

# Entendiendo los sentimientos de los inversionistas

## Uno se puede beneficiar de los errores de los inversionistas

Investigación de Nicholas Barberis y Robert W. Vishny

**¿Qué ocurre cuando noticias importantes llegan a los mercados financieros? Imaginemos que una compañía reporta ganancias mucho mayores que las esperadas o que anuncia una adquisición importante. Los corredores y los inversionistas se apurarán para digerir la información e impulsaran los precios de la acción a un nivel que ellos piensan que es consistente con lo que acaban de oír. ¿Pero lo logran? ¿Reaccionan en forma apropiada a la información que recibieron? Evidencia reciente sugiere que los inversionistas realizan errores sistemáticos al procesar nueva información que pueden ser explotados por terceros.**

En su documento de 1997, “Un Modelo del Sentimiento del Inversionista”, los profesores de finanzas en la escuela de negocios de la Universidad de Chicago, Nicholas Barberis y Robert Vishny, junto con el ex-profesor de finanzas de la Universidad de Chicago y actual profesor en la Universidad de Harvard, Andrei Shleifer, argumentan que existe evidencia de que en algunos casos, los inversionistas reaccionan muy poco a las noticias, y que en otras ocasiones reaccionan en exceso.

Los autores proponen luego un modelo, basado en ideas de la psicología, acerca de como los inversionistas realizan errores al procesar nueva información.

La evidencia que los autores discuten, presenta un desafío a la teoría de los mercados eficientes – la teoría de que la información es reflejada inmediatamente y de forma precisa en el precio de la acción – y sugiere que en una variedad de mercados, los inversionistas sofisticados pueden obtener retornos superiores al tomar ventaja de las sub-reacciones y las sobre-reacciones sin tener que asumir mayores riesgos.

### Sobre-reacción de los inversionistas

En un importante documento publicado en 1985, Werner De Bondt de la Universidad de Wisconsin y Richard Thaler de la escuela de negocios de la Universidad de Chicago, descubrieron lo que afirmaron ser evidencia de que los inversionistas sobre-reaccionan a las noticias. Analizando información desde 1933, De Bondt y Thaler encontraron que las acciones con retornos extremadamente bajos en los 5 años anteriores se desempeñaron mucho mejor que las acciones con retornos anteriores extremadamente altos, incluso después de ajustar por riesgo. Trabajos posteriores han corroborado estos descubrimientos.

Según Barberis, “en otras palabras, si un inversionista ordena 1000 acciones de acuerdo a qué tan bien se desempeñaron en los últimos tres a cinco años, entonces puede hacer una categoría con los ‘mayores perdedores’, aquellas acciones que se desempeñaron pobremente, y otra con los ‘mayores ganadores’. Lo que se va a descubrir es que al grupo de los mayores perdedores le va a ir muy bien en promedio en los próximos años. Por lo

que es una buena estrategia el comprar a estos perdedores anteriores o acciones sub-valoradas”.

### ¿Cómo explican estos descubrimientos la sobre-reacción de los inversionistas?

Imaginemos una compañía que anuncia buenas noticias durante un periodo de tres a cinco años, tales como reportes de ganancias que consistentemente están por encima de las expectativas. Es posible que los inversionistas sobre-reaccionen a estas noticias y se transformen en excesivamente optimistas acerca de los prospectos de la compañía, impulsando el precio de la acción a niveles artificialmente altos. Sin embargo, en los años subsecuentes, los inversionistas se darán cuenta de que fueron excesivamente optimistas acerca del negocio y el precio de la acción se corregirá hacia abajo.

De forma similar, las acciones perdedoras pueden ser simplemente acciones acerca de las cuales los inversionistas son excesivamente pesimistas. Si es que este error de juicio es corregido, estas acciones obtendrán altos retornos.

### Sub-reacción de los inversionistas

Los autores creen que los inversionistas en ocasiones cometen el error de sub-reaccionar a ciertos tipos de noticias financieras.

Imaginemos una compañía que anuncia ganancias trimestrales que son substancialmente mayores a lo esperado. La evidencia sugiere que los inversionistas ven esto como una buena noticia e impulsan el precio de la acción hacia arriba, pero por alguna razón, no lo suficientemente arriba. Durante los próximos seis meses, este error es corregido en forma gradual, en la medida en que el precio de la acción sube lentamente hacia el nivel que se debió haber obtenido al momento del anuncio. Los inversionistas que compran la acción inmediatamente después del anuncio se beneficiarán de la tendencia alcista y obtendrán altos retornos.

El mismo principio de sub-reacción se aplica a las malas noticias. Si se anuncian malas noticias – como por ejemplo un recorte de dividendos – entonces el precio de la acción va a caer. Sin embargo, no cae lo suficiente al momento del anuncio y en cambio continúa una tendencia descendente por varios meses.

En ambos casos, los inversionistas se enfrentan tanto con buenos como con malos anuncios, inicialmente sub-reaccionan a estas noticias y solamente incorporan en forma gradual su efecto total en el precio de la acción. Esto evidencia un mercado ineficiente.

Entonces, ¿qué estrategia debiera adoptar un inversionista inteligente? En el largo plazo, es mejor invertir en “acciones de valor”, acciones con poca valoración (teoría de la sobre-reacción); pero en el corto plazo, el mejor predictor de retornos en los próximos 6 meses son los retornos en los últimos 6 meses (teoría de la sub-reacción).

Vishny explica, “en el corto plazo, uno quiere comprar fuerza relativa. Esto puede parecer contradictorio, pero podemos explicar cómo ambos factores pueden ser ciertos usando algo de psicología básica e incorporando eso en un modelo acerca de cómo la gente se forma sus expectativas de ganancias futuras”.

## Evidencia psicológica

En el nuevo campo de las finanzas del comportamiento, los investigadores buscan entender si los aspectos del comportamiento humano y la psicología pueden influenciar la manera en que los precios son definidos en los mercados financieros.

Según Visny, “nuestra idea es que estas anomalías del mercado – sub-reacción y sobre-reacción – son los resultados de errores de los inversionistas. En nuestro estudio, presentamos un modelo de los sentimientos del inversionista – esto es, cómo forman creencias los inversionistas – que es consistente con los descubrimientos empíricos”.

Al explicar el comportamiento de los inversionistas, el modelo de los autores es consistente con dos importantes teorías psicológicas: la “representatividad heurística” y el “conservatismo”.

La representatividad heurística se refiere al hecho de que la gente tiende a ver patrones en secuencias aleatorias. Ciertamente será beneficioso para un inversionista el ver patrones en la información financiera, si es que realmente estuvieran ahí. Desafortunadamente, los inversionistas ven a menudo patrones que no son características genuinas de la información.

En realidad, los cambios de largo plazo en las ganancias de una compañía siguen un patrón bastante aleatorio. Sin embargo, cuando la gente ve que las ganancias de una compañía mejoran a lo largo de varios años continuos, ellos creen que han descubierto una tendencia y creen que va a permanecer. Tal optimismo excesivo impulsa los precios demasiado alto y produce efectos que respaldan la teoría de los autores acerca de la sobre-reacción.

Existen también parcialidades bien conocidas en el procesamiento de información humano que podrían predecir la sub-reacción a nuevas piezas de información. Una de estas parcialidades, conservatismo, dice que una vez que los individuos se han hecho una impresión, son lentos en cambiar esa impresión frente a nueva evidencia. Esto corresponde directamente a la sub-reacción a las noticias. Los inversionistas se mantienen escépticos acerca de nueva información y solamente actualizan gradualmente su visión.

## Un asunto de eficiencia

Los autores notan que mientras tales vínculos entre la psicología y las finanzas pueden parecer plausibles para muchos, una proporción substancial de la comunidad académica de las finanzas, las ve con considerable escepticismo.

Según Barberis, “la evidencia precedente es desconcertante para quienes creen que el mercado de las acciones es eficiente, porque parece sugerir estrategias de inversión bastante rentables que rayan con ser ‘almuerzos gratis’ incluso después de tomar en cuenta los costos de transacción”:

Los teóricos de los mercados eficientes podrían explicar que invertir en las acciones perdedoras (de valor) produce mayores retornos simplemente porque hay más riesgo en la inversión por el cual los inversionistas deben ser recompensados.

Según Barberis, “nosotros estamos tomando una aproximación alternativa, diciendo que quizás no existe ningún riesgo extra, y que los fenómenos de la sub-reacción y la sobre-reacción pueden ser explicados por errores genuinos que está haciendo la gente. Nosotros miramos la literatura psicológica para explicar estos errores e ilustrar cómo generan los descubrimientos en las información”.

Mientras que los investigadores en las finanzas del comportamiento continúan desarrollando avanzados modelos de la interacción de la psicología y las finanzas, los proponentes de los mercados eficientes continuarán probando las relaciones entre riesgo y retorno. El debate está lejos de ser dirimido.

*Nicholas Barberis es profesor asistente de finanzas en la escuela de negocios de la Universidad de Chicago. Robert W. Vishny es profesor Eriv J. Gleacher de finanzas en la misma escuela.*