

BEHAVIORAL FINANCE:

¿Porqué los inversores se comportan como lo hacen y no como deberían?

Natividad Blasco
Sandra Ferreruela

Facultad de Economía y Empresa. Universidad de Zaragoza

Sin perder de vista el objetivo de las Finanzas... Behavioral Finance:

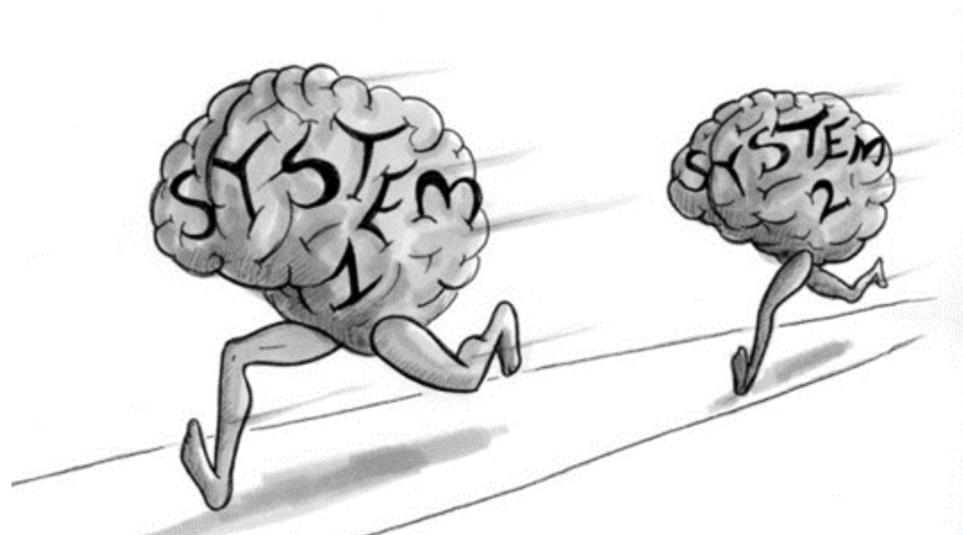
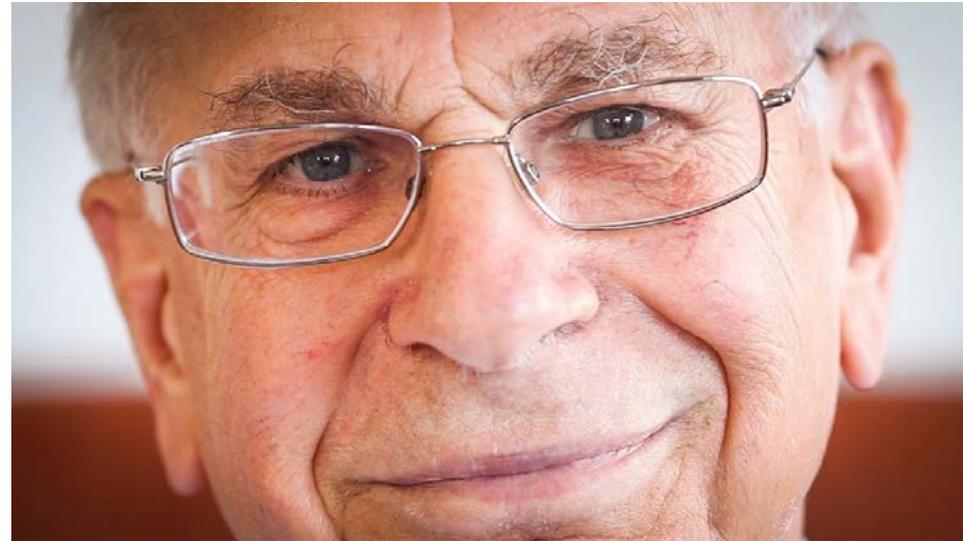
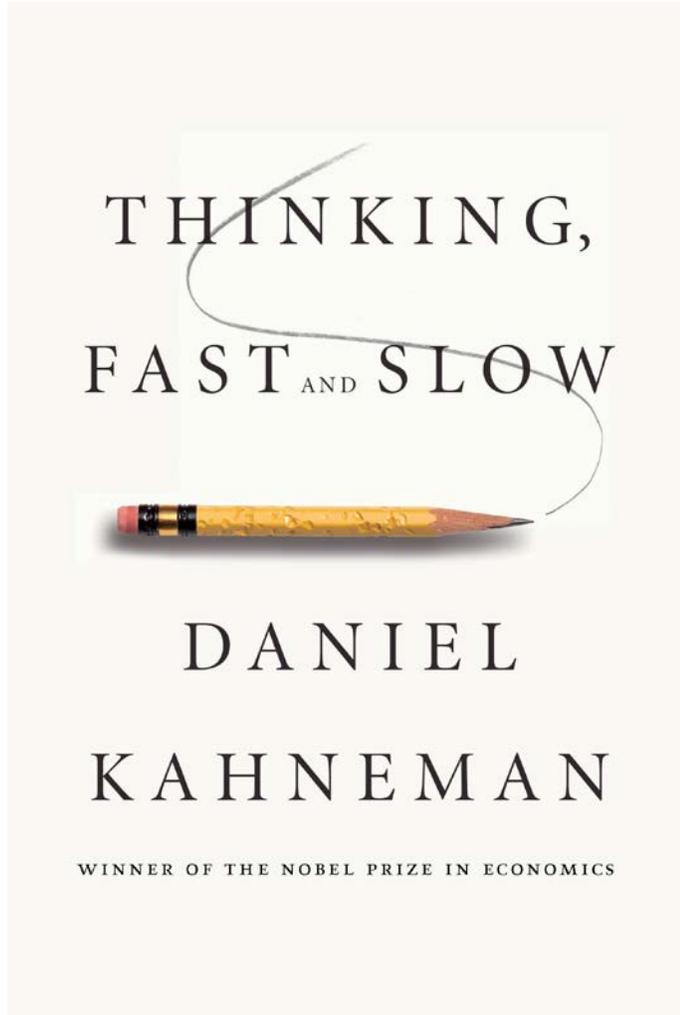
- en respuesta a las dificultades del paradigma tradicional para explicar algunos hechos
- se desarrolla en un contexto de racionalidad limitada (Simon y Kahneman)
- incorpora a los modelos el comportamiento de los participantes en los mercados financieros



*“El término Racionalidad Limitada es ...
una advertencia a los economistas ...
no pueden predecir el comportamiento humano ...
hay que saber mucho sobre lo que está en la cabeza de esa
persona ...”*

Herbert Simon

<https://www.youtube.com/watch?v=fWreM4peRUo>



WYSIATI

Pensar rápido: Sistema 1

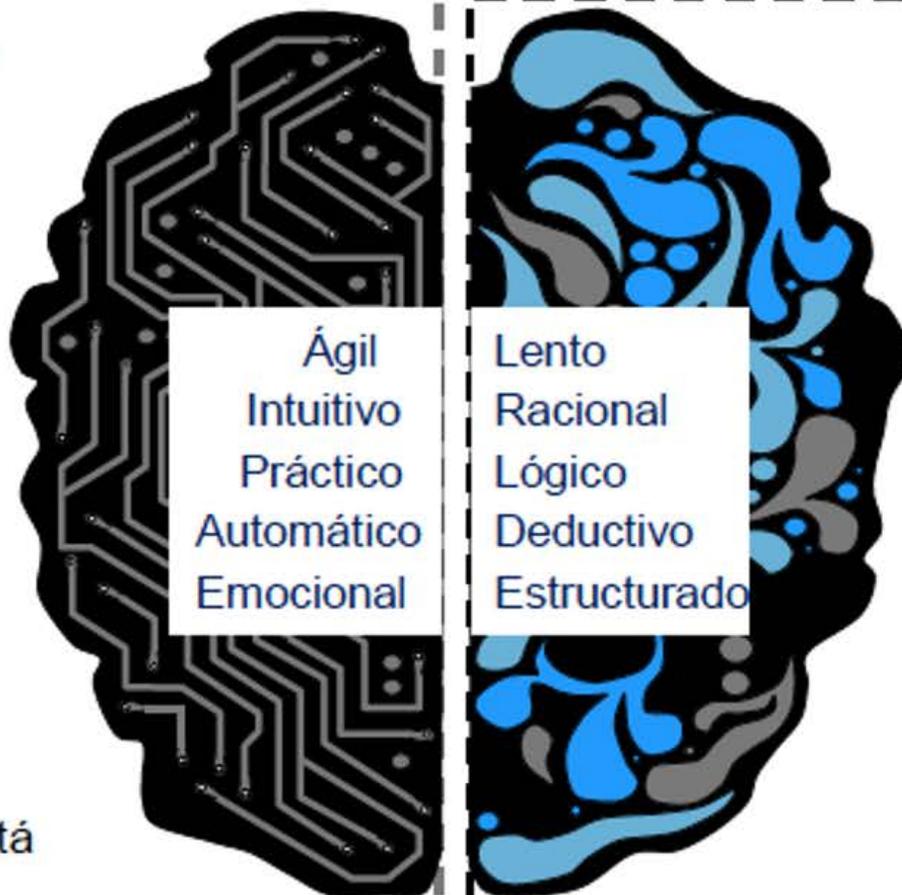
Ágil, automático, intuitivo y emocional

Opción predeterminada para procesar la información

Ejemplos:

Detectar hostilidad en la voz de una persona

Determinar qué objeto está más lejos



Pensar despacio: Sistema 2

Lento, consciente, deductivo y lógico

El esfuerzo deliberado hace que cambiemos al Sistema 1

Ejemplos:

Aparcar en un espacio estrecho

Multiplicar varios números

Fuente: Fidelity Worldwide Investment, *Thinking Fast and Slow*, de Daniel Kahneman.

Un poco de historia para esbozar la evolución del Behavioral Finance

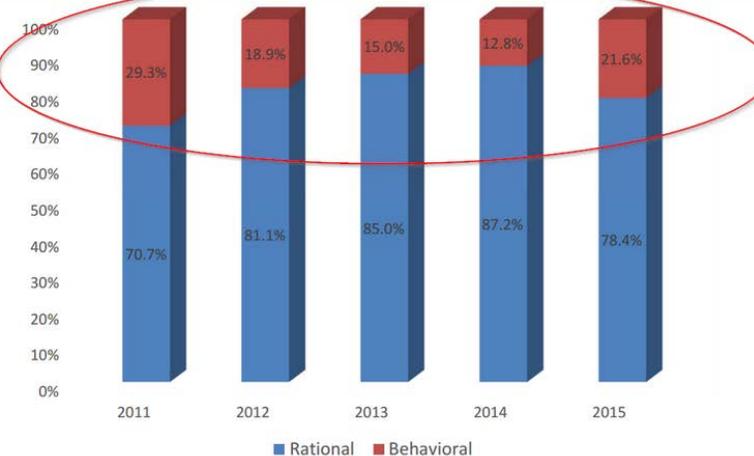
- Ligada al desarrollo de la psicología económica, que comenzó hace más de un siglo (Le Bon, 1897)
- 1972: El Journal of Finance publicó el primer trabajo formal en este ámbito (Slovic, 1972)
- Años 80: economistas se reúnen regularmente con psicólogos. National Bureau of Economic Research
- 2002: Kahneman y Smith ganan el premio Nobel de Economía. BF se reconoce como campo de estudio
- 2017: Richard H. Thaler, Premio Nobel de Economía por su contribución a la economía del comportamiento



Rational vs. Behavioral



Economian still rules the world. Humans aren't involved in the economy

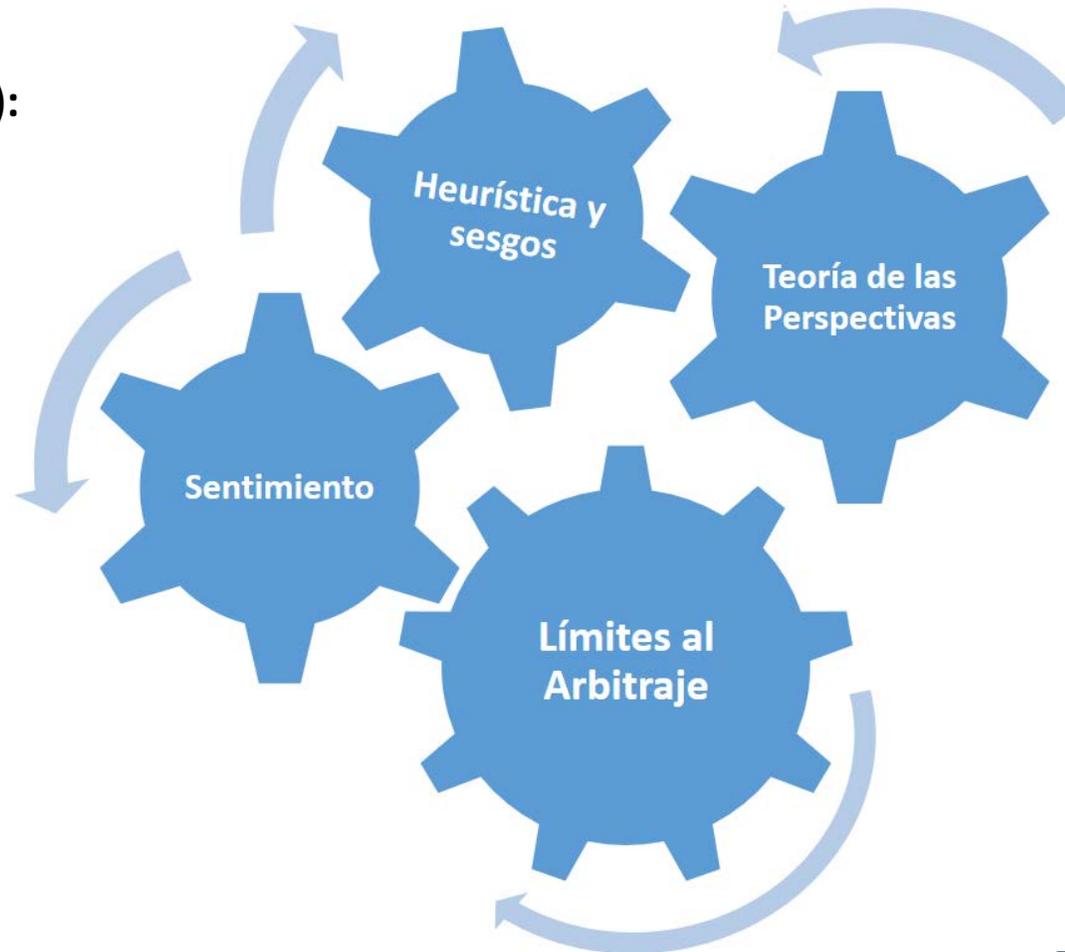


<https://alphaarchitect.com/2016/03/11/the-recent-state-of-academic-finance-research/>

Los pilares del Behavioral Finance

Siguiendo a Thaler y Barberis (2002):

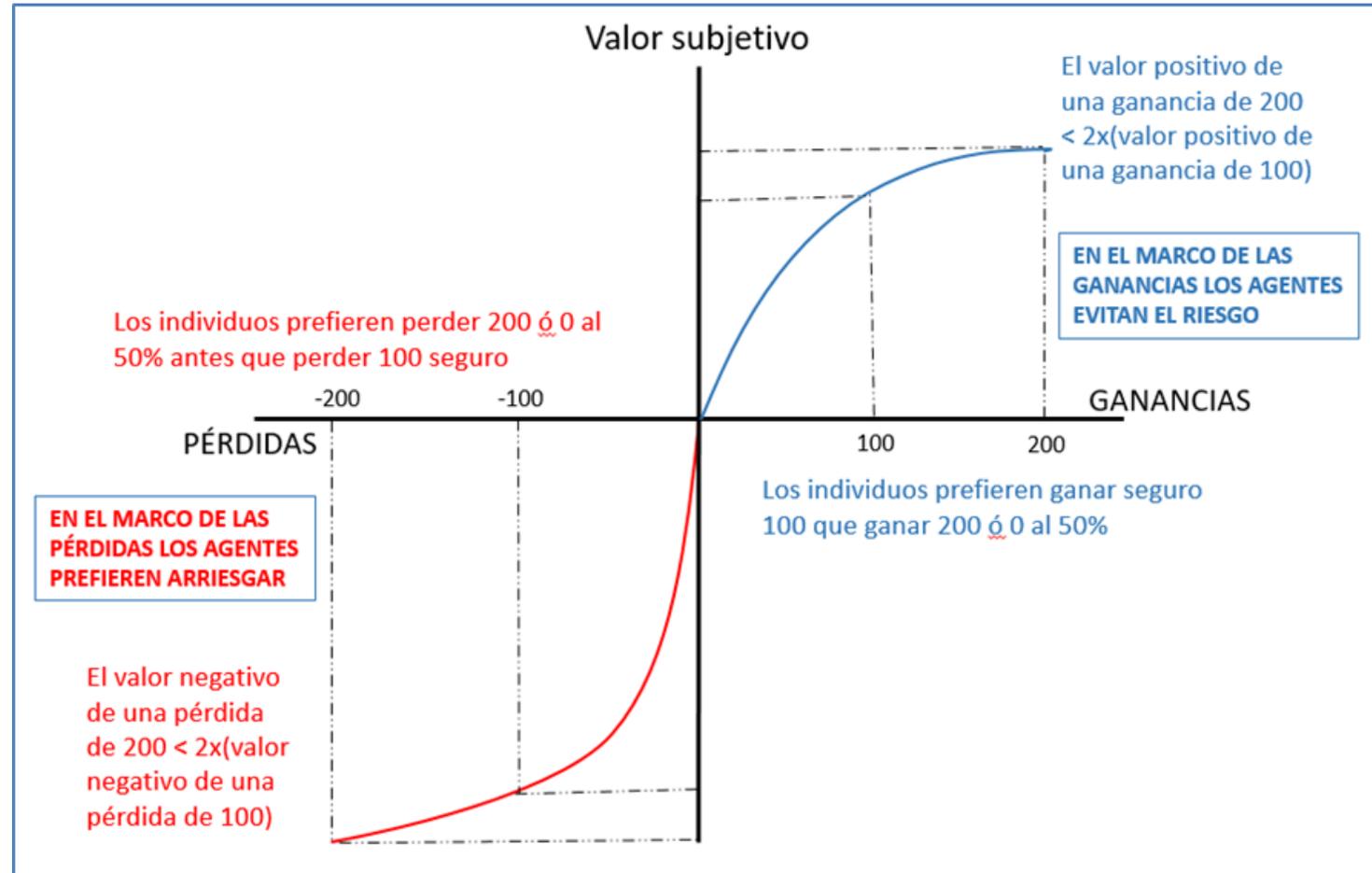
- ✓ la psicología
- ✓ los límites al arbitraje



Teoría de las Perspectivas (Prospect Theory)

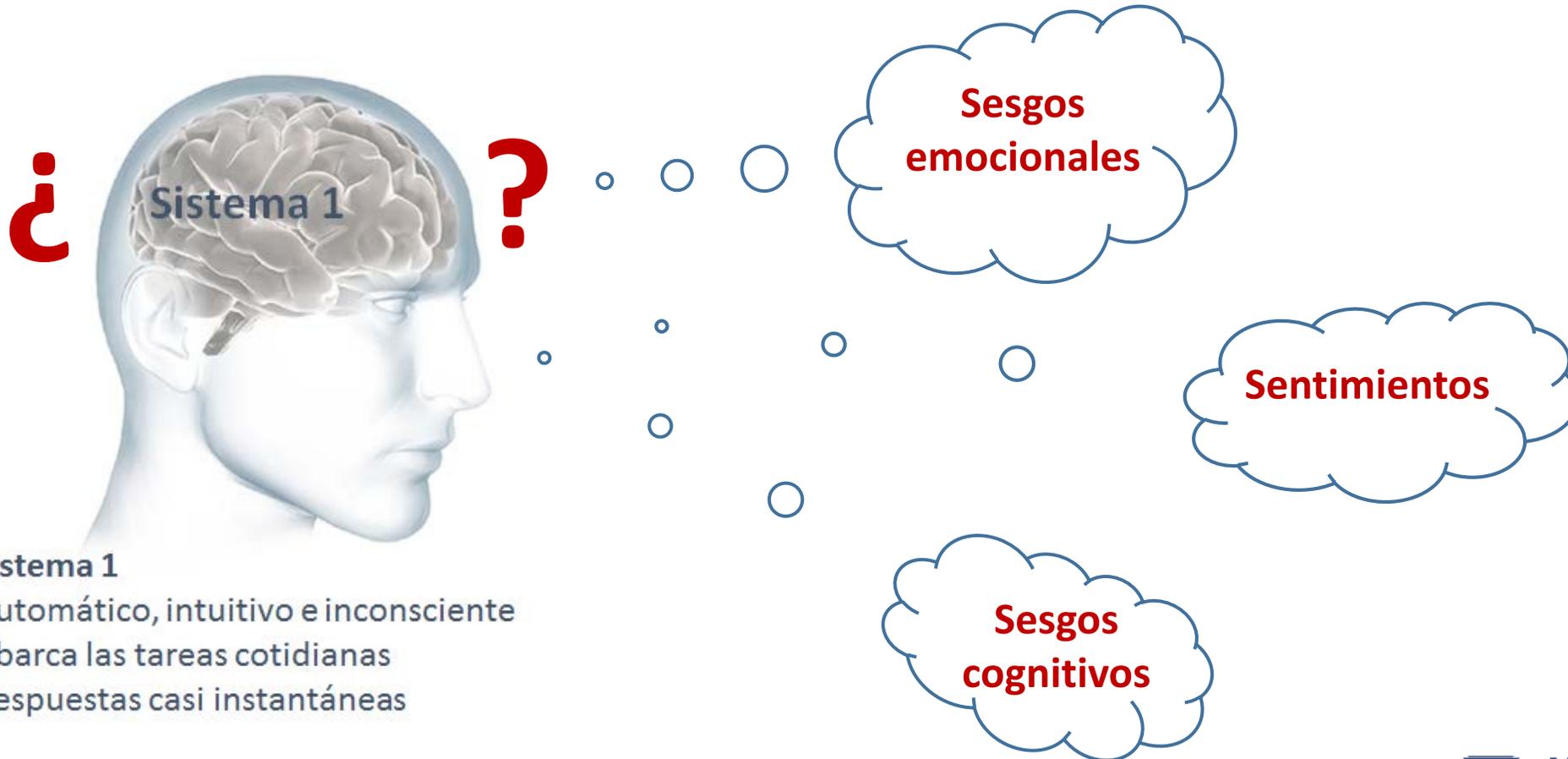
3 elementos clave:

- función de valor
- función de ponderación
- punto de referencia



El complicado coctel de heurística, sesgos y sentimiento del individuo

Ayudan a explicar la racionalidad limitada



Sistema 1

Automático, intuitivo e inconsciente
Abarca las tareas cotidianas
Respuestas casi instantáneas

Sesgos emocionales: EXCESO DE CONFIANZA (*Overconfidence*)

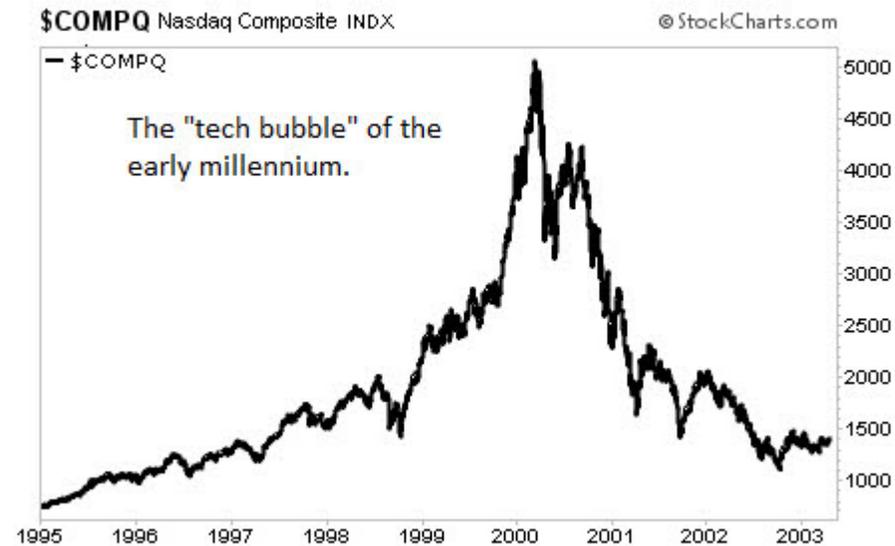
Sobreestimar la propia habilidad para predecir, valorar activos, tomar decisiones...



Posibles consecuencias:

- Infravaloración de los riesgos
- Límites a la diversificación
- Mayor número de transacciones

The "Dot-Com" Bubble



Sesgos emocionales: DOTACIÓN (*Endowment*)

Se valora más lo que ya se posee. Lo que se ha heredado o ya se ha comprado es lo correcto

Students with the mugs were willing to sell them, on average, for \$4.50 	Students with no mugs were willing to buy them, on average, for \$2.25 
---	---

Posibles consecuencias

(muy relacionado con el sesgo de STATUS QUO):

- **Concentrar posiciones. Muy asociado a la familiaridad.**
- **Mantener carteras con riesgos inapropiados. Afecta negativamente a la diversificación.**
- **Se incrementa la aversión a los costes de transacción y comisiones.**

Kahneman, D. (UC Berkley), Knetsch, J. (Simon Fraser U), Thaler, R. (Cornell), 1990, Experimental tests of the endowment effect and the Coase theorem. *Journal of Political Economy*, 98(6), 1325-1348.



Sesgos emocionales: Aversión al remordimiento (*Regret aversion*)

Temor a las consecuencias negativas de errores u omisiones

Posibles consecuencias:

- Excesivo conservadurismo en la cartera
- Menor rentabilidad en el largo plazo
- Mantener en la cartera activos con pérdidas

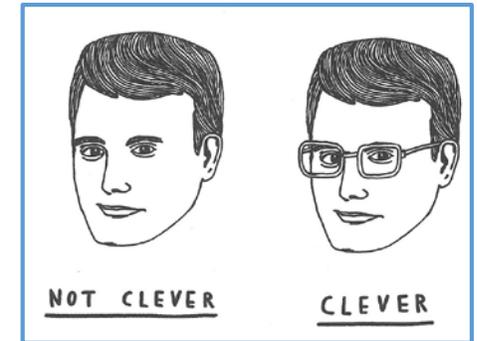


[crud, I knew I shouldn't have bought that stock!]



Sesgos cognitivos: Representatividad (*Representativeness*)

Basarse excesivamente en estereotipos. Pensar que las características de la muestra pueden ser las de la población



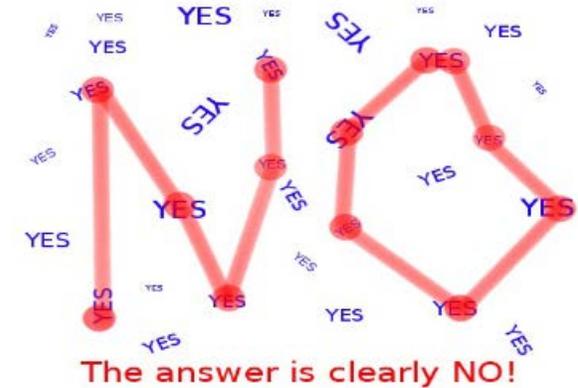
Posibles consecuencias:

- **Sobrerreacción a la nueva información que se adapte a las clasificaciones.**
- **Extrapolar erróneamente buenos resultados recientes. Interpretar erróneamente nuevas situaciones de mercado**
- **Carteras con mucha rotación**



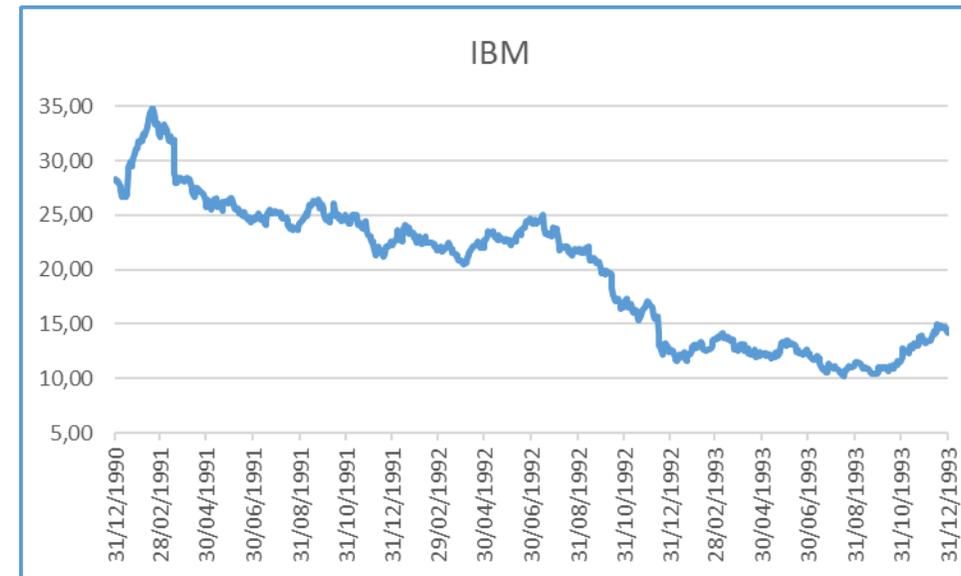
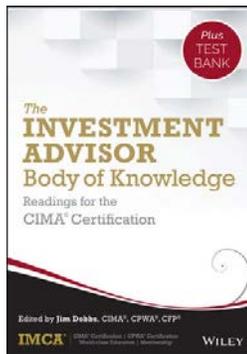
Sesgos cognitivos: Confirmación (*Confirmation*)

Tener en cuenta sólo la nueva información positiva (la que reafirma), obviando la negativa. Se relaciona con la disonancia cognitiva.



Posibles consecuencias:

- Reequilibrio lento de carteras.
- Mantenimiento de títulos perdedores.
- Elevado tamaño de las transacciones.



Sesgos cognitivos: Auto-atribución (*Self-attribution*)

El inversor considera que las ganancias se deben más a su habilidad que a la suerte, mientras que en el caso de las pérdidas son la suerte u otros factores externos los culpables



He aprobado



Me han suspendido

Posibles consecuencias:

- Mantenimiento de posiciones dudosas respecto al nivel de riesgo
- Menor diversificación
- Ligado a sobreconfianza

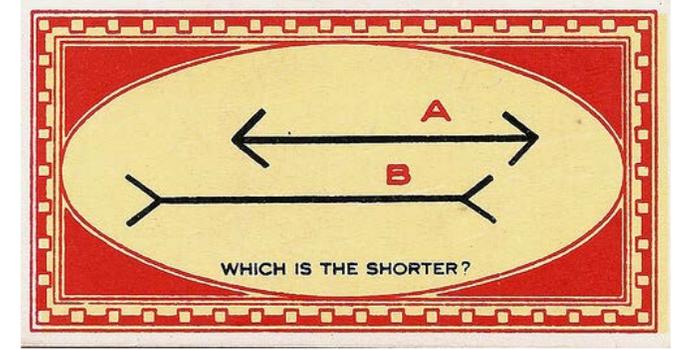
Tip

"Don't confuse brains
with the bull market"

- Humphrey B. Neill

Sesgos cognitivos: Anclaje (*Anchoring*)

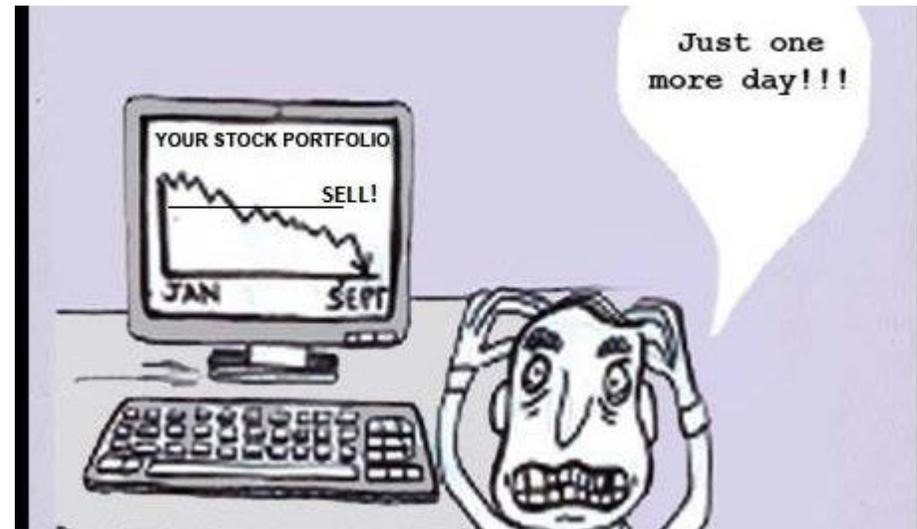
Hacer descansar las creencias en una determinada información, a veces irrelevante, posiblemente porque es la primera que estuvo disponible.



Posibles consecuencias:

- No variar excesivamente el precio objetivo de un activo respecto al primer precio disponible.
- Mantener activos perdedores porque el precio objetivo no fue fijado por fundamentales
- También pueden anclarse indicadores

*Unido a la aversión al remordimiento...
EFECTO DISPOSICIÓN*



Sesgos cognitivos: Contabilidad Mental (*Mental Accounting*)

Los inversores tratan su dinero de manera diferente dependiendo de su origen y del objetivo que se plantean. Se establecen distintas categorías mentales.



Posibles consecuencias:

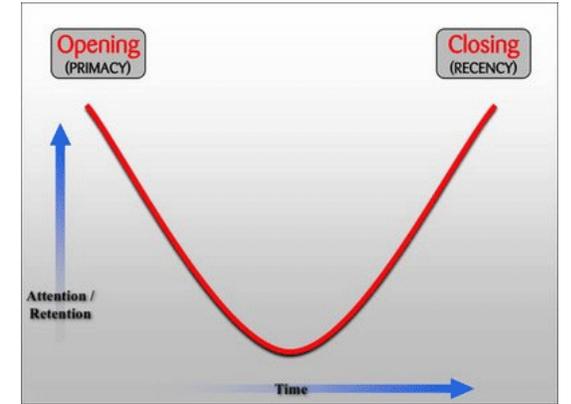
- Carteras muy poco diversificadas, que ignoran las correlaciones entre los activos
- House money: el riesgo se incrementa al obtener beneficios

¿EN QUÉ GASTAR EL DINERO DE LA LOTERÍA?



Sesgos cognitivos: Historia reciente (*Recency*)

Extrapolar situaciones o hacer predicciones en base a muestras demasiado pequeñas y demasiado basadas en la historia más reciente.



Posibles consecuencias:

- Tendencia a estrategia de momentum.
- Catalizar los errores porque se obvian los valores fundamentales.
- Perjudica la selección de activos a favor de los que están "de moda"



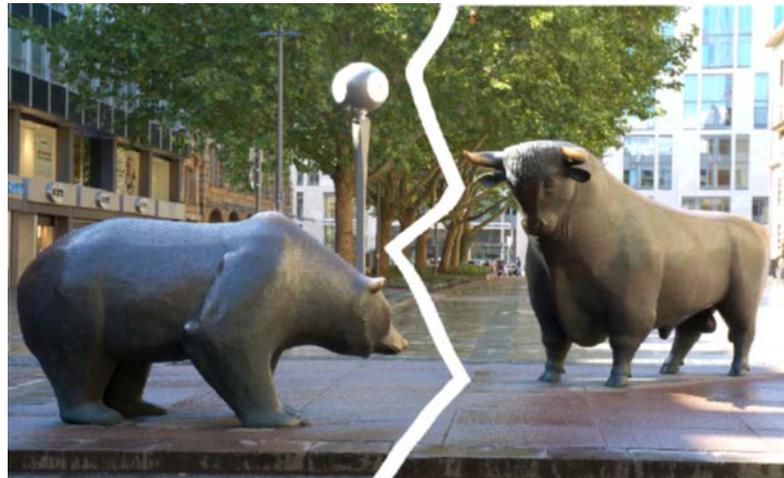
The biggest mistake small investors make is buying when the market is high and they think it will rise higher as well as to sell when the market is low they think it is going to drop lower.

Harry Markowitz

El sentimiento agregado también es relevante

- Los sentimientos son un recurso de **valoración rápida**
- Los mercados agregan los juicios de inversores heterogéneos. **IMPORTANTE:**
 - **actitud general** de los inversores
 - el sentimiento puede **propagarse rápidamente**
- **Líneas de trabajo:** cómo medir el sentimiento de los inversores y cuantificar sus efectos
- **Algunos resultados** hasta ahora:

- *se exige más rentabilidad por unidad de riesgo*
- *estrategias de comportamiento gregario (herding)*



- *se exige menos rentabilidad por unidad de riesgo*
- *las previsiones de los analistas son más optimistas*

La intersección entre Behavioral y Experimental Finance

La gran aportación de las finanzas experimentales: la capacidad de controlar variables o características que no son controlables, e incluso no son observables, en otros entornos.

Líneas de trabajo: teorías, hechos y entornos

- contrastes de las teorías financieras y los sesgos que les afectan (ej. Media-varianza)
- estudios de herding y contagio financiero (ej. Control del tiempo)
- sobrerreacción a la nueva información (ej. Control del valor fundamental)



Behavioral Finance en finanzas corporativas

Hace referencia a:

- efectos de los sesgos emocionales que exhiben los directivos de las empresas
- cómo dichos directivos se enfrentan a las influencias de los sesgos conductuales en los mercados

Líneas de estudio:

- especial atención al sesgo de sobreconfianza de los CEO
 - ✓ adquisición de empresas
 - ✓ endeudamiento e inversiones corporativas
- ámbito de la banca
 - ✓ credit scoring



Algunas limitaciones y perspectivas para el progreso del Behavioral Finance

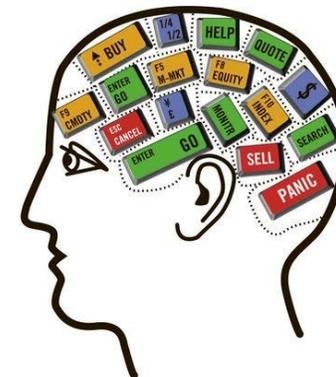
Principales limitaciones:

- Se carece de un núcleo teórico unificado
- Es más sencillo publicar propuestas empíricas
- Dependencia de la disponibilidad de datos de calidad



Retos:

- Pasar del Behavioral Finance al Social Finance: la cultura, educación, religión, contexto político...
- La colaboración entre neurocientíficos y economistas



Conclusiones sobre Behavioral Finance

- La **racionalidad limitada** de los agentes que se describe como el nuevo paradigma de los mercados financieros
- BF surge en respuesta a las **dificultades del paradigma tradicional** para explicar algunos hechos
- La **Teoría de las Perspectivas** de Kahneman y Tversky, los **sesgos**, **la heurística** y los sentimientos son los elementos básicos
- El desarrollo paralelo de las **finanzas experimentales** contribuye a facilitar el estudio de estos elementos y de las relaciones entre ellos
- **La limitación**: La literatura ofrece una gran mayoría de trabajos empíricos a los que los críticos del área les atribuyen falta de generalidad y falta de datos de calidad
- **El reto**: acercamiento al Social Finance y la neurociencia

Gracias por su atención

nblasco@unizar.es
sandrafg@unizar.es