las acciones, al ser una representación jurídica de estos bienes de capital, son también la representación del capital que ha sido previamente ahorrado y puesto a producir en una actividad más alejada del consumo final. Por lo tanto, en los mercados de valores no se están intercambiando papelitos sin ningún vínculo con la realidad, sino distintos tipos de títulos sobre bienes de capital que están siendo utilizados en una organización»<sup>4</sup>. Entender bien estos conceptos pueden ser de gran utilidad para el inversor ya que:

- Conocer el significado de las acciones si invertimos en ellas nos proporcionará una gran ventaja respecto al resto de inversores que simplemente las entiendan como activos financieros volátiles.
- Entender que el valor de las acciones deriva, en última instancia, de las opiniones de los consumidores, provocará que el inversor realice sus decisiones de inversión desde la perspectiva del consumidor. Lo cual suele traducirse en resultados

---

<sup>3</sup> Una acertada definición de acción la podemos encontrar en Rallo (2011): «Las acciones de una empresa no son más que derechos de propiedad sobre factores productivos; su valoración, por tanto, no puede desligarse de la utilidad de los factores productivos, la cual, a su vez, depende en última instancia de la utilidad de los bienes de consumo que contribuyen a producir —los produzcan las propias empresas o sus clientes o los clientes de sus clientes—. Así, dado que en una economía dineraria y basada en la división del trabajo, la utilidad de los bienes de consumo puede ser aproximada por el importe monetario por el que se venden —obviemos en esta sede el robo inflacionario—, podemos concluir que el valor de un factor productivo —o de una estructura de factores productivos empleados de manera complementaria y sinérgica— depende de la suma de sus flujos de caja futuros».

<sup>4</sup> Quijano Durán (2012).

positivos (ver por ejemplo Peter Lynch (1989) *Un paso por delante de Wall Street*).

- Conocer que el valor de las acciones, como el de los factores productivos, depende de la suma de sus flujos de caja, pero que, a su vez, esos flujos de caja dependen de una incertidumbre asociada con la complejidad latente en la realidad empresarial. Hará que seamos prudentes al basar nuestra inversión en métodos como el descuento de flujos de caja.

### III

#### LA TEORÍA DE LA FORMACIÓN DE PRECIOS.

El sistema de precios proporciona a las personas un enorme volumen de información a un coste muy bajo. Los individuos actuamos en función de nuestras preferencias y de la información que disponemos, para realizar un intercambio necesito saber qué ofrecer y en qué condiciones hacerlo. Los precios de mercado son el resultado de intercambios pasados que fueron realizados por muchísimas personas en el mercado según sus propias preferencias y disponibilidades de información. Por eso, los precios y los costes nos indican qué bienes y servicios son los más demandados para el resto de las personas en cada uno de los momentos del tiempo. Y, además, nos revelan cuál es la forma más rentable (menos costosa) de producir e intercambiar esos bienes y servicios. Sin precios y costes el volumen de información que deberíamos manejar para cooperar diariamente con millones de personas, sería absolutamente inmanejable para cualquier persona.

Parece claro que los precios son realmente importantes, por eso, conocer su proceso de formación nos ayudará a tomar mejores decisiones. De esta manera, nos daremos cuenta de que los precios son resultado de un proceso social, protagonizado por seres humanos de carne y hueso, impulsado por la función empresarial. En ningún caso dependerán de curvas imaginarias ni de otras funciones o ecuaciones matemáticas como defienden otras escuelas de pensamiento económico. Vamos a ver entonces, cómo se determinan los precios bajo cuatro escenarios:

CUADRO 2: LEY DE DETERMINACIÓN DEL PRECIO

	<i>Intercambio aislado</i>	<i>Competencia unilateral entre compradores</i>	<i>Competencia unilateral entre vendedores</i>	<i>Competencia bilateral</i>
Definición	Hay un solo comprador potencial y un solo vendedor potencial	Hay un solo vendedor potencial (un solo bien a la venta) y más de un comprador potencial	Hay un solo comprador potencial y más de un vendedor potencial (más de un bien en venta homogéneo)	Hay más de un comprador potencial y más de un vendedor potencial
Ganan las dos partes	✓	✓ En especial el vendedor	✓ En especial el comprador	✓
Instituciones que intervienen	Ninguna	Subasta (inglesa u holandesa)	Subasta	Superposición de las dos subastas anteriores
Determinación del precio	El precio se cierra entre la valoración del comprador del bien y la valoración del vendedor.	El precio se cierra entre la valoración del comprador y la valoración del comprador potencial excluido con más capacidad de intercambio	El precio se cierra entre la valoración del vendedor y la valoración del vendedor potencial excluido con más capacidad de intercambio.	El precio se cierra entre las valoraciones de las parejas marginales.
Importancia capacidad negociadora	Extrema. Decidirá el precio final. Regateo.	Moderada. Solo por parte de los compradores.	Moderada. Solo por parte de los vendedores.	Ninguna.
Relevancia valoración del comprador	Sí	Sí	No	No
Relevancia valoración del vendedor	Sí	No	Sí	No
Ejemplos explicados en clase	Mercado de coches usados.	Mercado de obras de arte.	Mercado de reventa.	Sociedades de precio único

El cuadro ha sido realizado en base al artículo de Eugen von Böhm-Bawerk (1959) titulado «La ley básica de determinación de precio», traducido al español en el libro *Lecturas de Economía Política* Vol. I (1986). Se presentan cuatro escenarios ya que no en todos los mercados la determinación del precio se produce de la misma manera. La mayoría de sociedades y mercados modernos son de precio único, esto quiere decir que la determinación del precio, según la tabla anterior, se produce a través de competencia bilateral.

En el apartado anterior hemos visto el origen del valor de las acciones (de las empresas) y en éste, hemos explicado cómo se determinan los precios. Conocer el proceso de formación de los precios en los diferentes mercados es de gran utilidad para el inversor. Vamos a ver diferentes puntos en los que puede ayudar:

- Entender la suma importancia que tienen los precios y toda la información que contienen.
- Darse cuenta de que los precios no son determinados matemáticamente por curvas de utilidad, sino que dependen de las valoraciones de personas.
- Comprender cómo se determina el precio dependiendo del activo en el que desee invertir: obras de arte, coches de lujo, acciones de empresas, bonos soberanos, etc.

#### IV LA TEORÍA DE LA IMPOSIBILIDAD DEL SOCIALISMO

Según la teoría austriaca, el socialismo es un error intelectual porque es imposible que el órgano director, se haga con la información de primera mano que necesita para dar un contenido coordinador a sus mandatos. Esa es la gran paradoja del socialismo, que necesita de una información para funcionar, pero no es posible hacerse con ella. Vamos a resumir en el siguiente cuadro, los principales argumentos que dan Mises y Hayek sobre por qué es imposible hacerse con la información suficiente para poder dirigir una sociedad:

CUADRO 3: LA IMPOSIBILIDAD DEL SOCIALISMO

<i>El volumen de información es inconmensurable</i>	El volumen de información que manejamos los seres humano es enorme. Cada ser humano participa en la información global. Parece inconcebible que toda esa información pueda ser conocida por un solo órgano director y que pueda dirigir la sociedad.
<i>La información no es objetiva y transmisible.</i>	La información empresarial tiene una naturaleza subjetiva, tácita y no articulable. En otras palabras, la información relevante para la economía, no se puede plasmar de manera formalizada, ni trasladar a ningún sitio, y menos a un órgano director.
<i>La información es de naturaleza dinámica</i>	El ser humano tiene una innata capacidad creativa. Continuamente creamos nueva información, que en ningún supuesto no se puede prever. Por eso, aunque en un momento dado, el órgano director fuera capaz de conocer toda la información existente en el mundo, al minuto siguiente ya quedaría desactualizado.
<i>La intervención bloquea la creación de información</i>	El impacto de la intervención del órgano director sobre la sociedad bloquea, dificulta o imposibilita la creación empresarial de información, que es precisamente la que necesita ese órgano director para dar un contenido coordinador a sus mandatos.

Por lo tanto, vemos que la crítica al socialismo no se basa en una imposibilidad práctica en la que el gobernante actúe negligentemente, sino que es una imposibilidad práctica en la que es imposible hacerse con la información necesaria para poder coordinar las acciones de los individuos que componen una sociedad. Por ello, Mises afirma que el problema de la economía neoclásica y del socialismo, no está en las ecuaciones que utilizan, sino es los supuestos. De esta manera, si consideráramos el mercado en equilibrio y que toda la información está dada, el órgano director no tendría ningún problema en realizar sus acciones coordinadora, ni sería necesario el dinero, ni medio de intercambio alguno ni el cálculo económico.

Por otro lado, la propiedad privada es imprescindible para la coordinación de los individuos en el mercado. Ya hemos visto que

los precios y costes son los vehículos de información que simplifican enormemente el proceso de intercambio de los individuos en el mercado. Se basaban en los intercambios voluntarios entre personas. Bien, esos intercambios voluntarios solo serán posibles si las personas son dueñas de lo que venden y de lo que compran, por tanto, sin propiedad privada, no hay precios ni costes de mercado. Y sin esos precios y costes, es imposible una coordinación eficiente de millones de individuos variopintos.

De este modo, cualquier modo de organización política que pretenda derogar la propiedad colectiva de los medios de producción, no funciona porque suprime la propiedad privada y sustituye el mercado por la planificación centralizada de un reducido grupo de personas que no disponen, ni lejanamente, de toda la información necesaria para realizar eficientemente esa labor.

Para que exista un mercado debe existir: libertad individual, propiedad privada, cumplimiento de contratos e igualdad ante la ley. El conocimiento de esta teoría, puede ser de gran ayuda para el inversor ya que le indica la importancia que tiene fijarse en la realidad jurídica-política de los lugares donde invertimos:

- A mayor intervención, menor crecimiento económico y menor seguridad jurídica. Un ejemplo es Brasil ya que, a pesar de ser un país con enormes posibilidades de desarrollo, se encuentra en una situación deprimida resultado de un alto grado de intervencionismo, la actuación de grupos de presión y la burocracia gubernamental.
- El argumento desarrollado por Mises sobre la imposibilidad del cálculo económico en el socialismo, puede aplicarse igualmente para analizar el límite teórico al crecimiento de toda organización empresarial. Es decir, toda empresa que pretenda integrar verticalmente las distintas etapas del proceso productivo, tendrá un límite máximo que vendrá impuesto por el hecho de que, cuando se incorporen un número suficiente de etapas, desaparecerán del mercado los intercambios en relación con alguna de ellas y por tanto no surgirán los correspondientes precios de mercado para algunos bienes de capital. Es por ello, que, si vemos que

una empresa está creciendo mucho y absorbiendo diferentes partes del proceso productivo, debemos de estar alerta ya que puede peligrar su capacidad competitiva.

## V

### LA TEORÍA DE LA FUNCIÓN EMPRESARIAL

La teoría de la función empresarial de la Escuela Austriaca pone en el centro del estudio de los mercados al empresario, cuestión que, si bien es considerada importante por algunos economistas *mains-tream*, nunca se ha incluido en sus modelos.

Israel Kirzner es uno de los economistas más prominentes en este campo de estudio. En esta teoría, es el desequilibrio (y no el equilibrio de competencia perfecta) el que caracteriza la interacción entre los agentes del mercado; un desequilibrio asociado con la incertidumbre inerradicablemente incierta a la que se enfrentan las personas al actuar y que se traduce en diferentes errores y aciertos de decisión. Sin embargo, la función empresarial aparece con un carácter coordinador de los posibles desajustes que puedan aparecer en los mercados, y tiende a estabilizar los precios y a hacerlos más eficientes.

El empresario perspicaz (ya sea productor, consumidor o inversor) se da cuenta de las diferentes oportunidades de beneficio en el mercado y actúa en consecuencia. En alguna ocasión, esta situación de desequilibrio permite a los empresarios más especuladores anticipar los cambios en los planes y decisiones de los demás, y de esta manera, podrá coordinar y sacar beneficio de desajustes antes si quiera que éste se manifieste.

En consecuencia, los cambios en los precios, en los medios de producción y distribución, y en el tipo de productos que se ofrecen dependen, en última instancia, de los cambios en los planes y deseos de los consumidores. Los empresarios perspicaces se dan cuenta de dónde y cómo se puede mejorar la estructura de producción para servir mejor a los consumidores y así lucrarse. El descubrimiento empresarial es la gasolina que permite funcionar al mecanismo del mercado, es la diferencia entre conocimiento empresarial y conocimiento científico.

CUADRO 4: CONOCIMIENTO EMPRESARIAL VS. CIENTÍFICO

<i>Conocimiento Empresarial</i>	<i>Conocimiento Científico</i>
<p>—De tipo subjetivo y práctico— No se puede expresar de manera formal, sino que el sujeto lo va adquiriendo o aprendiendo a través de sus acciones. Por ejemplo, Velázquez no aprendió a pintar a través de un manual de pintura, sino que a través de la práctica en un taller de Sevilla consiguió ese conocimiento para hacer sus grandes obras.</p>	<p>—De tipo objetivo y teórico— Es un conocimiento formalizado que se puede adquirir leyendo u observando aquellas reflexiones y conclusiones a las que han llegado autores anteriores. Por ejemplo, la representación del riesgo en la Teoría Moderna de carteras (de Markowitz) como:</p> $\sigma_p^2 = \sum_i w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i \neq j} w_i w_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij}$
<p>—Privativo y disperso— Cada persona que actúa lo hace de una manera única, puesto que parte de intentar alcanzar unos fines según un conocimiento empresarial que solo él posee de manera diseminada en su mente, con una variedad de matices que son irrepetibles por ningún otro ser humano. Por ejemplo, no es posible que un guionista de cine escriba exactamente el mismo guion que otro.</p>	<p>—Explícito y centralizado— Al ser el conocimiento percibido de manera objetiva, todas las personas que actúen en base a ese conocimiento lo harán de manera idéntica. Obteniendo los mismos resultados. El conocimiento se encuentra centralizado y todo el que tenga acceso a él, obtendrá la misma información. Por ejemplo, si dos estudiantes estudian el riesgo de la misma cartera según el modelo de Markowitz, llegarán al mismo resultado.</p>
<p>—Tácito no articulable— Está implícito. Es, como en una película, el mensaje de la película. Es decir, el actor sabe cómo hacer o efectuar determinadas acciones (<i>know how</i>), pero sin llegar a conocer el fundamento científico de cada elemento de su acción. Por ejemplo, el ciclista que no está pensando en las leyes físicas que le hacen no perder el equilibrio encima de la bicicleta, ni las partes del mecanismo de la cadena de la bicicleta que sirve para transmitir fuerza de sus piernas para hacer mover las ruedas.</p>	<p>—Formal y articulado— Es un conocimiento expresado y que, por tanto, nos sirve para entender cada una de las partes de la materia estudiada. Es decir, son las definiciones de esos fundamentos científicos de los que consta cada elemento de nuestra actuación. Por ejemplo, al encender un ordenador, el conocimiento científico explicará cada uno de los procesos internos que se llevan a cabo hasta que nosotros observamos la pantalla de bienvenida del sistema operativo.</p>
<p>—Se crea <i>ex nihilo</i>, de la nada— La función empresarial no exige medio alguno para ser ejercitada. Es decir, la empresarialidad no supone coste alguno. Esto se plasma en que da lugar a unos beneficios que, en cierto sentido, surgen de la nada (beneficios empresariales puros).</p>	<p>—Se necesita un medio de transmisión— El conocimiento científico ha de transmitirse a través de algún medio, por ejemplo: fórmulas, libros, gráficos, mapas, etc. Los beneficios de poseer ese conocimiento científico, surgen de dedicarle el tiempo suficiente para entenderlo y, así, poder explicarlo.</p>

.../...

.../...

<i>Conocimiento Empresarial</i>	<i>Conocimiento Científico</i>
<p>—Creativa y coordinadora—            La función empresarial consiste en darse cuenta de una situación donde existe un desajuste o descoordinación y así tratar de aprovecharla. Todo desajuste se plasma en una oportunidad latente de beneficio, que supone un incentivo para que el citado desajuste sea empresarialmente descubierto y eliminado. Por tanto, el acto empresarial es creativo (descubre el desajuste) y coordinador (lo elimina).</p>	<p>—Ni creativa ni coordinadora. Potenciadora—            Este conocimiento no consiste en darse cuenta de algo, ni de ser perspicaz. El sujeto es un ser pasivo que recibe dicho conocimiento científico a través de un medio de transmisión y no detecta ningún desajuste ni lo coordina. Sin embargo, sí es importante ya que ayuda a organizar toda la información práctica empresarial que tenemos desde diferentes puntos de vista, lo cual abre nuevas posibilidades para el ejercicio de perspicacia creativa.</p>

Conocer esta teoría nos permitirá alejarnos del mundo *mainstream* donde las decisiones de comprar y venta en el mercado son simples derivaciones matemáticas de maximización de estáticas funciones de utilidad. Un mundo donde se eliminan las personas de carne y hueso para dar lugar al *homo economicus*. De manera contraria, los austriacos explican un mundo donde las decisiones son tomadas por personas reales que, en gran medida, desconocen los planes presentes y futuros de los otros participantes en el mercado. En este mundo la incertidumbre juega un papel fundamental, y se producen continuos desajustes a medida que vamos actuando, que es posible que no se corrijan automáticamente y así, un empresario perspicaz pueda detectarlo y corregirlo, generando un beneficio empresarial puro. El inversor en valor se verá beneficiado de conocer la teoría de la función empresarial en tres aspectos:

- Al entender que la incertidumbre es inherente a cualquier acción humana, elegirá empresas con directivos perspicaces que sean capaces de adaptar las decisiones de la compañía a las nuevas oportunidades que vayan apareciendo (en forma de desajuste) en el mercado constantemente en desequilibrio.
- Ayudará al inversor a comportarse como un empresario cuyo trabajo consiste en encontrar desajustes en el mercado que provoquen que el precio al que cotiza un activo sea inferior a su valor intrínseco.

- Al conocer que, naturalmente, el empresario tiende a cometer errores de decisión y que éstos forman parte de largos procesos de prueba y error, el inversor será capaz de gestionar sus emociones a corto plazo cuando los errores ocurran y mantener su visión largoplacista.

## VI LA TEORÍA MONETARIA

Dentro de la amplitud de consideraciones que tiene la teoría monetaria en las diferentes escuelas de pensamiento. En este apartado voy a entrar a considerar como el conocimiento de la teoría monetaria austriaca puede ayudarnos a no caer en los errores de la economía clásica.

CUADRO 5: EL VELO MONETARIO EN LA ESCUELA AUSTRIACA

	<i>Dicotomía Clásica</i>	<i>Neutralidad del Dinero</i>
Definición	La cantidad de dinero (M) y el nivel de precios (P) no intervienen en la determinación de los valores de equilibrio de las variables reales de la economía (salario real, nivel de empleo, nivel de producción). Sin embargo, se llama dicotomía porque las variables reales sí influirán en las monetarias.	Las variaciones de la cantidad de dinero afectan a todas las variables nominales (nivel de precios, salarios nominales y demanda de dinero nominal) en la misma proporción, dejando inalterados los valores de equilibrio de las variables reales.
Escuela clásica	SÍ	SÍ
Escuela Austriaca	NO	NO

En la economía clásica, se dice que el dinero actúa como un velo (el «velo monetario»), es decir, no afecta a la asignación de recursos y la economía actúa como si fuera una economía de trueque. Sin

embargo, la Escuela Austriaca nos advierte que el dinero no es neutral. Si bien es cierto que el dinero es el bien económico que actúa como unidad de cuenta en la que se expresan todos los precios de mercado, no por eso debemos caer en el error de pensar que los cambios de valor del dinero carecen de repercusiones sobre el tipo de relaciones de cooperación que tejen las personas entre sí. Tanto la inflación (las subidas de precios con una caída del valor del dinero) como la deflación (las reducciones de precios con aumento del valor del dinero) modifican el comportamiento de las personas. Y, ¿por qué lo modifican? porque en medio de una inflación, o de una deflación, no todos los precios cambian en la misma proporción y, por tanto, los diferenciales entre los distintos precios también se modifican (Efecto Cantillon). Y, de esta manera, algunos planes empresariales que eran rentables dejarán de serlo y otros planes que no lo eran pasarán a serlo.

Conocer la teoría monetaria es de gran utilidad porque explicará que el dinero ideal es aquel que mantiene estable su valor y que no interfiere en la coordinación de las personas dentro del mercado. Son las preferencias y la información disponible por los distintos individuos los que deben marcar: qué, cuándo, cómo, dónde, y para quién producir y no la arbitraria manipulación de la unidad de cuenta que se utiliza en el mercado. Esto será de gran utilidad en nuestro proceso de inversión ya que extremaremos precauciones en momentos de expansión crediticia artificial:

- El estado natural de una economía es el deflacionario. Los incrementos en la productividad permiten producir más bienes con el mismo dinero. Sin embargo, el escenario más probable en una economía con intervención estatal será una inflación alta (a no ser que se llegue al punto de «japonización» en el que la economía queda «zombieficada»). Entender los conceptos de tipo de interés natural, tipo de interés de mercado, inflación y deflación, es muy útil a la hora de invertir. Esta distinción ayudará al inversor a hacerse una idea de las posibles consecuencias de las políticas monetarias según los países.
- La falta de una moneda respaldada por el oro o algo similar independiente de una decisión política, implica que ésta se

depreciará permanente frente a los activos reales. La presión de los gobiernos para depreciar la moneda es permanente (es la manera más sencilla de disminuir su deuda denominada en esa moneda). Por tanto, el inversor deberá invertir en activos reales para protegerse de esa devaluación.

- La reducción de tipos de interés y compra de activos (bonos soberanos) orquestada por los Bancos Centrales no hace sino distorsionar los precios en los mercados de renta fija.

## VII LA TEORÍA DEL CAPITAL

La teoría austriaca del capital es la más completa en el paradigma económico ya que es la única capaz de explicar con acierto las estructuras intertemporales de producción que existen en nuestras sociedades. Vamos a hacer un repaso histórico:

### NOTA 1: REPASO HISTÓRICO TEORÍA DEL CAPITAL

---

Menger en 1871, siguiendo su concepción subjetivista, exploró la relación temporal entre los bienes de consumo y de inversión ofreciendo su teoría sobre los bienes económicos de distinto orden, en la que reconoció la importancia del dinero, y la interdependencia y complementariedad entre bienes de diferentes órdenes.

Böhm-Bawerk en 1889, complementando el trabajo de Menger, desarrolla su teoría del capital y del interés en la que destaca la naturaleza temporal del proceso productivo, sosteniendo que éste añade valor a los recursos productivos porque toma tiempo.

Mises en 1912, sería el primero en combinar la teoría del capital de Böhm-Bawerk y la dinámica monetaria de Wicksell (efectos en los precios de la tasa de interés monetaria) para generar una primera versión de la teoría austriaca del ciclo.

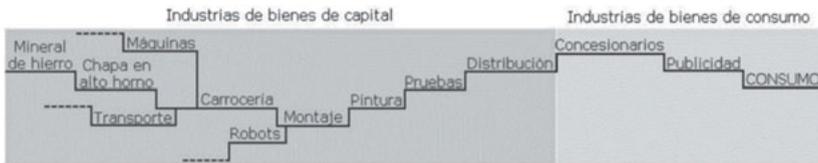
Posteriormente, Hayek en 1931 reforzaría la teoría misiana demostrando que los shocks monetarios, como afectan a los precios relativos de la economía, pueden generar una mala asignación de los recursos y problemas de descoordinación intertemporal afectando a la estructura del proceso productivo.

---

De esta manera, tenemos la primera teoría del capital basada en *el individualismo metodológico* y en *la teoría de la acción humana* que sostiene que el capital físico no es homogéneo, sino que está

compuesto por un conjunto de factores de producción altamente desagregado y especializado. Tenemos ante nosotros, por tanto, el análisis económico más realista y completo jamás visto en alguna escuela de pensamiento económico. Lamentablemente, después de la II Guerra Mundial el interés por la teoría austriaca del capital desaparecería de la profesión económica, como consecuencia del dominio casi absoluto de la macroeconomía keynesiana. En consecuencia, a partir de los años cincuenta la mayor parte de los trabajos de la Escuela Austriaca comenzaron a centrarse en los ámbitos de la microeconomía y de la metodología<sup>5</sup>.

ESQUEMA 1: ESTRUCTURA PRODUCTIVA DE UN COCHE



Bien, una vez analizado el contexto, procederemos a explicar los principios que fundamentan esta teoría de capital que será la base de la TACE (Teoría Austriaca del Ciclo Económico). Comenzaré con un esquema simplificado de la estructura productiva de un vehículo a motor<sup>6</sup> y continuaré especificando esos fundamentos comunes a todos los procesos productivos:

1. La producción es un proceso que requiere tiempo. La producción es un proceso intertemporal que se define como un conjunto o una secuencia de etapas. Es decir, si el

<sup>5</sup> Encontramos notables excepciones como los trabajos desarrollados por Hutt en los años 70, Skousen en 1990, Huerta de Soto en 1998 y Garrison en 2001.

<sup>6</sup> Se trata de una mera simplificación pues la estructura productiva es complicadísima, muy prolongada y dinámica (depreciación y obsolescencia) sucesión de etapas que conviven entre sí. Además, existe una creciente división del trabajo (o, mejor dicho, del conocimiento) tanto desde el punto de vista horizontal como vertical, que da lugar a un dinamismo en el número de etapas productivas. Por lo tanto, la representación gráfica es por naturaleza estática y errónea.

trabajo y los recursos naturales pueden observarse como los medios de producción iniciales, y los bienes de consumo como los fines últimos del proceso productivo, entonces la estructura del capital ocupa una posición intermedia entre ambos, acentuando la dimensión temporal que caracteriza a este proceso que, por supuesto, añade valor en cada etapa.

2. La producción es un proceso que requiere ahorro. Deben existir ahorradores (capitalistas) dispuestos a renunciar al consumo inmediato de lo que crean o producen, y poner esos recursos (bienes de capital) a disposición de trabajadores para que realicen un proceso productivo que madurará en el futuro y generará bienes con un mayor valor<sup>7</sup>.
3. El tipo de interés facilita la coordinación de las decisiones intertemporales. Las variaciones en la tasa de interés afectan al volumen de ahorro, y a los patrones de inversión (incluida su composición) y de producción. Por ello, los tipos de interés libremente determinados, ofrecen una señal fiable de hacia dónde debe dirigirse la producción dadas las preferencias de consumo intertemporales de los agentes (tampoco entendió Marx que no se pueden modificar los tipos de interés arbitrariamente pues descoordinaría los planes de producción de los capitalistas con los patrones de consumo de los perceptores de renta)<sup>8</sup>.
4. Los precios actúan como señales. Los precios relativos son un vehículo de transmisión de información que guía las decisiones de producción y de consumo. Reflejan cambios en las valoraciones subjetivas de los agentes, así como las escaseces relativas de los recursos alternativos. Esto, como hemos visto en el apartado de la ley de la determinación del precio, los convierte en una red de comunicaciones fiable.

---

<sup>7</sup> Tal y como sabemos con el ejemplo de Robinson Crusoe que suele utilizar Jesús Huerta de Soto en sus clases, él ahorra —renuncia a consumo inmediato— para producir bienes con mayor valor para él (por ejemplo, la vara de madera).

<sup>8</sup> Continuando con el ejemplo de Robinson Crusoe, lo que le permite coordinar sus comportamientos y su ahorro, es la estimación subjetiva de su preferencia temporal. Así evitará procesos de acción excesivamente largos (alto horno).

5. Los bienes de capital son heterogéneos y reflejan ciertos grados de complementariedad intertemporal. Los bienes de capital de orden superior y los de orden inferior son complementarios intertemporalmente. Y, sobre todo, son heterogéneos, no existe un agregado (K) que los pueda representar ni periodos medios de producción<sup>9</sup>.

En resumen, la teoría de capital nos explica cómo funcionan las estructuras productivas en la economía y las consecuencias perniciosas que tendría cualquier tipo de manipulación monetaria sobre ellas. En un entorno de expectativas subjetivas de los empresarios, cualquier manipulación modificaría todo el entramado de señales intertemporales (precios, salarios, tipos de interés) que la hacen funcionar como si fuera un circuito.

Podemos concluir que es necesario estudiar la teoría del capital para comprender los procesos económicos. Hay multitud de economistas que no han estudiado esta teoría y así es imposible entender nada de la ciencia económica. Conocemos así la causa del error sistémico bajo el que se encuentra la profesión económica. Para terminar esta explicación teórica sobre la teoría del capital, considero oportuno incluir el siguiente cuadro comparativo:

Los beneficios de conocer la teoría del capital son innumerables para el inversor:

- Se da cuenta de que los procesos productivos necesitan de ahorro y tiempo. La producción no es instantánea. Por lo tanto, si invertimos en empresas con ambiciosos planes de crecimiento, deberemos ser conscientes de que transcurrirá tiempo hasta que esa empresa sea capaz de llevar a cabos sus nuevos proyectos y se vean reflejados los beneficios. La producción no es un ciclo circular de rentas. En este punto, vemos que existe un fuerte paralelismo entre el proceso productivo sano a largo plazo y el proceso inversor sano a largo plazo, en el que el inversor debe rechazar la satisfacción inmediata de sus inversiones

---

<sup>9</sup> La descoordinación temporal impulsada por un tipo de interés artificialmente bajo se manifiesta inicialmente a través de la sobreinversión en bienes de capital de orden superior es lo que se conoce como «Efecto Ricardo».

## CUADRO 6: PARADIGMA AUSTRIACO VS. CLÁSICO/KEYNESIANO

Cuadro VII-1 <i>Dos formas distintas de concebir la economía</i>	
<i>Escuela Austriaca</i>	<i>Macroeconomists (clásicos y keynesianos)</i>
1. El tiempo juega un papel esencial	1. Se ignora la influencia del tiempo
2. El "capital" se concibe como un conjunto <i>heterogéneo</i> de bienes de capital que constantemente se gastan y es preciso <i>reproducir</i>	2. El capital se concibe como un fondo <i>homogéneo</i> que se <i>autorreproduce</i> solo
3. El proceso productivo es <i>dinámico</i> y está desagregado en <i>múltiples</i> etapas de tipo <i>vertical</i>	3. Se concibe una estructura productiva en <i>equilibrio, unidimensional y horizontal</i> (flujo <i>circular</i> de la renta)
4. El dinero afecta al proceso modificando la estructura de precios <i>relativos</i>	4. El dinero afecta al nivel <i>general</i> de precios. No se consideran cambios en los precios relativos
5. Explica los fenómenos macroeconómicos en términos <i>microeconómicos</i> (variaciones en los precios relativos)	5. <i>Los agregados macroeconómicos</i> impiden analizar las realidades microeconómicas subyacentes
6. Dispone de una teoría sobre las causas <i>endógenas</i> de las crisis económicas que explica su carácter <i>recurrente</i>	6. Carecen de una teoría endógena de los ciclos. Las crisis se producen por causas <i>exógenas</i> (psicológicas, tecnológicas y/o errores de política monetaria)
7. Disponen de una elaborada <i>teoría del capital</i>	7. Carecen de teoría del capital
8. El <i>ahorro</i> juega un papel protagonista y determina un cambio <i>longitudinal</i> en la estructura productiva y el tipo de tecnología que se usará	8. El ahorro <i>no</i> es importante. El capital se reproduce <i>lateralmente</i> (más de lo mismo) y la <i>función de producción</i> es fija y está dada por el estado de la técnica
9. La demanda de bienes de capital varía en dirección <i>inversa</i> a la demanda de bienes de consumo. Toda inversión exige ahorro y, por tanto, una disminución temporal del consumo	9. La demanda de bienes de capital varía en la <i>misma</i> dirección que la demanda de bienes de consumo
10. Se supone que los costes de producción son <i>subjetivos</i> y no están dados	10. Los costes de producción son <i>objetivos</i> , reales y se consideran dados
11. Considera que los precios de mercado tienden a determinar los costes de producción, y no al revés	11. Consideran que los costes históricos de producción tienden a determinar los precios de mercado
12. Considera el tipo de interés como un precio de mercado determinado por valoraciones subjetivas de preferencia temporal, que se utiliza para descontar el valor actual de la corriente futura de rendimientos al que tiende el precio de mercado de cada bien de capital	12. Consideran que el tipo de interés tiende a estar determinado por la productividad o eficacia marginal del capital, concebida como la tasa interna de retorno que iguala la corriente esperada de rendimientos con el coste histórico de producción de los bienes de capital (que se considera dado e invariable). Se cree que a corto plazo el tipo de interés tiene un origen predominantemente monetario

(«hágase rico en 5 minutos») y deberá ahorrar sacrificando resultados inmediatos para recoger los frutos en el futuro.

- Aunque ya entendimos cómo se formaban los precios a través de las valoraciones subjetivas de los consumidores, conociendo la teoría del capital, podemos entender que esos precios determinarán los costes de producción. Al depender los costes de la demanda, existirá una variabilidad permanente del coste marginal y, por tanto, del beneficio de las empresas. Por ejemplo, si la demanda de petróleo es de 80 millones de barriles diarios, y el barril que hace el número 80 millones cuesta producirlo 100 \$, el precio de mercado del barril será de 100 \$, y se llevarán a cabo los procesos empresariales que puedan producir por un coste inferior a 100 \$. Pero, además, debemos de entender que ese coste que pueda producir el barril marginal no está dado, sino que dependerá de las diferentes condiciones de mercado: oferta y demanda de trabajadores, capacidad creativa de los empresarios (desarrollo del *sale oil*), etc. Esta concepción dinámica nos diferenciará del resto de inversores.
- Al comprender que la producción necesita de varias etapas productivas, podremos clasificar las empresas dependiendo de si están más o menos cerca del bien de consumo final. Así, las empresas que produzcan bienes de capital muy alejados del consumo (por ejemplo, una empresa que extrae hierro) tendrán la ventaja de que, en caso de que se deje de demandar el bien de consumo al que iban destinados (por ejemplo, coches), serán fácilmente reconvertible y podrán destinarse a fabricar cualquier otro bien (por ejemplo, una grúa). De modo contrario, una empresa cercana al consumo, producirá bienes difícilmente reconvertibles. Esto ayudará a nuestra decisión de inversión.

## VIII

### LA TEORÍA DEL CICLO ECONÓMICO

La Escuela Austriaca ha sido la única capaz de ofrecer un marco teórico que explique plenamente el proceso de gestación de la burbuja y la posterior e inevitable crisis financiera y económica. A los

inversores en valor, la teoría austriaca les permitió alejarse muy temprano de los sectores financieros e inmobiliarios abocados al descalabro en 2008.

La TACE nos permite entender los tendencias que se desarrollan en las diferentes economías, analizando si el crecimiento que se produce es sostenible (basada en el ahorro voluntario) o insostenible (basado en una expansión crediticia sin aumento del ahorro). A continuación, podrán observar un cuadro resumen con las etapas que se suelen observar en los ciclos de auge y recesión:

CUADRO 7: RESUMEN TEORÍA AUSTRIACA DEL CICLO ECONÓMICO

RESUMEN DE FASES		(2)
(1)	(2)	Expansión Crediticia (sin aumento del ahorro). (continuación)
Aumento del Ahorro Voluntario.	Expansión Crediticia (sin aumento del ahorro).	
F1 * Disminuye el ritmo del consumo. Los precios de los bienes de consumo bajan.	F1 * No disminuye el consumo. F1 * La banca concede masivamente nuevos préstamos y se reduce el tipo de interés.	F4 * Bajan los salarios reales «Efecto Ricardo»: se sustituye equipo capital por trabajadores. F5 * El sector de bienes de capital experimenta grandes pérdidas contables (disminuye su demanda —Efecto Ricardo— y aumentan sus costes, el tipo de interés y las materias primas suben).
F2 * Disminuyen los beneficios contables en el sector de consumo.	F2 * Sube el precio de los bienes de capital.	F5 * Se despiden trabajadores de las industrias de bienes de capital.
F2 * Tienden a subir en términos reales los salarios (mismo importe nominal con precios de bienes de consumo más bajos).	F2 * Sube la bolsa. F2 * Se alarga artificialmente la estructura productiva.	F5 * Se liquidan los proyectos de inversión erróneos: quiebras y suspensiones de pagos. Pesimismo generalizado.
F2 * «Efecto Ricardo»: se sustituyen trabajadores por equipo capital.	F2 * Aparecen importantes beneficios contables en el sector de bienes de capital.	F5 * Aumenta la morosidad bancaria: los bancos marginalmente menos solventes tienen graves problemas. Contracción crediticia.
F2 * Se reduce el tipo de interés (resultado del aumento del ahorro). Sube la bolsa moderadamente.	F3 * El sector de bienes de capital demanda más trabajadores.	F5 * Los trabajadores vuelven a ocuparse en etapas próximas al consumo.
F2 * Aumenta el precio de los bienes de capital (resultado del aumento de su demanda —Efecto Ricardo— y de la reducción del tipo de interés).	F3 * Suben los salarios de los trabajadores.	F5 * Hay consumo de capital, y la estructura productiva se acorta.
F3 * Se incrementa la producción de bienes de capital.	F3 * Se generaliza el boom expansivo y bursátil. Especulación desenfrenada.	F5 * Se produce un ritmo menor de bienes y servicios de consumo.
F3 * Se despiden trabajadores en el sector del consumo y se contratan en las industrias de bienes de capital.	F4 * Comienza a crecer la demanda monetaria de bienes de consumo (mayores rentas salariales y empresariales se dedican al consumo).	F5 * Los precios relativos de los bienes de consumo crecen aún más (menos oferta y más demanda monetaria).
F4 * Se alarga de forma permanente la estructura productiva.	F4 * En algún momento se detiene el ritmo de crecimiento de la expansión crediticia: sube el tipo de interés. Cae la bolsa (crisis).	F5 * La renta nacional y los salarios disminuyen en términos reales.
F5 * La producción de bienes y servicios de consumo aumenta mucho, su precio se reduce (más oferta con menor demanda monetaria). Aumentan los salarios y la renta nacional en términos reales de forma permanente.	F4 * Los precios de los bienes de consumo comienzan a crecer en términos relativos más que los salarios. F4 * El sector del consumo experimenta beneficios contables (aumenta su demanda).	F6 * Producido el reajuste, puede venir la recuperación si aumenta el ahorro voluntario. Ver columna (1). O puede comenzar de nuevo otra expansión crediticia. Ver columna (2).

El conocimiento de la TACE nos ayudará de diversas maneras a nuestro proceso inversor:

- Podremos tener una noción de en qué momento del ciclo nos encontramos. Para ello, podremos estudiar diferentes datos macroeconómicos (nivel de crecimiento crediticio y tipo de interés, nivel de precios de los bienes de capital, nivel de precios de los bienes de consumo, nivel del Efecto Ricardo, nivel de empleo y desempleo por sectores, etc.) y tratar de determinar, siguiendo el hilo lógico de evento que conforman un ciclo económico, en qué momento nos encontramos. De esta manera, podremos crear una especie de «indicador TACE» que nos ayude a invertir. Por supuesto no será completamente fiable, ya que dependerá de las características específicas de cada economía (no se pueden interpretar de la misma manera los indicadores de Japón que los de EEUU).
- Podremos entender cuándo el alargamiento en la estructura productiva (es decir, aumento de empresas alejadas del consumo) es sano o es parte de un auge artificial. Esto será muy importante para diferenciar aquellas empresas cíclicas que, efectivamente, cuando se revierta el ciclo, volverán a cotizar a precios normalizados; y aquellas que su existencia se debía solo a una situación insostenible de expansión crediticia y que, por tanto, no volverán a cotizar a precios anteriores.

## IX

### LA TEORÍA DE LAS INSTITUCIONES SOCIALES EVOLUTIVAS

Los mercados están inmersos en un proceso continuo e inacabable, y siempre habrá un emprendedor intentando aprovechar un conocimiento nuevo o una descoordinación temporal. Según Hayek: la competencia es un proceso de descubrimiento que consiste en lanzar propuestas de valor a los consumidores, o en ser capaz de emular las propuestas que lanzan de forma exitosa los demás. Las altas rentabilidades atraen competencia, la cual tiende a igualar las rentabilidades de las empresas con el tipo de interés.

Sin embargo, cuando analizamos los mercados y observamos los beneficios de las empresas, vemos que hay algunas de ellas que obtienen beneficios extraordinarios respecto a sus competidores durante dilatados periodos de tiempo. Entonces, ¿Cómo es posible

que dos compañías que produzcan un bien similar, que inviertan a un plazo similar y con una estructura similar; haya una que tenga beneficios extraordinarios y otra con ingresos normales? ¿Cómo es posible que no se produzca esa igualación entre las rentabilidades y el tipo de interés? Esto es porque hay algunas empresas con una capacidad de obtención de beneficios extraordinarios.

Por ejemplo, supongamos que yo estoy actuando empresarialmente tratando de reproducir el modelo de negocio de una empresa ya que observo que está teniendo altos beneficios. Pero eso no siempre es posible pues pueden existir barreras de entrada o puede haber ventajas competitivas de unas empresas sobre otras que sean muy difícilmente reproducibles.

Warren Buffett dijo en 2007: «en los negocios busco castillos protegidos con unos fosos que no puedan traspasarse». Si el castillo es el modelo de negocio de la empresa, el foso lo protegerá de ser conquistado (es decir, de ser copiado). En inglés foso se dice *moat* y es un concepto clave en el Value Investing. Para que un negocio tenga un *moat* debe contar con ventajas competitivas muy difícilmente reproducibles. La teoría de las instituciones sociales evolutivas aparece aquí para clarificar este punto. Pat Dorsey (2008) clasificó las ventajas competitivas en cuatro. Algunas son más duraderas que otras, algunas son más importantes de otras, es decir, los fosos pueden ser más o menos anchos y pueden ser más o menos profundos. Y Emérito Quintana (2016) puntualiza:

«Pueden surgir en el mercado conductas repetitivas que creen instituciones sociales; de esta forma, la institución con su enorme inercia puede impedir temporalmente que la competencia reduzca la rentabilidad de la empresa. No porque los gestores sean mejores o peores empresarios, sino porque los clientes se comportan según esas conductas y valoran características que sólo esa empresa ofrece, produciendo ventajas competitivas. Esto dificulta la reproducción del modelo de negocio de otra empresa».

Es decir, podemos entender el concepto de *moat* o ventaja competitiva como institución social evolutiva que ha nacido dentro de esa organización (empresa) y que no es replicable ya que se necesitan

largos periodos de tiempo y numerosos procesos de prueba y error para que aparezcan.

Por ejemplo, al igual que no es crear un idioma de la nada que compita con el español, tampoco es posible crear una bebida refrescante que compita con la Coca-Cola. Son instituciones sociales. A continuación, voy a mostrar una tabla que compare las ventajas competitivas y las instituciones sociales, acompañadas de ejemplos. Tabla realizada de acuerdo con Dorsey (2008) y Quintana (2016):

CUADRO 8: VENTAJAS COMPETITIVAS  
E INSTITUCIONES SOCIALES EVOLUTIVAS

	<i>Ventaja Competitiva</i>	<i>Institución Social Evolutiva comparable</i>
Efecto Red <sup>10</sup>	El valor de la empresa se ve aumentado cada vez que aumentan los usuarios. Son los usuarios quienes crean este 'efecto red'. Esta ventaja competitiva es extremadamente poderosa, y se suele encontrar en negocios basados en compartir información o poner usuarios en contacto.	Se genera de forma similar al <u>dinero</u> o al <u>idioma</u> , cuando un bien es más útil conforme el número de usuarios aumenta.
Activos Intangibles <sup>11</sup> (imagen de marca)	Hay algunas empresas que son capaces de crear una «cuota mental» en sus consumidores y, posiblemente, sea más importante que la cuota de mercado. Aunque le demos al empresario más competitivo del mundo 1.000 millones de euros para competir con Coca-Cola, va a ser muy improbable que consiga quitar de la cabeza a los consumidores que el pensamiento «me apetece un refresco» equivale a «ponme una Coca-Cola».	Se genera de forma similar al <u>derecho</u> , cuanto más reputado era el jurisconsulto en la antigua Roma, mayor aceptación producía en los ciudadanos.

.../...

<sup>10</sup> Un ejemplo serían las redes sociales. Son más valiosas cuantos más usuarios tengan.

<sup>11</sup> Un ejemplo sería Disney. Además de evocar sentimientos positivos en los niños, reduce los costes de comparación de los padres. Cuando una familia tiene que

.../...

	<i>Ventaja Competitiva</i>	<i>Institución Social Evolutiva comparable</i>
Costes de sustitución <sup>12</sup>	Los costes de cambio surgen cuando el coste para un cliente de cambiarse a un producto o servicio de la competencia es más alto que el beneficio que va a obtener.	Se genera de forma similar a la <u>costumbre</u> y la <u>moral</u> . Aunque aparezcan ideas que, en principio, pueden mejorar la calidad de vida de una sociedad, si va en contra de las propias costumbres del lugar, las personas se mostrarán reacias a cambiarlas.
Ventaja en los costes <sup>13</sup>	Podemos distinguir tres tipos de ventajas en costes: ventaja en el proceso, ventaja en la escala o los nichos de mercado. La primera de ellas, se consigue al desarrollar una forma más barata de ofrecer un producto que no puede ser copiada rápidamente. La segunda, de consigue cuando la empresa es capaz de aumentar su rentabilidad y abaratar sus costes, al hacerse más grandes. Y la tercera, hace referencia a encontrar parcelas en el mercado tan pequeñas que sólo pueden sostener a una o dos empresas de forma rentable.	Se genera de forma similar al <u>mercado</u> . El mercado va evolucionando hasta conseguir ser eficientes y reducir al máximo los costes de intermediación entre las personas.

seleccionar que película ver el fin de semana, y tienen un variado catálogo de películas de dibujos, probablemente escogerán la de Disney, aunque tenga un precio más alto, ya que tienen la certeza de que a su hijo le va a gustar la película.

<sup>12</sup> Un ejemplo son las empresas de ascensores. Cuando se construye un edificio y se instala el ascensor, habitualmente incluye un contrato para el servicio de mantenimiento por muchos años.

<sup>13</sup> Inditex es un claro ejemplo de ventaja en los costes por tener una ventaja en el proceso: son los más rápidos y flexibles pudiendo satisfacer las necesidades del consumidor y las modas en cuestión de días. UPS es un ejemplo de ventaja de costes por la escala: el coste marginal de enviar una unidad o una unidad menos es prácticamente cero debido a sus círculos de distribución. Y, por último, las empresas de tuberías de gas son ejemplos de nichos de mercado: es rentable una tubería, pero nadie va a gastar en poner una segunda en paralelo porque entonces los gastos fijos arruinarían a los dos.

## REFERENCIAS

- Baumol, W. J. (1993): «Formal Entrepreneurship Theory in Economics: Existence and Bounds», *Journal of Business Venturing*.
- von Böhm-Bawerk, E. R. (1959): «La ley básica de determinación del precio», *Lecturas de economía política*, Huerta de Soto, J. (ed.), vol III, 99-142. Unión Editorial, Madrid. 1986.
- (2014 [1959]): «La teoría de la explotación», *Lecturas de economía política*, Huerta de Soto, J. (ed.), vol III, 101-201. Unión Editorial, Madrid. 1987.
- Buffett, W. E. (1984): «The Superinvestors of Graham-and-Doddsville», *Columbia Business School magazine*.
- (1987, 1989, 1996): Berkshire Hathaway Inc.'s Shareholder Letters.
- Dorsey, P. (2016 [2008]): *El pequeño libro que genera riqueza: La fórmula definitiva para encontrar inversiones excelentes*, Deusto.
- García Paramés, F. (2016): *Invirtiendo a largo plazo: Mi experiencia como inversor*, Barcelona, Deusto.
- Graham, B. & Dodd, D. L. (1951 [1934]): *Security analysis: Principles and technique*. New York, McGraw-Hill.
- Graham, B. (2017 [1949]). *El inversor inteligente*, 17.<sup>a</sup> ed., Barcelona, Deusto, Grupo Planeta.
- Huerta de Soto, J. (2009 [1998]): *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*, 4.<sup>a</sup> ed., Unión Editorial, Madrid.
- (2012): *La Escuela Austriaca: mercado y creatividad empresarial*, 2.<sup>o</sup> ed., Madrid, Unión Editorial.
- (2015 [1992]): *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, 5.<sup>a</sup> ed., Madrid, Unión Editorial.
- Keynes, J. M. (1991): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Palgrave Macmillan.
- Kirzner, I. (1998 [1973]): *Competencia y Empresarialidad*, Madrid, Unión Editorial.
- Leithner, C. (2015): «Entrepreneurship and Intelligent Investing», *Le Québécois Libre*.
- Lynch, P. (2015 [1989]): *Un paso por delante de Wall Street: cómo utilizar lo que ya sabes para ganar dinero en bolsa*, Barcelona, Ediciones Deusto.
- Markowitz, H. M. (1959): *Portfolio Selection, Efficient Diversification of Investments*, New York: John Wiley and Sons.

- Martínez González, A. (2015): «La visión schumpeteriana de la innovación. Aportaciones y contradicciones», *Procesos de Mercado*.
- Martínez Meseguer, C. (2016 [2006]): *La teoría evolutiva de las instituciones: la perspectiva austriaca*, 2.º ed, Madrid, Unión Editorial.
- Menger, C. (1985 [1883]): *Investigations into the Method of the Social Sciences*. New York: New York University Press.
- (2007 [1871]): *Principles of Economics*. Alabama: Ludwig von Mises Institute.
- (2009 [1892]): *The Origins of Money*. Alabama: Ludwig von Mises Institute.
- von Mises, L. (2018 [1949]): *La Acción Humana*. 12.ª Edición, Madrid, Unión Editorial.
- (2006 [1962]): *The Ultimate Foundation of Economic Science: An Essay on Method*, Liberty Fund.
- Quijano, D. E. (2011): «La inversión en valor y la economía austriaca», *La Ilustración Liberal*, n.º 50 (invierno 2011): 37-42.
- (2012): «Vínculos entre la escuela austriaca de economía y el método de inversión en valor», en *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política*, Vol. 9, n.º 1, 2012, pp. 255-304.
- Quintana, E. (2016): «Value Investing: Una fundamentación teórica desde el punto de vista de la Escuela Austriaca de Economía», Trabajo Fin de Máster en Economía de la Escuela Austriaca URJC.
- Rallo, J. R. (2010): «Escuela Austriaca y *value investing*: una hoja de ruta», Instituto Juan de Mariana.
- (2010): «Los Fundamentos Económicos del Value Investing», Juan Ramón Rallo website.
- Sharpe, W. F. (1964): «Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions Of Risk», *The Journal of Finance*, Volume 19, Issue 3.
- Smith, A. (2011 [1776]): *La riqueza de las naciones*, Grupo Anaya Publicaciones Generales.

