

LA PSICOLOGÍA DE LA INVERSIÓN EN UN CONTEXTO LATINOAMERICANO

*Manrique Hernández Ramírez**

Recepción: 7 de noviembre de 2008 • Aprobación: 3 de abril de 2009

RESUMEN

Se realiza un estudio bibliográfico del análisis del campo de la inversión desde el punto de vista de las finanzas conductuales, buscando facilitar el entendimiento de la conducta de los mercados y los inversores para aquellos interesados en el tema y que ubiquen en las economías latinoamericanas. Se enumeran ejemplos y evidencia empírica de importancia, así como recomendaciones que buscan ayudar a evitar errores frecuentes en los procesos de inversión con la ayuda de estrategias de finanzas conductuales defensivas.

Palabras claves: Finanzas conductuales, entendimiento, mercados, inversores, economías latinoamericanas.

ABSTRACT

A bibliographic research of the investment field analysis is done, from a behavioral finances point of view, trying to understand in an easier way the behavior of the market and investors interested in the topic and located under Latin-American economies. Important examples will be numbered and so recommendations for avoiding frequent errors in investment processes through defensive behavioral finances strategies.

Key words: Behavioral finances, understanding, markets, investors, Latin-American economies.

* Profesor del Instituto Tecnológico de Costa Rica [manrique.hernandez@itcr.ac.cr]

Introducción

El campo de las finanzas ha estado dominado por más de tres décadas por la hipótesis de los mercados eficientes. Un mercado eficiente es aquel mercado en el cual los precios de los valores reflejan siempre toda la información disponible y bajo esta hipótesis los inversionistas son considerados teóricamente como racionales (Chen Lo y Jun Lin, 2005).

La nueva línea de investigación conocida como finanzas conductuales plantea que el inversor promedio que se observa operando en los mercados está lleno de irracionalidades e inconsistencias. Esto es contradictorio al pensamiento tradicional de los economistas y los fundamentos de las finanzas, que durante décadas han creado modelos especulando y teorizando sobre la presencia de un actor racional y muy bien informado, que puede tomar decisiones adecuadas y que por lo tanto es capaz de derivar el valor correcto de los activos. Esto pues se presume que toman decisiones según los axiomas de la teoría de utilidad esperada y que hacen pronósticos imparciales sobre el futuro (Murphy, 1999, Thaler, 1999, Elton, Gruber, y Busse, 2004, Stewart, 2006, Malcolm, Coval y Stein, 2007).

Cualquier mercado está conformado por un grupo de inversionistas muy bien informados y otros no tanto. La observación casual de los mercados sugiere a simple vista que la psicología siempre importa en lo que a decisiones financieras se refiere, pues hechos insólitos como las mismas noticias económicas y financieras, afectan los mercados financieros y por lo tanto podrían ser ligados a la psicología y sociología de los inversores. A modo de ejemplo es posible observar a inversores comprando o vendiendo

simultáneamente valores al imitar los juicios de otros inversionistas, o bien obedeciendo a rumores o a la llegada de ciertas noticias a través de los medios (Fromlet, 2001, Elton, Gruber, y Busse, 2004, Chen Lo y Jun Lin, 2005, Tetlock, 2007).

Estudiar los sentimientos de los inversionistas es importante por varias razones. Por un lado nos da información sobre las tendencias en los pronósticos de la bolsa, y además nos enseñan sobre oportunidades de ganar retornos extra explotando esas tendencias (Fisher y Statman, 2000).

En este sentido el artículo busca fortalecer y contribuir al medio latinoamericano donde los analistas económicos, financieros y de inversiones tradicionales, así como académicos e interesados en el tema, se pueden ver favorecidos al incorporar en sus análisis varios aspectos de la conducta humana. La idea mejorar el entendimiento de los inversores y en general de la operativa de los mercados, al recopilar resultados importantes de esta línea emergente de investigación, que puede ser sujeta de aplicación por parte de toda la comunidad interesada que opera a lo largo de estos mercados menos desarrollados. Para ello se exploran los nuevos supuestos sobre lo que trabaja esta nueva teoría, así como algunos descubrimientos sugestivos que detallan este tipo de estudios y sus alcances en situaciones de inversión cotidianas, permitiendo añadir en forma explícita factores sociológicos y psicológicos que prácticamente están excluidos no solo de los programas de negocios de las escuelas latinoamericanas, sino también de los análisis y tratamientos convencionales que aplican principiantes y expertos interesados (Hunton, McEwen, y Bhattacharjee, 2001).

Los aspectos psicológicos de los inversores

El estudio de la psicología del inversor cada vez es más aceptado en la comunidad financiera y la investigación empírica continua demostrando un vínculo entre los precios de los activos financieros y los sentimientos irracionales de los inversores. Además cada vez más evidencia sugiere que los inversores no logran todo el tiempo negociar racionalmente y tomar decisiones inteligentes (Poteshman y Serbin, 2003, Twibell, 2004, Brown y Cliff, 2005, Chen Lo y Jun Lin, 2005).

La introducción de las finanzas conductuales se remonta a los años ochentas cuando se dieron discusiones acerca de las fuentes de volatilidad en los mercados financieros, producto del descubrimiento de cuantiosas anomalías que no se lograban argumentar con los supuestos de la teoría de utilidad esperada y de los mercados eficientes. En esencia la línea de investigación intenta combinar la conducta individual y el fenómeno de mercado y utilizar el conocimiento combinado de la psicología, la sociología y la teoría financiera, para un mejor entendimiento del comportamiento que muestran los practicantes financieros y el efecto subsecuente que estos ejercen sobre los mercados en que operan (Fromlet, 2001, Shiller, 2006, Sewell, 2008).

Utilizando técnicas de psicología cognitiva y en su tentativa por exponer incoherencias presentes en los procesos de toma de decisiones económicas racionales, las investigaciones de Kahneman y Tversky (1979) aparecieron con evidencia empírica sugiriendo que las personas son irracionales de una manera consistente y correlacionada, criticando potentemente la teoría de la utilidad esperada,

imaginada hasta la fecha como el modelo que representaba los procesos de toma de decisiones bajo riesgo. En definitiva, señalando que la profesión y los modelos utilizados habían sobre estimado la racionalidad de los inversores y ofreciendo por fin una alternativa significativa¹ al paradigma de la utilidad esperada que había dominado la investigación en finanzas hasta la fecha (Elton, Gruber, y Busse, 2004, Shiller y Thaler, 2007).

Esta nueva teoría está apoyada sobre pruebas experimentales acerca del comportamiento humano bajo la incertidumbre, y fue construida sobre pruebas más que sobre un sentido abstracto de la racionalidad. La teoría sostiene que la gente cuando toma decisiones económicas las realiza bajo la influencia de la enmarcación, es decir dependiendo del contexto y ambiente que rodean al problema de decisión, y que una parte de este contexto, es generada por las propias personas cuando ellos adoptan una contabilidad mental arbitraria de sus circunstancias financieras (Shiller y Thaler, 2007).

Es así como en el marco de estos hallazgos, se inició un debate en economía financiera que ya lleva mucho tiempo, y que concierne al posible efecto de los sentimientos de los inversionistas sobre los precios de los activos en los mercados (Brown y Cliff, 2005).

1 Se refiere a la teoría conocida como "Prospect Theory" de los profesores Daniel Kahneman y Amos Tversky, que fue publicada por primera vez en 1979.

Hallazgos provenientes de la psicología que competen a los inversores

La evidencia empírica sugiere que la gente a menudo hace juicios usando una vía de representatividad, es decir, que se juzga la probabilidad que un modelo sea verdadero, y ellos basan su estimación en el grado al cual los datos se parecen al modelo que consideran correcto, más que asignar realmente cálculos de probabilidad. Se sabe que las personas tienden a presentar un error de anclaje, que en esencia es la tendencia a hacer juicios cuantitativos difíciles que tienden a comenzar con alguna estimación inicial arbitraria, a menudo sugerida a ellos mismos por algo en su ambiente inmediato. Además las personas tienden a exponer una especie de perseverancia en sus creencias, que están enganchadas en creencias y experiencia pasadas, aun mucho después de que quizás deberían haber sido abandonadas. En este marco existen casos como el siguiente: los pronósticos de ganancias que realizan los analistas sobre las diferentes compañías son excesivamente dispersos en el sentido de que los pronósticos altos tienden a ser sobreestimados y los pronósticos bajos tienden a ser sub estimados. (Bulkley y Harris, 1997, Shiller y Thaler, 2007).

Los seres humanos usualmente desean predecir correctamente y existe una tendencia en ciertos analistas a darle más importancia o mayores grados de probabilidad de la que realmente merecen, a ciertos hechos, reportes o estados. Los propios analistas y administradores de fondos de terceros, en su papel de especialistas en la materia, usualmente manejan proyecciones o escenarios para establecer sus recomendaciones a clientes. Sin embargo, los diferentes analistas

no siempre llegan a las mismas conclusiones o poseen diferencias en la interpretación de ésta información (Fromlet, 2001).

La naturaleza humana ocasiona que los inversores ya sean novatos o expertos, tiendan a fijar sus puntos de vista y expectativas sobre una serie de eventos que terminan dilucidando como tendencias. Pronto el instinto natural es buscar la información que mejor confirme sus posiciones y darle a ésta una mayor importancia y mirar de lado (sea consciente o inconscientemente) aquella que aminora sus afirmaciones o que bien las refuta. Dada esta realidad, las respuestas a las situaciones heterogéneas obedecerán a cómo los puntos a tratar han sido enmarcados, produciendo que los inversores realicen reflexiones diferentes ante las diferentes situaciones. Las finanzas conductuales trabajan estudiando las diferentes interpretaciones ante las mismas circunstancias y como los usuarios de un análisis pueden reaccionar a tales diferencias (Fromlet, 2001, Hirshleifer, 2001, Stewart, 2006).

El fenómeno de la sobreconfianza y la ilusión del control. Se refiere a que la mayoría de las personas creen que conocen más de lo que realmente saben. Las investigaciones empíricas sugieren que la sobre confianza es un rasgo de los tomadores de decisiones que se consideran a sí mismos como expertos, y esto por supuesto entraña ciertos riesgos. Estudios de este tipo han logrado documentar como las personas tienden a ser presumidas en sus juicios, es decir, que desarrollan una cierta tendencia a las ilusiones, creyendo lo que precisamente se quiere creer. Así, se han logrado evidenciar problemas de auto control, lo que puntea la incapacidad de controlarse en lo venidero.

La ilusión del control es otra forma de expresar la sobre confianza, y se refiere a que las personas creen que pueden controlar una situación, cuando en realidad es poco o ninguno el impacto que tienen sobre la misma. Esta manifestación llamada ilusión de control se vuelve muy evidente cuando las cosas salen mal (contrario a lo que creía al inicio) y la inversión resulta ser un fracaso (Fromlet, 2001, Shiller y Thaler, 2007).

El efecto de disposición. Hace alusión al fenómeno que continuamente se observa en las bolsas donde los inversores, llámense expertos o principiantes, venden los activos financieros ganadores demasiado temprano, y por el contrario se mantienen con los perdedores un tiempo exagerado. La segunda parte del fenómeno es la que usualmente ocasiona mayores daños y retrata la aversión a reconocer las malas decisiones y los pésimos negocios, imposibilitando el cortar las pérdidas de una forma oportuna (Fromlet, 2001).

El fenómeno de la tendencia a quedarse en casa. Significa que los inversores prefieren los mercados domésticos por motivos de seguridad que no son completamente racionales, a pesar de la posibilidad de mejores resultados a través del tiempo, o bien de una mayor diversificación de riesgos, producto de inversiones en el extranjero (Fromlet, 2001).

El fenómeno de seguir a la masa. Esta es quizás la observación que más genéricamente puede ser detectada en los mercados financieros en un contexto psicológico. Se refiere a que muchos inversores siempre observan de cerca a los ganadores, y de alguna forma esto los hace sensibles a ser atraídos a copiar ese mismo patrón, particularmente cuando estos inversores menos sofisticados

logran detectar su buen desempeño por parte de los más entendidos, que se repite a sí mismo muchas veces. Al final pocos quieren luchar contra el poder masivo de una mayoría que se está dirigiendo en la misma dirección. En este sentido se puede hablar de voluntarios y forzados a cumplir, en el sentido de que quizás muchos jugadores en los mercados financieros pueden pensar que un activo particular, por ejemplo un bono, la acción de una compañía, una tasa de interés o un tipo de cambio, no está siendo tasado correctamente, pero quizás pueden sentir que no vale la pena intentar combatir contra la masa y ser pisoteados, ante ese escenario, mejor seguir el comportamiento de la mayoría aunque no sea por voluntad propia (Fromlet, 2001).

Para cerrar Ricciardi (2008) aclara que nutridos estudios experimentales y exploraciones basadas en la conducta de los individuos al tomar riesgos han permitido documentar de forma poderosa los siguientes hallazgos:

En cuanto al género, las mujeres son más conservadoras que los hombres, y por lo tanto tienden a tomar menos riesgos. Con respecto al estado civil hoy se sabe que los individuos solteros son más propensos a tomar decisiones riesgosas que las personas casadas.

En factores como la edad, las personas jóvenes son más propensas a la búsqueda de riesgos que las personas mayores. En cuanto al nivel de educación, los individuos con altos niveles de educación expresan una mayor propensión o tendencia a tomar riesgos. Por su parte, los que cuentan con conocimiento financiero, ya sea por la vía de la experiencia o la maestría en la materia, revelan una predisposición a tomar mayores riesgos en los mercados.

Aplicaciones prácticas importantes para los mercados latinoamericanos

Este tipo de investigación puede facilitar el entendimiento y la dirección en la construcción de portafolios, ayudándonos a entender los tipos de errores que los inversionistas tienden a cometer cuando manejan sus propias inversiones y como detectar y localizar de mejor forma las oportunidades de ganancia ya sea por parte de novatos y expertos de la inversión. Más allá de esto, el entendimiento de los fundamentos de la psicología del comportamiento humano operando en los mercados financieros, puede facilitar la formulación de políticas macroeconómicas y la idealización de nuevas y más aptas instituciones financieras (Shiller y Thaler, 2007).

Las finanzas conductuales siguen ayudando a entender situaciones como el alto volumen de negociación que se presenta en algunos mercados financieros y su relación con ciertas circunstancias económicas, la tendencia de los mercados a pasar por períodos de alta volatilidad o las aparentes burbujas especulativas. Teorías de este tipo nos ayudan a entender por que algunas empresas deciden colocar sus acciones en los mercados sea en los momentos que se consideren aptos o no aptos por parte de los entendidos, así como el por que muchos individuos fracasan en situaciones tan medulares como ahorrar lo suficiente para la educación de sus hijos o su retiro, o son simplemente reacios a utilizar instrumentos financieros para cubrir algunos de los riesgos más grandes a los que están expuestos. Además, la investigación nos ayuda a entender por qué algunas firmas insisten en el pago de dividendos a pesar de desalientos fiscales presentes, y por

que otras simplemente no pagan ningún tipo de dividendos. Además por qué existe una tendencia entre los inversionistas a no diversificarse con eficacia, y por qué los inversionistas tienen a preferir la casa, insinuando que prefieren invertir en su país de origen lejos que seguir una estrategia más adecuada de diversificación internacional (Shiller y Thaler, 2007).

Por último, este tipo de investigación nos ayuda a entender los límites al arbitraje, es decir entender los diferentes motivos que pueden existir a parte de la propia ganancia, que ocasionan la imposibilidad de que se eliminen mediante arbitraje todas las ineficiencias de los mercados. La investigación ayuda a entender anomalías en la fijación de precios de ciertos activos, así como las divergencias en precios del mismo activo en bolsas diferentes (Shiller y Thaler, 2007) .

Conclusiones y estrategias defensivas para su implementación en Latinoamérica

Los ejemplos y la evidencia presentados en este artículo, así como las aplicaciones prácticas, demuestran que la conducta irracional y la psicología importan en cuanto a inversores y mercados financieros se refiere, y ya esto es una conclusión valiosa en sí misma (Fromlet, 2001).

Las finanzas conductuales son una teoría polémica que viene a reforzar el entendimiento de los inversores y el comportamiento de los mercados al incluir elementos psicológicos y sociológicos en el estudio de estos. Resultados de muchos de estos estudios siguen apoyando la idea de que las teorías que predicen los sentimientos irracionales de los inversionistas de hecho afectan realmente los niveles

de precios de activos. En este sentido los modelos financieros tradicionales no logran explicar algunos comportamientos observables en los mercados financieros o bien, no incluyen todas las variables de mercado relevantes para explicar estos fenómenos. Dado esto, los modelos de fijación de precios de activos que se utilizan con regularidad en finanzas deberían intentar considerar el papel del sentimiento del inversionista. Interesados como los propios reguladores del mercado y los funcionarios de nuestros gobiernos deberían estar preocupados por la posibilidad de burbujas o bien fuertes caídas, ante cambios repentinos del sentimiento de los inversores que se traduzca en crecimientos acelerados o bien en choques repentinos que depriman la actividad económica. A su vez, los analistas, asesores de inversión, administradores de dinero, y los propios inversionistas individuales e institucionales, deberían estar conscientes del impacto que puede tener el sentimiento sobre sus diferentes estrategias de inversión (Elton, Gruber, y Busse, 2004, Brown y Cliff, 2005).

A la fecha mucho del trabajo pendiente por realizar bajo esta línea de investigación viene por el lado de estudiar los factores que afectan el sentimiento de los inversores, y cómo estos sentimientos impactan los mercados financieros. La investigación debería ser dirigida hacia todas las clases o grupos que operan en los mercados y que por lo tanto invierten, incluidos por supuesto, los ubicados en mercados menos desarrollados como los nuestros (Fisher y Statman, 2000).

Las conclusiones de este tipo de estudios pueden ayudar a que los inversores ubicados en los mercados latinoamericanos eviten una serie de errores, siguiendo simples estrategias de finanzas

conductuales defensivas. De seguido se presentan algunas de ellas sobre la base de Fromlet (2001).

Revise la fuente de su información e intente contestarse preguntas como las siguientes. ¿Está en línea con el consenso, o más bien deriva de proyecciones minoritarias?. ¿Las noticias recientes o figuras importantes versan sobre el mismo tópico? ¿Esta negociando o discutiendo con un jugador, o más bien, de una forma más cautelosa, con un consejero o socio? Las noticias que llegan al mercado son realmente importantes, y si lo son, en una forma positiva, negativa o neutral. ¿Existen a raíz de éstas, riesgos de sobre o sub reacciones en los mercados?.

Utiliza análisis fundamental, si es así examínelo. Este tipo de análisis algunas veces conduce a conclusiones erróneas, especialmente en ambientes como los actuales. El humor psicológico en los mercados puede ser mucho más influyente que los propios fundamentales.

Analice a sus consultores y trate de detectar si parecen sobre confiados. Es necesario ser cuidadoso y particularmente si existen una serie de buenos resultados en el curso de su ciclo de recomendaciones. Este analista a menudo toma en consideración la opinión de otros, o solo de aquellos que confirman sus conclusiones.

Trate de obtener información exclusiva. La información que no está al alcance de todos puede ser importante. Estudie las opiniones minoritarias y revise su integridad. Además atreva a preguntar a sus asesores, esto los forzará a ser más exactos y sofisticados en sus análisis.

Se debe evitar la tendencia común a enfocarse principalmente en los argumentos de otros que están en línea con su propia posición y de ser sobre confiados.

Además es preciso comparar los puntos de vista positivos y negativos, y detectar quienes son los responsables de estos.

Cuestione la información que le brindan sus asesores o bien las proyecciones. La evidencia empírica de las finanzas conductuales ha encontrado que algunos analistas son reacios a cambiar proyecciones obsoletas. Además si han existido movimientos masivos del mercado durante mucho tiempo en una sola dirección, no hay que ser confiado, pues esto aumenta la posibilidad de sobre reacciones hacia arriba o hacia abajo, sobre todo si se ingresa en forma tardía a participar en el mercado. Finalmente cuestionese siempre y piénselo dos veces ¿las cosas lucen racionales? Pues puede ser que su intuición esté en lo correcto.

Referencias bibliográficas

- Baker, Malcolm, Coval, Joshua and Stein, Jeremy (2007) Corporate Financing Decisions When Investors Take the Path of Least Resistance. *Journal of Financial Economics*, 84 (2), pp. 266-298.
- Brown, Gregory W. and Cliff, Michael T. (2005) Investor Sentiment and Asset Valuation. *Journal of Business*, 78 (2), pp. 405-440.
- Bulkley, George and Harris, Richard D. F. (1997) Irrational Analysts' Expectations as a Cause of Excess Volatility in Stock Prices. *The Economic Journal*, 107 (441), pp. 359-371.
- Chen Lo, Wen and Jun Lin, Ku (2005) A Review of the Effects of Investor Sentiment on Financial Markets: Implications for Investors. *International Journal of Management*, 22 (4), pp. 708-715.
- Elton, E J, Gruber, M J. and Busse, J A. (2004) Are Investors Rational? Choices among Index Funds. *The Journal of Finance*, 59 (1), pp. 261-288.
- Fisher, Kenneth L. and Statman, Meir (2000) Investor Sentiment and Stock Returns. *Financial Analysts Journal*, 56 (2), pp. 16-23.
- Fromlet, Hubert (2001) Behavioral finance-theory and practical application. *Business Economics*, 36 (3), pp. 63-69.
- Hirshleifer, David (2001) Investor Psychology and Asset Pricing. *The Journal of Finance*, 56 (4), pp. 1533-1597.
- Hunton, James E, McEwen, Ruth Ann and Bhattacharjee, Sudip (2001) Toward an Understanding of the Risky Choice Behavior of Professional Financial Analysts. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 2 (4), pp. 182-189.
- Kahneman, D and Tversky, A (1979) Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47 (2), pp. 263-292.
- Murphy, Annie (1999) The Irrational Investor. Psychology Today Magazine. Disponible en <http://www.psychologytoday.com/articles/pto-19990101-000011.html>
- Poteshman, Allen M. and Serbin, Vitaly (2003) Clearly Irrational Financial Market Behavior: Evidence from the Early Exercise of Exchange Traded Stock Options. *The Journal of Finance*, 58 (1), pp. 37-70.
- Sewell, Martin (2008) *Behavioural Finance*, [en línea] London: Department of Computer Science University College London. Disponible en: <http://www.behaviouralfinance.net/behaviouralfinance.pdf>
- Shiller, Robert J. (2006) Tools for Financial Innovation: Neoclassical versus Behavioral Finance. *The Financial Review*, 41 (1), pp.1-8.
- Shiller, Robert and Thaler, Richard (2007) *Workshop in Behavioral Finance*, [en línea]. Disponible en <http://www.econ.yale.edu/~shiller/behfin/index.htm>
- Stewart, Patricia (2006) Behavioral Finance-Not To Be Ignored. *Trusts & Estates*, 145 (6), pp. 46-50.

Tetlock, Paul C (2007) Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market. *The Journal of Finance*, 62 (3), pp.1339-1168.

Thaler, Richard H. (1999) The End of Behavioral Finance. *Financial Analysts Journal*, 56 (6) pp.12-17.

Twibell, David (2004) Getting Sentimental. *Financial Planning*, pp. 141-144.

