

El impacto de los sesgos conductuales en la toma de decisiones DE INVERSIÓN

CARLOS CANO, CFA*
Y EDWARD CARDOSO**

Las finanzas del comportamiento, como nuevo paradigma de la teoría financiera moderna, buscan complementar la teoría financiera tradicional mediante el análisis e inclusión de aspectos conductuales en el proceso de toma de decisiones con el objetivo de explicar el porqué del comportamiento irracional de los inversores. A continuación, se analizan las principales diferencias entre ambas, y se desarrolla a mayor profundidad el concepto de sesgo conductual y los efectos de este sobre las decisiones de inversión de los agentes económicos.

* Especialista Senior en Políticas de Inversión
carlos.cano@bcrp.gob.pe

** Especialista en Evaluación del Desempeño y Riesgos
edward.cardoso@bcrp.gob.pe

INTRODUCCIÓN

Las finanzas del comportamiento intentan explicar y expandir la comprensión acerca de los patrones de razonamiento de los inversionistas, incluyendo los procesos emocionales involucrados y el grado en que estos influyen en el proceso de toma de decisiones. En esencia, las finanzas del comportamiento intentan explicar el qué, el porqué, y el cómo de las finanzas y la inversión, desde una perspectiva humana.

De acuerdo a Schindler (2007), existen tres pilares esenciales para la investigación en el campo de las finanzas conductuales:

- **Límites al arbitraje:** Este pilar busca explicar la existencia de oportunidades de arbitraje que no desaparecen rápidamente. La persistencia de estas oportunidades implica que la irracionalidad potencial de las decisiones de inversión de los agentes puede tener un impacto substancial y duradero en los precios de mercado.
- **Sicología:** Para explicar la irracionalidad de los inversores y su proceso de toma de decisiones, las finanzas del comportamiento se basan en la evidencia experimental de la psicología cognitiva y en los sesgos que surgen cuando las personas forman creencias y preferencias, y en la forma en que toman decisiones a partir de aquellas (Barberis y Thaler, 2003).
- **Sociología:** Un considerable número de decisiones financieras son el resultado de la interacción social lo que contradice la suposición implícita de que los individuos toman decisiones sin influencias externas. Las transacciones financieras y los mercados son

“ Las finanzas del comportamiento integran la sicología y la sociología en la teoría financiera para entender cómo los factores conductuales y sociales afectan las decisiones ”

fundamentalmente fenómenos sociales por lo que su existencia y funcionamiento deben ser comprendidos desde una perspectiva sociológica.

En resumen, podemos concluir que las finanzas del comportamiento integran la sicología y la sociología en la teoría financiera para entender cómo los factores conductuales y sociales afectan el proceso de toma de decisiones financieras de los agentes económicos, y por lo tanto, desarrollar una comprensión más rica y profunda de los mercados financieros desde una perspectiva interdisciplinaria (ver gráfico 1).

FINANZAS TRADICIONALES VS. FINANZAS DEL COMPORTAMIENTO

Gran parte de la teoría financiera moderna descansa en la hipótesis de mercados eficientes (EMH): la noción de que los mercados asimilan de manera completa, precisa e instantánea toda la información disponible en los precios de mercado. Esta teoría fue sin lugar a dudas, el enfoque más ampliamente aceptado en el mundo académico de la economía financiera, teniendo una posición dominante desde los años 90.

Sin embargo, a medida que diversas anomalías fueron identificadas, la teoría empezó a ser criticada en muchos aspectos. Dichas críticas dieron origen a una disciplina alternativa - las finanzas del comportamiento. Este nuevo dominio ha desafiado muchos de los supuestos de la EMH, en particular el concepto de racionalidad de los inversores mediante la incorporación de una dimensión emocional y psicológica en el estudio de su comportamiento.

Existen varios puntos de divergencia entre ambas teorías. A continuación, mencionamos algunas de las más relevantes:

GRÁFICO 1 ■ Evolución de las Finanzas Conductuales



FUENTE: SCHINDLER (2007).
ELABORACIÓN PROPIA.

- Racionalidad del Inversor:** Detrás de la EMH se encuentra la suposición de que los participantes del mercado son agentes económicos racionales, actuando siempre maximizando su utilidad y tomando decisiones óptimas en función a un cuidadoso análisis costo-beneficio. Estos supuestos de racionalidad, y sus correspondientes implicancias en la eficiencia de los mercados, han sido contradichos en numerosas ocasiones por psicólogos y economistas experimentales, los cuales han documentado una serie de desviaciones de la racionalidad del mercado en forma de sesgos de comportamiento específicos, los cuales aparentemente están siempre presentes en la toma de decisiones bajo incertidumbre, y que conducen a resultados no deseados para el bienestar económico de un individuo.
- Eficiencia Informativa:** El concepto de mercados eficientes implica que los inversores tienen acceso a información completa y, en este sentido, los precios deberían reflejar plenamente la información disponible en relación con los activos financieros y las características del mercado en cuestión. Sin embargo, en la práctica puede ser posible que algunos inversores no cuenten con acceso a determinada información y, por lo tanto, los precios no reflejen la información relevante.
- Rol de la información en la toma de decisiones:** La EMH se basa en el concepto del uso de la información como único factor en la toma de decisiones de inversión. Sin embargo, las finanzas conductuales incorporan además otros factores (psicológicos, cognitivos y con-

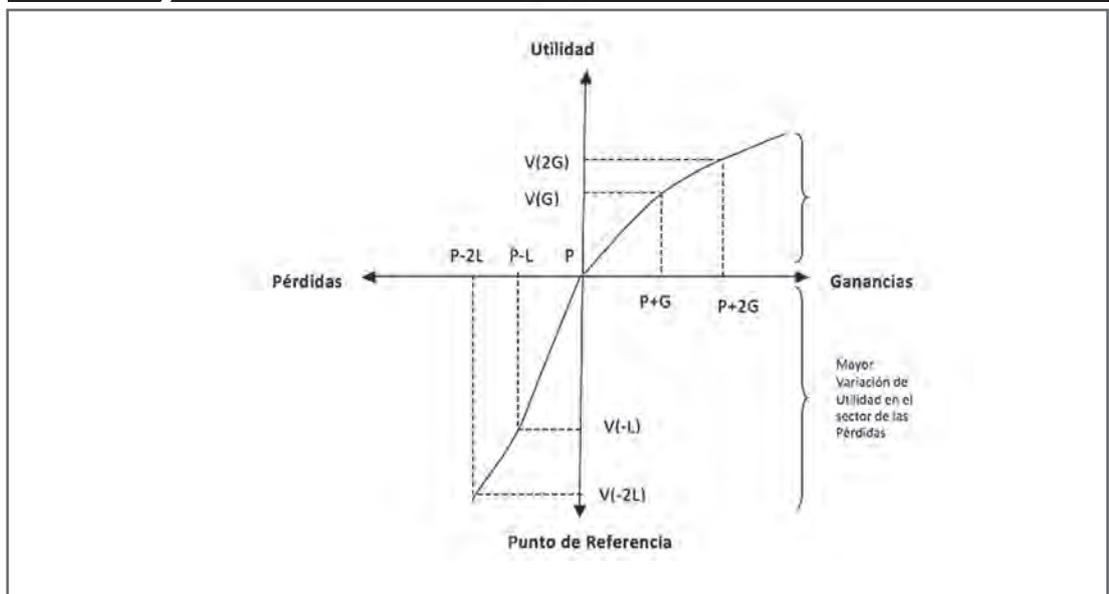
ductuales) que también afectan el proceso de toma de decisiones de inversión de los agentes económicos.

TEORÍAS DEL COMPORTAMIENTO COGNITIVO

Para explicar los sesgos conductuales y las decisiones bajo incertidumbre de los inversionistas, se debe conocer primero las teorías del comportamiento cognitivo y que parten de la psicología, la sociología y la antropología: la Teoría Prospectiva y la Heurística.

- La Teoría Prospectiva:** La Teoría Prospectiva (Kahneman y Tversky, 1979) describe que las personas subestiman los resultados probables en comparación a los obtenidos con certeza, en un efecto que explica la aversión al riesgo en caso de ganancias seguras y la atracción hacia el riesgo en alternativas que involucren pérdidas con certeza. En ese sentido, los agentes se comportan como si maximizaran una función de utilidad en forma de S (Odean, 1998). Se percibe que la función es cóncava en el territorio de las ganancias (aversión al riesgo) y convexa en el de las pérdidas (amante al riesgo), donde los agentes son más sensibles a las reducciones en su bienestar en contraste a cualquier incremento que se presente (Bernartzi y Thaler, 1995), como se muestra en el Gráfico 2. Del mismo modo, las pérdidas generan mayor impacto en el bienestar del individuo cuando el valor del portafolio presenta pérdidas anteriores que si presentase ganancias previas (Weber y Camerer, 1998).

GRÁFICO 2 ■ Función de valor de la teoría prospectiva de un inversionista



FUENTE: WEBER Y CAMERER (1998)
ELABORACIÓN PROPIA

- **La Heurística:** Esta teoría alude a reglas de oro eficientes que han sido propuestas para explicar cómo los agentes económicos toman decisiones, establecen juicios y resuelven problemas, enfrentando problemas complejos o con información incompleta. Al ser definida como estrategia, se debe apreciar que se toman decisiones bajo incertidumbre y que se acumulará experiencia para hacer de este proceso una regla de oro y acelerar el proceso de toma de decisiones (Kahneman y Tversky, 1981).

LOS SESGOS CONDUCTUALES

Como los individuos no actúan de forma racional ante la incertidumbre, desarrollan patrones de irracionalidad en la forma de cómo llegan a una decisión de inversión, los que impulsan errores cognitivos. El hecho de que inclusive los más experimentados y educados inversionistas fueran afectados por el colapso de la burbuja especulativa en la crisis de 2008 demuestra que hubo elementos ausentes en los modelos económicos y financieros tradicionales sobre la base del comportamiento racional.

En ese sentido, se considera que existen factores psicológicos que influyen en la decisión de inversión de los agentes económicos, por lo que por simplificación heurística se producen resultados subóptimos, que son también conocidos como sesgos conductuales. Si bien aún no se han explicado, dentro de una teoría general, las razones por las que las personas operan bajo ciertos sesgos, hay evidencia empírica sobre la cual apoyarse acerca de la ineffectividad del comportamiento humano.

Dentro de la literatura de las finanzas del comportamiento, hay identificados numerosos sesgos conductuales en el comportamiento de los inversores. Los más representativos dentro de la toma de decisiones de inversión y que han sido aplicados al análisis en investigaciones recientes, son los siguientes (ver Figura 3):

- **Exceso de Confianza:** Los inversionistas tienden a sobreestimar sus habilidades predictivas y la información con la que cuentan, por lo que confían demasiado en su conocimiento, subestiman los riesgos incurridos y exageran su habilidad para controlar eventos. La práctica más común es la de escoger una acción, acerca de decidir cuándo comprar y cuándo liquidar la posición. Barber y Odean (1999) ejecutaron uno de los programas de investigación más influyentes sobre el comportamiento de los inversionistas, al obtener el registro de 35 mil clientes de una compañía corredora de bolsa. Encontraron que las personas transaban operaciones en exceso de tal modo que reducían sus retornos. Asimismo, en 2001 encontraron que en los hombres este

“

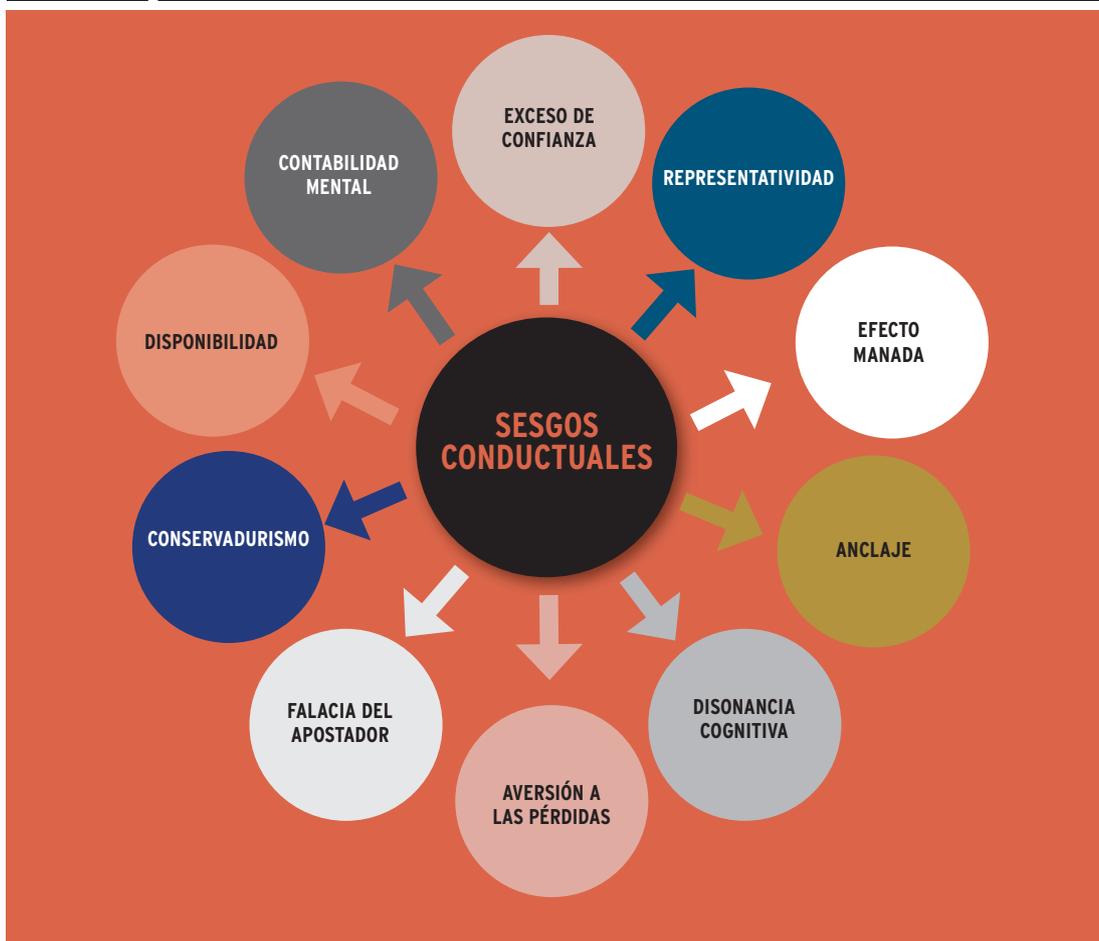
La crisis del 2008 evidenció la ausencia de ciertos elementos relevantes en los modelos económicos y financieros tradicionales basados en el comportamiento racional

”

sesgo se encontraba en mayor proporción que en las mujeres, dado que transaban 45% más operaciones y sus retornos se redujeron en 0,8% adicionales.

- **Representatividad:** Los inversionistas evalúan situaciones basadas en las características superficiales en lugar de las probabilidades subyacentes, asociando nuevos eventos a otros ya conocidos y, a partir de allí, elaborar su decisión, desarrollando juicios bajo incertidumbre. El concepto está vinculado a determinar probabilidades condicionales, apoyándose en estereotipos, como que el éxito presente continuará en el futuro, o basarse en la experiencia. Por ejemplo, creer que invertir en aquellas empresas que cuenten con buenas prácticas de gobierno corporativo son inversiones seguras de generar retorno (Shefrin y Statman, 1995).
- **Efecto Manada:** Imitación mutua que deriva en la convergencia de una acción. Los inversionistas tienden a seguir las decisiones de la mayoría, de tal modo que incluso en momentos en los que se considera idóneo adquirir una acción, se reprimen de hacerlo por influencia de sus pares. Detrás de este sesgo, están las creencias de que imitar a otros te facilita la aceptación por parte del grupo, y que es improbable que un grupo grande pueda estar equivocado. En un estudio acerca del efecto manada en condiciones de mercado extremas en Europa, Economu, Kostakis y Phillipas (2010) encontraron que este sesgo es más propenso durante periodos de alza en los mercados financieros de Grecia, Italia, Portugal y España. Además que durante la crisis financiera de 2008, solo hubo evidencia del efecto manada en Portugal.
- **Anclaje:** Heurística psicológica que ocurre cuando los inversionistas dan demasiada

GRÁFICO 3 ■ Tipos de Sesgos Conductuales



ELABORACIÓN PROPIA.

importancia a anclas o puntos de referencia en sus pensamientos que les llevan a decisiones de inversión que no son racionales. Si un inversionista no sabe cuál es el mejor momento para adquirir una acción y elige un punto de partida sin mucho análisis, al final podrá hacer ajustes a este punto de referencia, los cuales reflejen nueva información, pero que serán insuficientes y terminarán produciendo resultados sesgados. Andersen (2010) demostró que el efecto anclaje estaba inherente en el precio semanal del índice Dow Jones al usar un algoritmo que buscaba oportunidades de arbitraje y que arrojó beneficios fuera de la muestra.

- **Disonancia cognitiva:** Conflicto mental que las personas experimentan cuando se presenta evidencia de que las creencias o suposiciones que respaldan sus decisiones están equivocadas. Por ejemplo, luego de que un inversionista elige entre dos opciones de inversión, es probable que los aspectos negativos de la alternativa escogida y las características positivas de la rechazada generen un conflicto sobre la decisión recién

tomada. Dicho sesgo abarca dos aspectos vinculados a la toma de decisiones: la percepción selectiva, donde el individuo solo registra información que confirma sus creencias, y la decisión selectiva, donde refuerza las elecciones previamente tomadas a pesar de que son evidentemente incorrectas.

- **Aversión a las pérdidas:** Los inversionistas toman decisiones de una forma que les permite evitar sentir dolor emocional ante un resultado adverso. La razón detrás de este sesgo es el hecho de que los individuos odian admitir un error, haciendo que las elecciones que tomen sean sub-óptimas o conservadoras, puesto que pueden mantener una posición en pérdida por mucho tiempo y no ingresar a una posición cuando hay caídas en los mercados. Shefrin y Statman (1985) evidenciaron este sesgo a través de un estudio donde los inversionistas eran renuentes a liquidar las inversiones en pérdidas y tendían a vender aquellas posiciones en las que se presentaban ganancias en una señal de ser conservadores. Asimismo, las acciones vendidas tendían a mostrar un mejor retorno que

“
Los inversores no siempre actúan de manera racional debido a errores cognitivos y psicológicos a los cuales se enfrentan durante el proceso de toma de decisiones”

aquellas retenidas o aquellas que reemplazaban a las ventas.

- **La Falacia del Apostador:** Falla en la concepción del valor justo de las leyes de probabilidad. Los inversionistas tienden a predecir de forma sesgada que los precios del mercado se revertirán porque piensan que no es factible que se mantenga una tendencia por mucho tiempo, originando el pensamiento contrario (Kahneman y Tversky: 1971). Si una moneda de distribución justa es lanzada diez veces y en todas resulta cara, un inversionista que percibe que el siguiente lanzamiento es sello, sufre de este sesgo.
- **Conservadurismo:** Los inversionistas mantienen sus proyecciones a pesar de nueva información disponible. En ese caso son renuentes a cambiar de creencias ante nueva evidencia y ahora pueden explicar las razo-

nes por las que los inversionistas fallarían en darse cuenta de las implicancias de las sorpresas en las utilidades.

- **Sesgo de Disponibilidad:** Los inversionistas sobre-ponderan las probabilidades de eventos recientes.
- **Contabilidad Mental:** Se define como el conjunto de operaciones cognitivas usadas por individuos y familias para organizarse, evaluar y mantener seguimiento de las actividades financieras. Los inversionistas distribuyen la riqueza en cuentas mentales pero ignoran la correlación y capacidad de intercambio que puede ocurrir entre ellas.

Los inversores no siempre actúan de manera racional debido a errores cognitivos y psicológicos a los cuales se enfrentan durante el proceso de toma de decisiones. Las finanzas del comportamiento han puesto de manifiesto la relevancia de estos sesgos conductuales en el proceso de toma de decisiones de inversión en fuerte contradicción con las finanzas tradicionales basadas en la hipótesis de mercados eficientes.

Existe evidencia acerca de numerosos sesgos conductuales que explican las decisiones de inversión sub-óptimas de los agentes económicos, pero aún no hay una teoría general que englobe y exponga las razones por las que los comportamientos de estos se vean afectados por dichos sesgos en detrimento de su utilidad.

No existe duda alguna de que los inversores, al ser seres humanos, son afectados significativamente por factores psicológicos y emocionales. Estos no deben ser ignorados si se quiere tener una mejor comprensión de los fenómenos que influyen en la dinámica de los mercados financieros.

REFERENCIAS

- Andersen, J. (2010) Detecting Anchoring in Financial Markets. *Journal of Behavioral Finance* 11(2), pp. 129 - 133.
 - Barber, B., and T. Odean (1999), "The Courage of Misguided Convictions." *Financial Analysts Journal*, vol. 55, No. 6, pp. 41-55.
 - Benartzi, S., y R. Thaler (1995), "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle". *The Quarterly Journal of Economics* Vol. 110, No. 1, pp. 73-92.
 - Economou, F., A. Kostakis, and N. Philippas (2010), "An Examination of Herd Behavior in Four Mediterranean Stock Markets". Athens: 9th. Annual Conference, European Economics and Finance Society.
 - Fama, E. (1998), "Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance", *Journal of Financial Economics*, Vol 49, pp. 283-306.
 - Fromlet, H. (2001), "Behavioral Finance - Theory and Practical Applications", *Business Economics*, Vol 36, No. 3, pp. 63-69.
 - Grinblatt, M. y M. Keloharju (2009), "Sensation Seeking, Overconfidence, and Trading Activity", *Journal of Finance*, Vol 64, No. 2, pp. 549-578.
 - Kahneman, D. y A. Tversky (1971), "Belief in law of small numbers". *Psychological Bulletin* 76(2), pp. 105 - 110.
 - Kahneman, D. y A. Tversky (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk". *Econometrica* 47(2), pp. 263 - 291.
 - Odean, Terrance (1998), "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?". *Journal of Finance* Vol. 53, No. 5, pp. 1775-1798.
 - Schindler, M. (2007), "Rumors in Financial Markets: Insights into Behavioral Finance", West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.
 - Shefrin, H., and M. Statman (1985), "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence." *Journal of Finance*, vol. 40, No. 3, pp. 777-790.
 - Shefrin, H., and M. Statman (1995), "Making Sense of Beta, Size, and Book-to-Market." *Journal of Portfolio Management*, vol. 21, No. 2, pp. 26-34.
 - Statman, M. (1999), "Behavioral Finance: Past Battles and Future Engagements", *Financial Analysts Journal*, Vol 55, No. 6, pp. 18-27.
 - Statman, M., K. Fisher y D. Anginer (2008), "Affect in a Behavioral Asset Pricing Model", *Financial Analysts Journal*, Vol 64, No. 2, pp. 20-29.
 - Tversky, A. and D. Kahneman (1981), "The Framing of Decisions and the Psychology of Choice". *Science* 211(4481), pp. 453 - 458.
 - Weber, M., y C. Camerer (1998), "Disposition Effect in Securities Trading: an Experimental Analysis". *Journal of Economic Behavior & Organization* Vol. 33, No. 2, pp. 167-184.
-