

“FINANZAS COMPORTAMENTALES: UNA PERSPECTIVA INTERDISCIPLINARIA” *

"Behavioral Finance: A Interdisciplinary Perspective"

Dr. Jonathan L. Hermosilla Cortés¹ y Ps. Jonathan F. Hermosilla González²

RESUMEN

La teoría financiera clásica no considera las “anomalías o imperfecciones” del mercado dentro de su análisis y por otro lado, se pone en duda la capacidad informacional de la hipótesis de eficiencia de mercado orientándose a una nueva perspectiva denominada finanzas comportamentales. La perspectiva de las finanzas comportamentales viene a evidenciar esas llamadas “anomalías” como algo que es parte del sistema financiero por el simple hecho de que las finanzas son movidas por seres humanos, los cuales tenemos ciertos comportamientos en distintas situaciones que sobrepasan el orden de lo racional.

Las finanzas comportamentales son una nueva perspectiva interdisciplinaria y dinámica que trae a la palestra esta necesidad de entender el comportamiento humano como parte del mercado. La psicología llega a aportar una visión más integral del mercado en donde se toma más en cuenta a la persona ya que en el proceso de toma de decisión se juega un rol principal, el comportamiento humano que no siempre es racional.

El objetivo principal de nuestro trabajo consiste en presentar las principales consideraciones, características e implicancias de las finanzas comportamentales como respuesta a las falencias de la teoría financiera clásica y de las hipótesis de eficiencia de mercado.

¹ Instituto Multidisciplinario de Investigación y Postgrado / Departamento de Ciencias Económicas y Empresariales de la Facultad de Ciencias Sociales, Empresariales y Jurídicas. Universidad de La Serena. La Serena, Chile. jonathan.hermosilla@userena.cl. <https://orcid.org/0000-0001-6512-2154>

² Psicólogo Independiente. Viña del Mar, Chile. jonathan.f.hermosilla.g@gmail.com. <https://orcid.org/0009-0002-9493-8050>

Para ello se utilizará un enfoque descriptivo y análisis documental, considerando los principales elementos de la psicología aplicada al comportamiento de los agentes del mercado de capitales. Los principales resultados obtenidos se refieren al aporte de la psicología a las finanzas, considerando que el actual enfrentamiento reside en que los partidarios de las finanzas comportamentales sobrepasen el paradigma de las finanzas clásicas. Algunos autores del movimiento comportamentalista de las finanzas consideran la victoria del paradigma psicológico sobre el paradigma actual. Nos parece pertinente y posible señalar que, si este escenario es realidad, podríamos estar hablando de la primera verdadera revolución científica que habría conocido la teoría financiera moderna.

Palabras claves: Finanzas comportamentales, psicología, hipótesis de eficiencia de mercado, simplificaciones heurísticas, comportamiento mimético.

ABSTRACT

Classical financial theory does not consider the market "anomalies or imperfections" within its analysis, and, on the other hand, the informational capacity of the market efficiency hypothesis is questioned, leading to a new perspective called behavioral finance. The perspective of behavioral finance comes to show these so-called "anomalies" as something that is part of the financial system due to the simple fact that finances are moved by human beings, who have certain behaviors in different situations that go beyond the rational.

Behavioral finance is a new and dynamic interdisciplinary perspective that brings to the fore this need to understand human behavior as part of the marketplace. Psychology comes to provide a more comprehensive vision of the market where people is taken more into account since they have a main role in the decision-making process, and we know that human behavior is not always rational.

The main objective of our work is to present the main considerations, characteristics and implications of behavioral finance as a response to the shortcomings of classical financial theory and market efficiency hypotheses.

For this, a descriptive approach and documentary analysis will be used, considering the main elements of psychology applied to the behavior of capital market agents.

The main results obtained refer to the contribution of psychology to finance, considering that the current confrontation lies in the fact that the supporters of behavioral finance surpass the paradigm of classical finance. Some authors of the behavioral finance movement consider the victory of the psychological paradigm over the current paradigm. It seems pertinent and possible to point out that, if this scenario is true, we could be talking about the first true scientific revolution that modern financial theory would have known.

Keywords: Behavioral finance, psychology, market efficiency hypothesis, heuristic simplifications, mimetic behavior.

«No hay nada más peligroso que la aplicación de una política de inversión racional en un mundo irracional.»

John Maynard Keynes (1936)

INTRODUCCIÓN

Para lograr un entendimiento mucho más acabado sobre lo que son las finanzas comportamentales es necesario tener en cuenta de dónde nace esta nueva forma de ver el mercado financiero y en qué nos podría aportar para un análisis más completo sobre las variaciones de mercado, los movimientos financieros de la bolsa y realizar un mapeo sobre aquello que está latente a la hora en que los agentes bursátiles deben tomar decisiones.

En relación a lo anteriormente dicho, partiremos por enunciar el hecho de que las finanzas comportamentales traen a la palestra una perspectiva interdisciplinaria entre finanzas y psicología. Es por esto que se hace imposible pensar las finanzas sin un agente psicológico movilizador, ya que éstas implican a personas con un complejo funcionamiento interno individual y social. Por lo tanto, se hace imperante destacar el comportamiento humano con un

rol principal dentro de las finanzas trayendo, desde las perspectivas de la psicología social, la psicología cognitiva y la psicología organizacional principalmente, una interdisciplinariedad que le hace muy bien a las finanzas y que también enriquece a la psicología organizacional.

Entonces, el comportamiento humano será nuestro primer punto a descubrir. El comportamiento humano es algo que la psicología ha estudiado desde sus inicios como ciencia social hasta el día de hoy, por lo cual en este punto procederemos a desglosar aquellas premisas que hay que tener en cuenta a la hora de entender lo que es el comportamiento humano a nivel individual, grupal y organizacional.

En términos de definición, cuando hablemos de comportamiento humano en las organizaciones, nos referiremos con el término de comportamiento organizacional. El comportamiento organizacional (CO), según Robbins, “es un campo de estudio en el que se investiga el impacto que individuos, grupos y estructuras tienen en la conducta dentro de las organizaciones, con la finalidad de aplicar estos conocimientos a la mejora de la eficacia de tales organizaciones” (2004). Se debe comprender el término organización no sólo como empresa, institución u ONG, sino también como comunidad que abarca un ordenamiento mucho más amplio y complejo que aquel que caracteriza a un grupo.

A continuación, luego de esta aclaración, se explicitarán las premisas que el comportamiento organizacional tiene en cuenta a la hora de analizar patrones conductuales. En primer lugar, y como premisa primordial a tener en mente es que la conducta es previsible, esto quiere decir que, por intermedio de un estudio sistemático del comportamiento se puede prever de manera exacta hacia dónde se dirige tal o cual comportamiento. Además, se debe saber que el comportamiento no nace de factores fortuitos, tiene una causa definida y se dirige hacia un fin que le aportará algún beneficio. También se debe entender que la conducta debe ser lógica en algún sentido, no existen conductas totalmente fortuitas o ilógicas, mas no significa que no existan conductas irracionales. En este punto nos detendremos sólo para aclarar que el hecho de que sea lógica una conducta quiere decir que tiene un curso que tiene entramados comprensibles y ligados entre sí, es decir que la irracionalidad o impulsividad también tienen

lógica. En suma a lo antedicho, se debe entender que cuando nos referimos a estudio sistemático nos referimos a examinar relaciones, atribuir causas y efectos, basar conclusiones en datos científicos y operar sobre condiciones controladas (Robbins, 2004). Finalmente, el comportamiento organizacional implica que existen congruencias entre las personas, lo cual es identificable y puede ser usado a favor de una mejora de cualquier tipo a nivel grupal u organizacional.

Por último, ya habiendo hecho esta introducción hacia la psicología organizacional del comportamiento humano, podemos proceder a dar paso a lo que son las finanzas comportamentales como tal y cuáles son sus premisas y definición.

Las finanzas, siendo una ciencia que nace de la (micro) economía, estudian la forma de asignar los recursos escasos a través del tiempo. Es decir, cómo se toman las decisiones, de dónde invertir o ahorrar los recursos para que otros, quienes necesitan recursos, puedan utilizarlos para generar renta.

De esta definición general podemos desprender dos características que hacen que las decisiones financieras sean diferentes a otras decisiones que los individuos toman, a saber: a) los beneficios y costos de las decisiones financieras se distribuyen a lo largo del tiempo (intertemporalidad), y b) los beneficios y costos de estas decisiones generalmente no son conocidas con anticipación (flujos futuros inciertos).

Según Bodie y Merton (1999), para tomar decisiones, los individuos se apoyan en el sistema financiero que definen como “el conjunto de mercados y otras instituciones mediante el cual se realizan las transacciones financieras y el intercambio de activos y riesgos”.

Por lo tanto, todas las decisiones financieras están siendo afectadas por el comportamiento humano, más allá de que pueda ser anticipada, no es posible predecirla con absoluta certeza pues está supeditada al entorno de la decisión y el estado de ánimo del decidor.

METODOLOGÍA

Para el presente trabajo se trabajó con una metodología cualitativa la que busca responder cuestionamientos que no pueden ser medibles y se enfocan en obtener información de experiencias previas que interesan a la investigación y como método se utilizó el análisis documental.

Este análisis de contenido nos permitirá mostrar la relación entre finanzas de mercado y psicología, y responder a la pregunta ¿las decisiones financieras son afectadas por el comportamiento del decisor? Para lograrlo, primero se hace una revisión y análisis de la literatura en torno al concepto de finanzas y finanzas comportamentales (o finanzas del comportamiento), para luego hacer un análisis de la literatura respecto al comportamiento humano, tanto individual como colectivo a través de la psicología del comportamiento, para finalmente mostrar la relación entre psicología y finanzas comportamentales y como esta puede influir en las decisiones de los agentes bursátiles e inversionistas.

RESULTADOS Y DISCUSIÓN

Para comenzar, lo primero es dar una definición de base para entender a qué nos referiremos por finanzas comportamentales. Las finanzas comportamentales se deben entender como la aplicación de la psicología en las finanzas, estudia los comportamientos y sus efectos en el mercado financiero, bajo la forma de anomalías de precio y rendimiento. Es decir que intenta detectar esas anomalías para utilizarlas en pos de las estrategias de inversión.

Para entender mejor para qué se forja esta visión interdisciplinaria se debe tener en claro que el proceso que hace que el mercado tome uno u otro rumbo es el de toma de decisiones, es decir, es en la decisión de compra y venta en que se define el precio de los activos transados. En palabras simples, es en la capacidad de decisión de las personas en que radica que puedan ocurrir anomalías de precio y rendimiento de las que se hablaban anteriormente; es por esto que es imperante traer a discusión la variable comportamental individual y grupal.

Las personas se ven siempre movilizadas por un sistema muy complejo de emociones, cogniciones, actitudes, sentimientos y atribuciones entre otros elementos más que sobrepasan

el orden de lo racional, por lo que de partida sabemos que las personas, en este caso, los agentes bursátiles, están sesgados por aquello a la hora de tomar decisiones y pueden, por lo tanto, tomar decisiones irracionales.

En consecuencia, las ineficiencias de mercado provocadas por estos sesgos enunciados anteriormente conllevan a anomalías de precio, las cuales son brechas entre las tasas efectivas de acción y los valores calculados con modelos matemáticos tradicionales. Cabe señalar el hecho de que todos los modelos tradicionales se basan en la HEM (hipótesis de eficiencia de mercado). Sin embargo, la HEM no refleja la realidad del mercado en distintos puntos de los cuales hemos podido mencionar con anterioridad.

La HEM dice que las personas son racionales en cuanto a sus intereses y por esto maximizan su utilidad financiera, cosa que no es así ya que, en primer lugar, las personas tienen una racionalidad limitada por sus emociones, sentimientos, actitudes y por la capacidad limitada de manejar toda la información posible; en otras palabras, el carácter irracional de la persona se hace presente más a menudo de lo esperado. Por lo demás, también la HEM explicita que todos conocen todos los hechos, los utilizan de manera independiente y que toda la información está disponible, siendo que esto no ocurre así tampoco, los precios que se obtienen al hacer cálculos de esta manera oscilan mucho más entre sí de lo esperado ya que son todas personas muy distintas y no siempre todas esas personas tienen acceso al detalle de la información y a todos los hechos.

En adición a lo anterior, la HEM también dice que existe independencia entre los individuos, que nadie imita a nadie, cosa que tampoco ocurre ya que generalmente cuando hay alguien que se posiciona naturalmente como líder, ya sea a través del carisma, del poder jerárquico que tenga éste (por ejemplo, propietarios bancarios), etc., suelen ser quienes mandan, ya sea por su actitud la cual es digna de imitar según las personas o por quedar bien con el “jefe” entre otras posibles causas de esto.

Por otra parte, la hipótesis de camino aleatorio (HCA) enuncia que los precios no tienen ninguna memoria y que el ayer es independiente del mañana. En otras palabras, las estrategias utilizadas para situaciones pasadas no pueden ser replicadas para situaciones actuales o futuras ya que no se puede prever. Los participantes que actúan en distintos momentos hacen oscilar de manera aleatoria el precio alrededor de su nivel de equilibrio. Este nivel óptimo cambiaría con el tiempo, nuevamente de manera azarosa, a medida que nuevas informaciones vayan surgiendo esporádicamente. Algunos consideran que la HCA es inadaptada para los sistemas dinámicos actuales por lo que optan por un camino fractal o del caos-determinista (*“promenade fractale / promenade du chaos-deterministe”*) (Susskind, 2005).

Para hacer más fácil la comprensión total de lo que las finanzas comportamentales postulan se procederá a separar las anomalías entre aquellas de juicio, de razonamiento y de comportamiento, más en el ámbito de la psicología propiamente tal, y luego se procederá a hablar sobre las incidencias financieras ya desde el área de las finanzas propiamente tal. Con esto no queremos decir que sean separables, sino que, a modo de simplificación del trabajo siguiente, se hará esta separación; de hecho, es imposible pensar al mercado sin que estas visiones se conjuguen la una con la otra.

Razonamiento y comportamiento: ¿qué hacemos si esto no funciona bien?

En esta categoría entran errores individuales como grupales, por temas prácticos comenzaremos con aquellos que son puramente individuales, que pueden repercutir a nivel organizacional y en anomalías de precio y rendimiento.

En primer lugar están las faltas de atención básicas y comunes a todos nosotros como seres humanos ya que no podemos tener una atención focalizada por mucho tiempo y nunca se logra un 100% de atención en algo específico ya que el cerebro está siempre recibiendo muchos estímulos a la vez y la mayoría están siendo procesados aún estando enfocados en algo arbitrariamente elegido. A esto se le conoce como sobrecarga cognitiva. A su vez, también están las faltas de conocimiento; incluso en las cosas simples, el ser humano no es muy bueno observando y repensando hechos o situaciones. En cuanto a esto, existe algo que se llama

fijación mental que se refiere a que las personas ya venimos con ideas preconcebidas o prejuicios si queremos llamarlos de una u otra manera, en este sentido, los agentes bursátiles podrían, por ejemplo, estar con una predisposición a esperar que la acción suba si es que en una situación muy similar anteriormente ocurrió eso, siendo que toda situación es distinta sobre todo cuando se trata de especular. Esto puede ocurrir por situaciones pasadas como se dijo en el ejemplo o también por el uso de la memoria selectiva. El ejemplo que nos da Susskind (2005) sobre esta situación es que desde lo dicho anteriormente ocurre que cuando nos llega una información nueva solemos subvalorarla en un acto de timidez aparente, pero cuando esta información se ha ido confirmando poco a poco, hay otro acto de extremismo típico del ser humano que es sobrevalorarla.

En segundo lugar, también existe una falla a nivel actitudinal que tiene que ver con el exceso de confianza o creencia de saber más de lo que realmente sabe. Esto ocurre en todo ser humano, sobretodo en esta área, ya que todos creemos que podemos ganarle al mercado. Lo más difícil ocurre cuando las personas llegan a pensar en que tienen algo casi “mágico” que los hace siempre lograr su objetivo. Cuando este exceso de confianza aparece junto a la fijación mental o anclaje del cual se habló en el párrafo anterior, hace que las personas tomen más riesgos de los necesarios ya que les ha ido muy bien anteriormente, este impulso de energía mental y emocional sesga a la persona y no puede observar completamente las situaciones; además, esto hace que haya “*overtrading*” (demasiado intercambio entre inversionistas) lo que puede provocar una volatilidad exagerada. También ocurren problemas de esta índole cuando el aburrimiento se hace cargo de la persona y ésta entra a tomar un rol de jugador, con un comportamiento mucho más apostador que especulador en sí mismo.

Cabe destacar también que se ha demostrado, según Susskind (2005), que cuando un “*trader*”, habiendo comprendido el funcionamiento actual del comportamiento del mercado, se acostumbra a ganar más y más dinero, esto hace que tome más y más riesgos lo que hace que cuando haya un gran cambio en ese comportamiento (un “*crash*”, por ejemplo), las pérdidas sean las mismas de lo que ganó o vayan aún más allá.

En tercer lugar, existe un mecanismo de defensa desde el punto de vista psicoanalítico que se conoce como racionalización, el cual refiere a que cuando existe una situación que el psiquismo no sabe sobrellevar, la persona tiende a defenderse atribuyéndole características racionales a sus impulsos, ataques de ira, pánico, etc. (Vels, 1990). Esto llevado al ámbito de mercado, sería cuando un agente bursátil compra una acción a un precio muy alto porque su impulso de compra en ese momento se lo pidió, decide contrarrestar esa descarga energética del impulso apaciguando esa compra como una compra que, por alguna razón, es una sabia decisión; es algo así como auto boicotearse para que el psiquismo lo acepte como una buena decisión, por lo cual, ha caído en la trampa del toro.

En este proceso de racionalización también existe el hecho de buscar una razón racional para un cambio importante en el mercado a modo de defensa en el sentido en que la persona no quiere alarmarse y quiere seguir funcionando como si nada hubiera pasado, esto también implica que el mercado sigue su rumbo sin ningún cuestionamiento en relación a ese cambio. Además, se puede incurrir en un error a nivel de atribuciones, ya que puede ocurrir que para no atribuirse errores a sí mismo se hace responsable a otro sólo para no hacerse daño o también se puede atribuir un “golpe de suerte” a nuestra propia genialidad, y aquí se puede recaer en un exceso de confianza al estilo “mágico” como se planteaba anteriormente.

Por otro lado, también existe un error que es llamado error retrospectivo, esto es cuando la persona olvida sus evaluaciones iniciales. Cuando ven resultados, tienden a considerarlos como que sus evaluaciones no estaban alejadas de aquellos resultados a modo racional de anclaje mental o fijación mental. Finalmente, existen errores llamados de “*framing*” en los cuales se incurre cuando algo es presentado de una forma en que le hace mucho sentido a la persona que escucha esa información sin ir más lejos. Susskind (2005), a modo de ejemplo dice que algo ofrecido por 3 euros al día puede parecer menos caro que ofrecido a 1.095 euros al año. En este ejemplo se juega también con las atribuciones de las personas y la capacidad perceptual de nuestro cerebro que tiende a simplificar hechos que a la base pueden parecer muy racionalmente escogidos pero que a la larga, no tienen validez racional más allá de la “corazonada” inicial al escuchar la oferta.

Ahora bien, hasta ahora sólo hemos tocado el ámbito individual del ser humano con errores generalmente basados en características prácticamente intrínsecas del ser humano. A continuación, procederemos a explicar ciertos errores que ocurren a nivel grupal u organizacional.

El comportamiento social se basa generalmente en normas, paradigmas y convenciones comunes. Este aprendizaje social se hace por imitación, el cual permite que las personas de un mismo grupo común tengan un lenguaje de base similar a todos pero trae consigo ciertos problemas comportamentales y que repercuten a nivel de mercado.

En primer lugar, existe un fenómeno que se llama “anticipación mimética racional”, lo que significa que el grupo tiende a seguir corrientes o tendencias, valga la redundancia (cascadas informacionales) pero esto se puede devolver en su contra.

Esto es más fácil de explicar en un ejemplo; si es que un grupo de personas tiene un pensamiento positivo, las personas que entren a ese grupo, aunque lleguen pensando negativamente, se contagiarán de ese pensamiento positivo por lo que las personas que vayan entrando seguirán siendo llevadas por ese pensamiento lo que significa que uno se anticipa a que todo está bien, siendo que a lo mejor no es así, o que todo está mal en un caso de pensamiento comúnmente negativo. El sentido de comunidad hace que esto ocurra. Este fenómeno en sí mismo no es malo ya que es parte de un lenguaje que se crea en un espacio común el cual necesita una identidad y consensos en común, esto es parte del CO y es necesario para la subsistencia de organizaciones y de equipos de trabajo, pero tiene sus desventajas como todo orden de cosas.

Por otra parte, también hay que tener en cuenta el tema de las manipulaciones ya que es posible, incluso de persona a persona, ya sea por liderazgo autoritario o carismático (Robbins, 2004), pero es un gran inmovilizador del sistema ya que las personas se van subordinando incluso cuando no hay una jerarquía marcada muchas veces. El liderazgo influye en el trabajo

de las personas y en su forma de ver a la organización en la que trabajan. En otras palabras, la manipulación puede ser muy sutil, pero existe y hace que el sistema no se mueva mucho ya que cuando un gran grupo piensa de una forma, la persona que piensa distinto generalmente es apartada del grupo de manera casi natural. El grupo ve esto como una traición aunque no lo sea. Es por la manipulación que las personas aceptan fácilmente la obediencia a la autoridad incluso cuando ésta no existe o fue implantada “a la fuerza”.

Por otro lado, las sociedades y sus patrones juegan cada vez más al juego de la mediatización, en palabras de Susskind (2005). De hecho, sin ir más lejos, se estima que un 40% del tiempo de un CEO está consagrado a la comunicación. No es una mala práctica en sí misma, de hecho es bueno, pero la propaganda y el “*star system*”, no. En este punto se puede ver un poco lo dicho en el párrafo anterior, ya que aquellos que tienen un gran poder económico son espiados constantemente y sus gestos y frases son imitados; a su vez, existen algunos periodistas, analistas y expertos que son vistos casi como “gurús” lo que hace que este sistema se vicie por el poder “mágico” o por el poder económico de algunas personas que, ellos sin quererlo, están haciendo un daño a la organización o grupo, el mercado, por lo tanto, se ve afectado directamente en que la información se intenta ocultar a veces frente a estas personas.

Por lo demás, la codicia, el miedo, la ira, el amor propio, el amor, etc., son emociones que pueden sesgar la mirada de los agentes bursátiles y no sólo en período de dificultad o de un miedo generalizado en el mercado, sino también en momentos más neutros. Esas emociones sumado a la aversión a la pérdida hacen que las personas queden sesgadas a posibles acciones exitosas que no son tomadas por miedo y aversión al fracaso. Esto explicaría por qué las personas prefieren vender acciones ganadoras en sus carteras en lugar de aquellas que van en pérdida. En este sentido, la aversión a materializar la pérdida es mayor que la aversión al riesgo. Otras razones son el compromiso, el orgullo, el deseo de minimizar la sensación de arrepentimiento luego de actuar, etc. (Susskind, 2005). Lamentablemente, el pánico suele expandirse y contagiarse mucho más rápido que la euforia en nuestra sociedad por lo que en situaciones de pánico, éste se contagia más fácil haciendo que el comportamiento de las personas individualmente, se haga grupal y las tomas de decisiones sean totalmente dadas por

la impulsividad o mecanismos de defensa tales como la racionalización se activen para sustentar esas acciones (Susskind, 2004; Robbins, 2004).

Finalmente, desde la psicología social, se puede hablar de algo parecido a lo que ocurre arriba pero en un punto específico que sería lo que llamamos las histerias colectivas. Esto ocurre de la siguiente manera. En un grupo de personas o una multitud, éstas tienden a perder sus propios valores, referencias e inhibiciones. Comparten un lenguaje común y varias pautas de comportamiento también, por lo que esto también suscita que las personas individuales actúen irracionalmente siguiendo al grupo en su emoción, cometiendo excesos que jamás habrían hecho normalmente a nivel individual. Esto crea un instinto de tropa, en palabras de Susskind (2005).

La colectividad en su totalidad sigue un patrón exaltado de comportamiento por diferentes causas, mas todas son irracionales, mucho más que las explicitadas al hablar sobre las cascadas informacionales mucho más arriba. En términos de mercado esta histeria colectiva produce: modos y modas (forma débil) o burbujas y “*crashes*” (forma fuerte).

Incidencias financieras: ¿qué hacemos cuando esto no funciona bien?

Las hipótesis de eficiencia de mercado (HEM) han sido altamente cuestionadas, principalmente por los axiomas comportamentales de la HEM. La idea central es relacionar un conjunto de anomalías observadas en los mercados y las hipótesis ligadas al comportamiento de los individuos. Esta tesis se basa en el hecho de que los individuos sobre reaccionan a la información del momento dejando de lado muchas veces las tendencias de largo plazo. Para enfrentar este fenómeno surge la corriente de pensamiento sobre finanzas comportamentales.

En un artículo de síntesis propuesto por David Hirshleifer (2001), se presentan los principales aportes de las finanzas comportamentales, los cuales exponemos a continuación:

- a) La identificación de fenómenos comportamentales,
- b) La observación de anomalías sobre los mercados financieros,

c) La incorporación de modelos alternativos.

La existencia de tendencias bursátiles y ciclos de mercado son parte de las reacciones físicas pero sus principales causas están en los cambios de creencias de los individuos. Un rol fundamental, en este sentido, lo cumple la reacción de los tomadores de decisiones frente a la información publicada. Sin embargo, la influencia del pasado, muchas veces no considerada por la HEM, y otros errores cognitivos y emocionales afectan estas reacciones. Al principio se tiene una sub-reacción seguida de una sobrerreacción progresiva, lo que explica las tendencias, modas y ciclos.

Las finanzas comportamentales identifican, en las teorías asociadas a la psicología, un conjunto de fenómenos que pueden afectar el comportamiento de los individuos activos sobre el mercado financiero. Los fenómenos que llamamos “simplificaciones heurísticas” observados en los sujetos por la psicología, los conducen a facilitar el proceso de toma de decisiones. Por ejemplo, observamos tendencias a compartimentar las decisiones, a elaborar esquemas mentales sobre la base de la representación heurística errónea, a elegir en función de un marco de referencia en el cual la pertinencia no es verificada, etc. Estas formas de razonamiento son susceptibles de influenciar la decisión de los inversionistas.

Por otra parte, las finanzas comportamentales se interesan también en las anomalías observadas sobre los mercados financieros, es decir, a los fenómenos que no son explicados por la teoría clásica. Por ejemplo, el carácter predecible de la rentabilidad de las acciones. Entre otros enigmas que son objeto de interpretaciones comportamentales podemos señalar: la diversificación no óptima efectuada por los inversionistas o el nivel anormalmente elevado de las primas por riesgo existente en los mercados accionarios.

Las finanzas comportamentales son un dominio amplio que amerita una atención muy particular por todas las personas deseosas de comprender mejor las razones que llevan a los agentes a cometer errores sobre los mercados financieros. Es por ello que se parte con criticar la eficiencia de los mercados bajo la mirada de las finanzas comportamentales a través de fenómenos identificados principalmente en las teorías de la psicología.

Por ende, las finanzas clásicas han intentado por mucho tiempo marginalizar lo que considera como anomalías, minimizando el impacto de los sesgos comportamentales, siendo éstos esenciales para un análisis acabado sobre los mercados. Por su parte, las finanzas comportamentales toman en cuenta los reales comportamientos observados de los participantes del mercado. En este sentido, el individuo no es más considerado como una “máquina” puramente racional, aceptando el hecho de que ellos, sistemáticamente, cometen errores en el tratamiento de la información que reciben, lo que permite a otros obtener beneficios de dichos errores.

Dentro de las principales incidencias financieras que provoca el comportamiento de los agentes bursátiles podemos citar los siguientes:

- a) Toma de decisión en situación de incertidumbre: en este punto deseamos llamar la atención y mostrar que el enfoque comportamental de las finanzas puede explicar fenómenos vistos por la teoría financiera clásica como anomalías.

En oposición a los modelos clásicos de la racionalidad de elección en situaciones de incertidumbre surge la teoría de las perspectivas la cual describe el funcionamiento de la toma de decisión en dos fases: la preparación y la evaluación. En la fase de preparación el individuo mezcla, organiza, simplifica las opciones a las que se enfrenta; el objetivo es facilitar la evaluación. La segunda fase consiste en evaluar las diferentes perspectivas tratadas anteriormente y hacer la elección de aquella que posee el mayor valor.

La teoría de las perspectivas permite comprender ciertos comportamientos que son vistos por la teoría clásica como anomalías, modificando la función de utilidad esperada y sustituyendo las probabilidades de acuerdo a las respuestas que son aportadas a propósito del comportamiento decisional del individuo frente a la incertidumbre. Por ejemplo, el entusiasmo de la gente por jugar “loto” sólo tiene explicación desde la teoría de las perspectivas. Esta teoría postula, además, que las preferencias no son absolutas, sino que los resultados son percibidos como ganancias o pérdidas en relación a un estado de referencia (“*house money effect*”).

Los inversionistas son empujados a tomar decisiones que maximizan el valor de su portafolio, por lo tanto, no es seguro que ello corresponda realmente a su comportamiento. Los individuos maximizan una función de valor particular. En este sentido, la teoría de las perspectivas nos aporta dos ideas esenciales:

- Los agentes maximizan sus ganancias en relación a un punto de referencia,
- Los individuos son adversos al riesgo cuando las ganancias están en juego y asumen riesgos cuando se trata de pérdidas.

b) Simplificaciones heurísticas: las simplificaciones heurísticas son modos de pensamiento anclados que pueden conducir a un juicio irracional, se trata de una forma de atajo mental que el cerebro humano pide prestado para resolver rápidamente problemas relativamente complejos.

Entenderemos por simplificación heurística, entonces, un proceso mental que busca simplificar la resolución del problema; generalmente, estos atajos dan aproximaciones que son bastante cercanas a la solución óptima, pero en algunos casos conducen a inconsistencias y a sesgos previsibles. Por ejemplo, un jugador de billar no se detiene a resolver mentalmente la ecuación trigonométrica que le permitiría saber el ángulo perfecto y la fuerza de tiro exacta que debe utilizar para golpear la bola, pero evidentemente, no todos los jugadores de billar tienen conocimiento sobre esta materia, por lo tanto, el jugador promedio toma prestado un atajo mental que le permita jugar sin saber o conocer las leyes de la física propiamente tal. Este ejemplo muestra que la heurística es una herramienta de resolución de problemas complejos muy útil y potente y prácticamente automática a la hora de enfrentar problemas muy complejos.

Las simplificaciones heurísticas, en ciertos casos, permiten analizar una situación compleja de manera simplificada lo que conduce a los individuos a juzgar una situación incierta con más facilidad y también a tomar decisiones más rápidamente. Sin embargo, en otros casos estas simplificaciones conducen al individuo a cometer errores sistemáticos y previsibles. Una mejor

comprensión de estas heurísticas y de los sesgos que pueden conllevar, permiten mejorar los juicios y las decisiones tomadas en un universo incierto.

En los mercados financieros, algunos de estos sesgos heurísticos conducen a los inversionistas a sobre-reaccionar o a sub-reaccionar ante una nueva información. Por ejemplo, supongamos que las variaciones de los beneficios siguen un camino aleatorio para la mayoría de empresas, si este postulado es exacto un cambio futuro de ingresos para una empresa dada podrá representar una variación positiva o una variación negativa en los beneficios. Sin embargo, si la mayoría de los inversionistas reflexionan bajo la influencia de los sesgos comportamentales de representatividad, la empresa podría ser llevada a extrapolar el recuerdo de una fuerte variación negativa de los beneficios de una empresa durante un lapso de tiempo indeterminado, si es ese el caso, las expectativas del mercado frente a la rentabilidad futura de esta empresa serán sesgadas a la baja, lo que tendrá por consecuencia una baja en el precio del título.

- c) Exceso de confianza: el exceso de confianza refleja una tendencia en el hombre a sobreestimar sus capacidades, sus posibilidades de éxito, la probabilidad de obtener resultados positivos o incluso la precisión de sus conocimientos. Se trata de uno de los sesgos comportamentales más tratados en la literatura. Nos podemos preguntar desde este punto, ¿por qué los individuos no sacan lecciones de las experiencias vividas para corregir su comportamiento? Una posible respuesta a esta interrogante tiene que ver con que sólo si el error que se cometió en una situación determinada es percibido como una frustración inmovilizadora para la persona en cuestión y con efectos negativos importantes.

El comportamiento de exceso de confianza puede conducir a un individuo a desarrollar un optimismo exagerado respecto a obtener un resultado positivo producto de una acción determinada anterior. Otra consecuencia que puede generar el exceso de confianza en un individuo se puede manifestar bajo la forma de una percepción exagerada de control que la persona cree tener sobre la realidad. Una tercera manifestación del exceso de

confianza se trata de la tendencia a sobreestimar la precisión de la información que el individuo posee.

Respecto a los profesionales de las finanzas, nos parece que podemos encontrar este tipo de comportamiento muy generalizado. En efecto, en los mercados financieros la mayoría de inversionistas que compran y/o venden títulos pasan mucho tiempo eligiendo el activo que tendrá el mayor rendimiento, es en el cumplimiento de esta difícil tarea que los individuos se comportan de manera irracional, mostrando un exceso de confianza. Los inversionistas llamados “expertos” tienen tendencia a tener más exceso de confianza que aquellos menos experimentados.

El exceso de confianza, esta propensión de todo el mundo a sobreestimar sus capacidades, es uno de los comportamientos que fragilizan la racionalidad limitada del individuo. Este prisma que deforma la imagen de sí mismo hace que se crea controlar los eventos mucho mejor que realmente. Este comportamiento se expresa en todas partes y de manera bastante intensa sobre los mercados financieros, a veces desafiando las reglas elementales de la racionalidad. En la bolsa, se traduce en una mala utilización de la información disponible, por una multiplicación de transacciones o aún, por un aumento sensible de asumir riesgos. Los inversionistas a menudo creen comprender el mercado y poder así anticiparse a sus fluctuaciones.

Es así que este comportamiento que empuja al individuo al error en la elaboración de sus estrategias de inversión participa, con otros comportamientos irracionales, a alejar la hipótesis de eficiencia (informacional) de los mercados de la realidad.

- d) Comportamientos miméticos: los mercados financieros se inspiran a menudo de su propio comportamiento más que del de la realidad. Este comportamiento de mimetismo tiene un lado racional que a veces permite a los inversionistas que tengan éxito en la bolsa, pero a veces lamentablemente, este comportamiento conduce a que las evoluciones del mercado puedan volverse contra los propios agentes.

En este punto revisaremos el comportamiento mimético conocido como profecías auto-cumplidas. Sobre los mercados financieros, la confianza puede a veces estar afectada por el hecho de que los agentes no le dan el mismo significado a las diferentes señales que emanan del mercado. Para ilustrar esto en mercados financieros, podemos señalar que la selección de acciones de títulos se hará en base a su valor intrínseco y que esta selección se apoyará sobre las “*performances*” reales de la empresa. En este contexto, el técnico bursátil de base tiene razón en apoyarse sobre la evolución del precio de un título que interpreta como la manifestación de “*performance*” en términos de rentabilidad. En los mercados financieros existe una incertidumbre en cuanto al valor de los activos, bajo esta incertidumbre se vuelve casi racional imitar a los otros más que a escuchar su buen sentido. En efecto, sobre un mercado donde los precios están influenciados por la opinión de los individuos, las creencias pueden ser calificadas de auto-cumplidas. Por ejemplo, la existencia de burbujas especulativas resultará en comportamientos miméticos de los intervinientes y del poder auto-cumplido de sus creencias, este fenómeno contribuye a explicar cómo el precio de un activo financiero puede durablemente alejarse de su valor fundamental.

El mimetismo puede ser definido como un conjunto de comportamientos individuales que presentan correlaciones entre sí. La noción de mimetismo supone una toma de decisión sistemática y errada de la parte de un grupo; por ejemplo, varios inversionistas pueden ser conducidos a vender o comprar los mismos títulos simplemente porque ellos han recibido información correlacionada. Entonces ellos actúan en toda independencia (“*effet moutonnier*”).

CONCLUSIONES Y REFLEXIONES FINALES

El surgimiento de las finanzas comportamentales es percibido como el signo de una crisis del paradigma general de la teoría financiera moderna. La oposición entre la teoría de mercados eficientes y la teoría de finanzas comportamentales es saber si estamos al inicio de la primera revolución científica que podría conocer la teoría financiera moderna. En efecto, cuestionando

las hipótesis sobre la racionalidad de los individuos, las finanzas comportamentales atacan la base misma sobre la cual se ha erigido la teoría financiera hasta nuestros días.

Este trabajo ha tenido por objetivo mostrar cómo la psicología puede aportar al estudio de la teoría financiera, con ello hacer frente a la incorporación del comportamiento humano a la teoría financiera clásica y, por ende, hacernos cargo de las “anomalías o imperfecciones” que esta teoría clásica deja de lado en su modelamiento. El comportamiento organizacional llega a explicar ciertos modos de operar que el ser humano tiene a la hora de tomar decisiones, las cuales, en el ámbito financiero, son esenciales y están siempre manifiestas o al menos latentes. La psicología aporta una visión más completa sobre los agentes bursátiles quienes han sido vistos como “máquinas” hasta la llegada de esta nueva perspectiva interdisciplinaria que acepta que el ser humano individualmente es dinámico al igual que los grupos sociales u organizaciones; y que acepta, además, que los individuos somos un sistema complejo en el que se entrelazan emociones, sensaciones, percepciones, razonamientos, pensamientos e intuiciones entre otros elementos, los cuales están funcionando todos a la vez con una atención focalizada en uno u otro dependiendo de la situación a la que las personas se estén enfrentando.

Por otra parte, las finanzas comportamentales incorporan dos hipótesis adicionales a aquellas planteadas por la HEM. La primera es que algunos inversionistas no son completamente racionales y que su demanda de activos financieros riesgosos es afectada por sus creencias y emociones. En jerga financiera, estos inversionistas son llamados metafóricamente "*noise traders*", porque sus anticipaciones son sesgadas por consideraciones asimilables a los efectos del ruido en un proceso de comunicación. La segunda hipótesis de base es el "arbitraje", actividad a la cual se van a dedicar los inversionistas completamente racionales; es una actividad no liberada totalmente de riesgos y por lo cual la eficiencia es en consecuencia limitada.

El cuestionamiento de la capacidad de los mercados accionarios de reflejar los valores fundamentales constituye un cuestionamiento mucho más radical de la HEM, aunque la posición

secreta de la mayoría de los que sostienen la "*behavioral finance*" ha sido no de negar pura y simplemente estas "anomalías o imperfecciones", sino de proponer una moderada interpretación.

Ciertamente, existen inversionistas que reaccionan a los consejos de interesados corredores de bolsa o a los vaticinios de "gurús", o aún aplican "recetas" sin ningún fundamento económico (comportamiento mimético y aprendizaje por imitación), pero existen, por otra parte, inversionistas "razonablemente racionales", que a la vez tienen una idea bastante precisa de la naturaleza de los valores fundamentales y del impacto sobre los precios de los cambios que ellos sufren, pero también de las reacciones no siempre adecuadas a la aparición de nuevas informaciones (simplificaciones heurísticas y exceso de confianza).

Podríamos objetar que los inversionistas que "hacen cualquier cosa" van a tomar decisiones que pueden ser consideradas como fenómenos puramente aleatorios, por lo cual los efectos se neutralizarán entre ellos. El resultado de todas las decisiones tomadas simultáneamente por los "*noise traders*" podría, en consecuencia, no ser una desestabilización del sistema de precios. Los defensores incondicionales de la "forma fuerte" de la hipótesis de eficiencia de mercado han pretendido que esta situación es muy improbable, mientras los sostenedores de las finanzas comportamentales se apoyan en trabajos de psicología y de economía experimental.

En resumen, podemos reagrupar los errores cognitivos y emocionales, sean estos individuales o grupales, en el siguiente cuadro:

	Errores individuales	Errores colectivos
Errores cognitivos	Anclaje mental, atribución, creencias, falta de atención, compartimentalización mental, disonancia cognitiva, hábitos, heurístico, irracional, sobrecarga cognitiva, pequeños números	Anticipaciones "racionales", (retroacciones positivas), aprendizaje social, cascadas, consenso, creencias comunes, mimetismo, paradigmas
Errores emocionales	Adicción, miedo, expectativas mágicas, expectación, aversión por la pérdida / el remordimiento, efecto	Contagio, conformismo, efecto de tropa, histeria

	de herencia, orgullo, pensamiento mágico, exceso de confianza, exceso de optimismo	colectiva, modas colectivas, modos, presión de los pares
--	--	--

Fuente: elaboración propia.

Finalmente, el enfrentamiento actual reside en que los partidarios de las finanzas comportamentales sobrepasen el paradigma de las finanzas clásicas. Algunos importantes autores del movimiento comportamentalista (tales como Hirshleifer y Thaler) consideran la victoria del paradigma psicológico sobre el paradigma actual. Nos parece pertinente y posible señalar que, si este escenario es realidad, podríamos estar hablando de la primera verdadera revolución científica que habría conocido la teoría financiera moderna.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDERSEN, J. (2010) Detecting Anchoring in Financial Markets. *Journal of Behavioral Finance* 11(2), pp. 129 – 133.

BODIE, Z. & MERTON, R. C. (1999) “*Finanzas*”, 1ª edición, Prentice Hall, México.

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.

ROBBINS, S. (2004) “Comportamiento Organizacional”, 10ª edición, Prentice Hall, México.

SCHINDLER, M. (2007), “Rumors in Financial Markets: Insights into Behavioral Finance”, West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.

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.

SUSSKIND, A. (2005) “La Finance Comportementale”, De Boeck & Larcier, Bruxelles, Belgique.

TVERSKY, A. y D. KAHNEMAN (1981), “The Framing of Decisions and the Psychology of Choice”. *Science* 211(4481), pp. 453 – 458.

VELS, A. (1990) “Los Mecanismos de Defensa Bajo el Punto de Vista Psicoanalítico”, Agrupación de Grafoanalistas Consultivos de España, Barcelona, España.

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.