



Universidad Nacional Autónoma de México
Programa de Posgrado en Ciencias de la Administración

**Las finanzas conductuales en los inversionistas mexicanos:
una crítica a los Mercados Eficientes**

T e s i s

Que para optar por el grado de:

Maestra en Finanzas
Campo de conocimiento: Finanzas Bursátiles

Presenta:

Aida Araceli Morales Manzo

Tutor:

Dra. Alicia Adelaida Girón González
Facultad de Contaduría y Administración

Ciudad Universitaria, CD. MX. junio de 2021



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

AGRADECIMIENTOS

A la Universidad Nacional Autónoma de México por todo lo que me ha dado académicamente y sobre todo personalmente.

Al Posgrado de la FCA, por darme la oportunidad de realizar la maestría becada y a la coordinación por todo su apoyo para poderme titular durante la pandemia.

A mi tutora, la Doctora Alicia Girón por ser mi guía desde la licenciatura, por ser mi ejemplo de mujer economista.

A mis sinodales, por toda su guía y apoyo para realizar la tesis.

A la Doctora Marcia Solorza, por todo su apoyo desde la licenciatura.

A mi papá, por llevarme por primera vez a la UNAM. Por transmitirme todo su amor y respeto por la Universidad y mostrarme que el factor humano siempre es esencial.

A mi mamá, por ser mi más grande apoyo.

A mi familia, por ser mi mayor ejemplo.

A Admer, Daniela, Mónica y Daisy, ustedes son sin duda lo más bonito que me dejó la maestría.

Tabla de contenido

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN

Introducción General.....	4
1. ESTADO DEL ARTE.....	4
2. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.....	9
3. MATRIZ DE CONGRUENCIA.....	10
4. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN.....	11
5. JUSTIFICACIÓN	12
6. MARCO TEÓRICO.....	12
CAPÍTULO I. FINANZAS CONDUCTUALES.....	13
1.1 Introducción.....	13
1.2 Historia de la Teoría Financiera	14
1.3 Finanzas Conductuales.....	14
1.4 Conclusión	18
CAPÍTULO II. MERCADOS EFICIENTES	19
2.1 Introducción.....	19
2.2 Eficiencia en la Información Financiera.....	21
2.3 Expectativas racionales y adaptativas.....	22
2.4 Relación riesgo y rendimiento	23
2.5 Casos de ineficiencia en los mercados financieros en México	24
2.6 Batir al Mercado	26
2.7 Efecto de calendario en los mercados bursátiles	27
2.8 Conclusión	29
Capítulo III. MEDICIÓN DEL FACTOR CONDUCTUAL EN LOS MERCADOS FINANCIEROS.....	30
3.1 Introducción.....	30
3.2. El modelo de Thaler.....	30
3.3 El índice del comportamiento del rebaño (The Herd Behavior Index)	31
3.4 El índice del miedo (Fear Index).....	32
3.5 Índice de aversión al riesgo.....	34
3.6 Precio objetivo de las acciones contra el valor de mercado en época de crisis	37
3.7 Conclusión	39

Capítulo IV. MERCADOS EFICIENTES EN MÉXICO.....	40
4.1 Introducción.....	40
4.2 Perfil del Inversionista mexicano	40
4.3 Encuesta para Inversionistas/estudio	44
4.4 Resultados de encuestas a inversionistas mexicanos	47
4.5 Entrevistas a agentes en los Mercados Financieros en México	51
4.6 Comportamiento de los Mercados Financieros en México.....	53
4.7 Conclusión	56
Conclusión General	57
Bibliografía	59
Anexo	65

Introducción General

Esta tesis tiene como propósito analizar si la toma de decisiones de los inversionistas financieros está relacionada con factores cognitivos que afectan la eficiencia de los mercados bursátiles. Partiendo de la /o de que las finanzas conductuales ofrecen un mejor entendimiento del comportamiento financiero en las decisiones de los inversionistas mexicanos y su impacto en el mercado bursátil. Logrando explicar por qué los mercados pueden no ser eficientes.

Durante el primer capítulo se revisa la teoría de las finanzas conductuales, que nacen como una crítica a la teoría dominante de los Mercados Eficientes. Se revisan sus orígenes, así como sus principales autores.

En el capítulo segundo, se analiza la teoría de los Mercados Eficientes y sus principales críticas, así como caso en los que existió ineficiencia en los mercados financieros, y se revisa un caso en México.

En el capítulo tercero, se estudian distintas formas de medir el factor conductual que se han aplicado a lo largo de los años.

En el último capítulo, se analiza específicamente el caso de México con respecto a las finanzas conductuales en el sistema financiero. Se realizan encuestas y entrevistas para encontrar el impacto que tienen las emociones en los inversionistas financieros.

1. ESTADO DEL ARTE

La teoría dominante ha intentado dar respuesta a los comportamientos de los mercados financieros, utilizando el supuesto básico de que los agentes son racionales y que se basan en expectativas racionales. Las finanzas conductuales nacen como un nuevo enfoque que busca dar respuesta a las crisis financieras, a su inestabilidad y su fragilidad. Así como entender el comportamiento de los mercados a partir de asumir que los agentes no son racionales, y que por lo tanto no tienen toda la información, y que pueden estar sujetos a reaccionar por sus “instintos animales”.

Las crisis financieras son ocasionadas por una manía o un pánico, los cuales se asocian con la «irracionalidad» o psicología de masas, por lo que se rompe el supuesto de la teoría dominante acerca de la racionalidad de sus agentes. Las

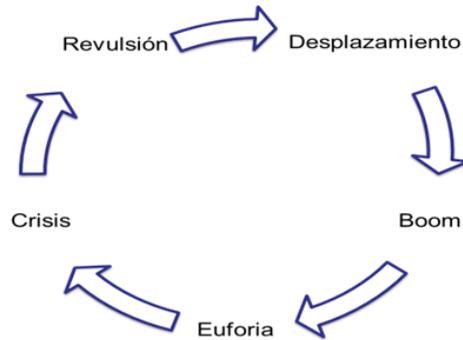
finanzas conductuales buscan dar una explicación a la toma de decisiones financieras de los agentes en un momento de riesgo o incertidumbre.

Actualmente se siguen utilizando modelos que basan todo su estudio en el supuesto de la racionalidad, como lo son en CAPM, la teoría del portafolio y la hipótesis de la eficiencia de los mercados. Esta nueva teoría busca juntar la parte de la psicología y la parte de las finanzas para dar una respuesta más certera.

Uno de los principales antecedentes de las finanzas conductuales tiene su origen en Hyman Minsky (1974), un economista postkeynesiano conocido por su hipótesis de inestabilidad financiera, que trajo de vuelta el concepto de la irracionalidad de los agentes, al introducir una nueva idea: la estabilidad conduce a la inestabilidad. Esto sugiere que a medida que el entorno permanece estable (con tipos de interés bajos, alta rentabilidad en los mercados financieros), los inversionistas tienden a tomar decisiones irracionales basadas en la creencia de estabilidad, lo que los lleva a sobre-endeudarse hasta el punto de llegar al impago.

Para Minsky existe un fenómeno que se llama euforia de los mercados, que es una manía que lleva a los mercados a colapsar. Empieza con un desplazamiento, que es un acontecimiento que cambia las expectativas (devaluación, aumento del precio del petróleo, crisis después de una guerra, desregulación financiera, derivados, revolución tecnológica). Después se presenta la euforia, que lleva a un periodo de crisis, que termina en una revulsión, hasta que todo vuelve a comenzar. Por lo mismo, se afirmó que las crisis son inevitables en sistema capitalista. “Minsky (1986) argumentó que los economistas, malentendieron a Keynes, restando importancia al papel de las instituciones financieras. En particular, argumentó que la innovación financiera puede crear euforia económica por un tiempo antes de la desestabilizarla y arrojar crisis que rivalizan con la Gran Depresión. Las ideas de Minsky son evidentes en los efectos de las innovaciones en las hipotecas y los títulos hipotecarios” (Shefrin y Statman, 2011:3).

Imagen 1.1. Euforia de los Mercados

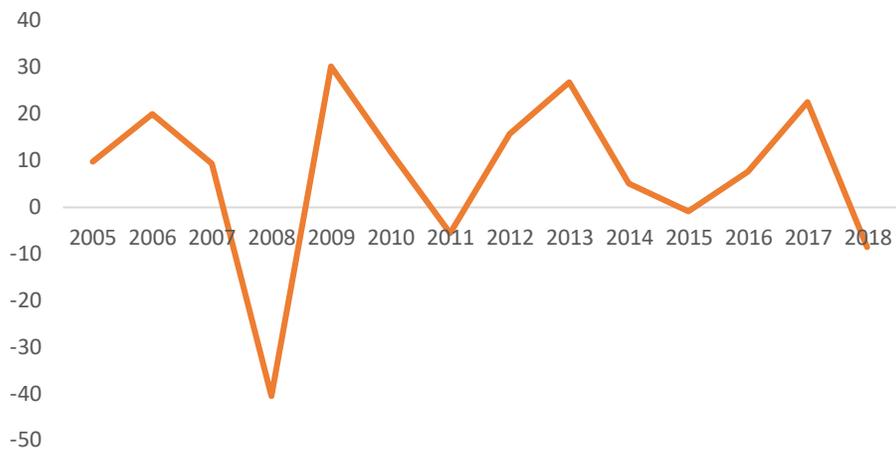


Fuente: Elaboración propia de acuerdo a Kindleberg y Aliber (1992). Manías, Pánicos y Cracs

Esta teoría rompe con la idea de que los inversionistas son racionales y toman decisiones basados en expectativas racionales. Lo cual lleva a las burbujas especulativas, manías o euforia en los mercados. Resultado de un desplazamiento y un exceso de optimismo en los mercados, seguido por un periodo de pánico.

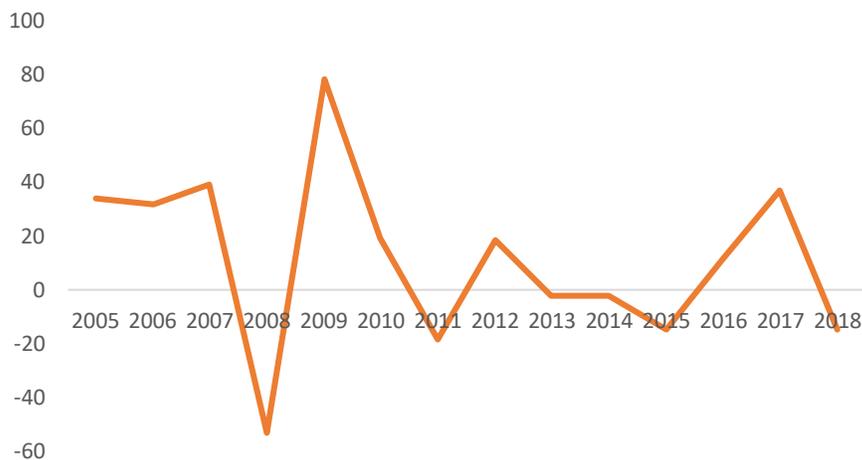
El gráfico 1.1 muestra el comportamiento de *The MSCI World Index* que es un índice compuesto de acciones negociadas en 23 países desarrollados y que es utilizado con un *Benchmark*. El gráfico 1.2 muestra el mismo índice, pero de los países en desarrollo del 2001-2014. Es evidente como en el gráfico referente a los países en desarrollo los rendimientos son mayores, pero por lo mismo las caídas (como la del 2008) tienden a ser peores.

Gráfico 1.1. MSCI Mundial



Fuente: Elaboración propia con datos de MSCI. Disponible en: <https://www.msci.com/documents/10199/c0db0a48-01f2-4ba9-ad01->

Gráfico 1.2 MSCI Mercados Emergentes



Fuente: Elaboración propia con datos de MSCI. Disponible en: <https://www.msci.com/documents/10199/c0db0a48-01f2-4ba9-ad01->

El MSCI índice de los países desarrollados se compone principalmente por Estados Unidos (57.39%), Japón (8.84%) y Reino Unido (7.93%). Referente a los activos financieros que lo integran los más importantes son: Apple, Microsoft, Exxon Mobil, Johnson & Johnson y Wells Fargo entre otros.

Gráfico 1.3. Crisis Financieras



Fuente: Tomado de Rapoport, Mario, & Brenta, Noemí. (2010). La crisis económica mundial: ¿El desenlace de cuarenta años de inestabilidad?. *Problemas del desarrollo*, 41(163), 7-30. Disponible en: http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0301-70362010000400002&lng=es&tlng=es

El gráfico 1. 3 muestra el mismo índice, pero del periodo 1970-2006. En donde se ven las diversas crisis financieras que han ocurrido y las diversas caídas que tuvo el índice por lo mismo.

Después de las últimas crisis financieras se ha llegado a la conclusión de que no se ha logrado entender el verdadero comportamiento de los agentes, a partir de ello las teorías predominantes, especialmente la clásica-neoclásica, han sido cuestionadas fuertemente. El premio Nobel de economía en 2017, Richard Thaler propuso que las personas son irracionales de forma consistente y correlacionada, por lo que rechazaron la teoría de la utilidad esperada. Con ello nació un nuevo campo dentro de las finanzas, las Finanzas Conductuales (Behavioral Finance).

2. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Las teorías predominantes sobre las finanzas parten de la premisa de que el inversionista es racional y que los mercados son eficientes, y a partir de ello se crean modelos para tratar de explicar y prever el comportamiento del mercado. Pero en los últimos años se ha probado que ese supuesto no se cumple, de acuerdo a autores con Richard Thaler (Nobel de Economía en 2017) que el mercado financiero está lleno de decisiones irracionales que impactan en la eficiencia de los mercados.

Por ello surge la idea de que se pueda encontrar en las finanzas conductuales o finanzas del comportamiento una alternativa que permita que exista mayor eficiencia en las decisiones de los inversionistas y por lo tanto menos volatilidad en los mercados bursátiles.

Las personas toman decisiones basándose en sus percepciones y expectativas, lo que muchas veces puede estar sesgado por sus emociones y ello se refleja en el mercado financiero. Por ello, debido a la creciente entrada de capitales, y a la mayor importancia que está tomando el sector financiero en nuestro país se pretende probar que las finanzas conductuales pueden ser una respuesta al verdadero comportamiento de los mercados, logrando que los modelos y estudios respecto al tema sean más acertados, y que los movimientos bursátiles sean más estables.

Para probar la hipótesis principal existen actualmente modelos, contrarios a la teoría neoclásica de racionalidad de los agentes, como lo son los modelos de referencia dependiente, como la *Teoría de Prospectiva* de Daniel Kahneman y Amos Tversky y el modelo de Thaler, que menciona que una reacción exagerada positiva provoca después una baja rentabilidad en los activos, ya que no se prevé que el mercado continúe con esa tendencia.

3. MATRIZ DE CONGRUENCIA

Cuadro 3.1. Matriz de Congruencia

PREGUNTA DE INVESTIGACIÓN	OBJETIVO DE INVESTIGACIÓN	HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN
<p>PREGUNTA PRINCIPAL: ¿Cómo se puede medir el impacto del factor conductual en la toma de decisiones de los inversionistas, con un perfil moderado y/o agresivo, y su efecto en la eficiencia de los mercados bursátiles en México?</p>	<p>OBJETIVO PRINCIPAL: Analizar y medir el impacto del factor conductual en la toma de decisiones de los inversionistas, con un perfil moderado y/o agresivo, y su efecto en los mercados bursátiles en México.</p>	<p>HIPÓTESIS PRINCIPAL: El impacto del factor conductual puede ser medido a través de variables cualitativas y cuantitativas. El modelo a utilizar es el de Thaler y de referencia dependiente, determinante en la toma de decisiones de los inversionistas con un perfil moderado y/o agresivo en México.</p>
<p>PREGUNTA SECUNDARIA: ¿Cómo se relaciona la toma de decisiones de los inversionistas financieros con los factores cognitivos en México?</p>	<p>OBJETIVO SECUNDARIO: Analizar la relación de la toma de decisiones de los inversionistas financieros con los factores cognitivos en México.</p>	<p>HIPÓTESIS SECUNDARIA: Las finanzas conductuales ofrecen un mejor entendimiento del comportamiento financiero en las decisiones de los inversionistas mexicanos y su impacto en el mercado bursátil en México. Logrando explicar por qué los mercados pueden no ser eficientes.</p>
<p>SEGUNDA PREGUNTA SECUNDARIA: ¿Cuáles es la decisión financiera que es más afectada por el factor conductual?, ¿El tipo de inversión, el financiamiento ó la administración de riesgo?</p>	<p>SEGUNDO OBJETIVO SECUNDARIO: Analizar cuál es la decisión financiera que es más afectada por el factor conductual. La del tipo de inversión, el financiamiento o la administración de riesgo.</p>	<p>SEGUNDA HIPÓTESIS SECUNDARIA: El mayor impacto del factor conductual se muestra en las decisiones financieras del tipo de inversión y/o financiamiento ó administración de riesgos.</p>

4. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

Para lograr dar respuesta a las preguntas de investigación, así como para la comprobación de la hipótesis, se pretende utilizar el método inductivo, que partirá de lo particular a lo general. Se pretende realizar una serie de entrevistas y/o encuestas a inversionistas con un perfil moderado y agresivo (se descarta el conservador por su aversión al riesgo), con el fin de medir su reacción a ciertas emociones y su impacto en el mercado bursátil. El proceso será en primera instancia definir la muestra, diseño del cuestionario, aplicación y recolección de información, tabulación y por último el análisis de datos. Con respecto a los instrumentos de análisis se utilizarán encuestas, entrevistas y revisión de datos estadísticos. Los métodos de estudio que se pretende utilizar son los siguientes:

Documental:

- Exploratorio: por la naturaleza del tema hay muy poca investigación al respecto, en especial para el caso de México. Por ello se examinará el tema buscando incrementar la información al respecto.
- Analítico: mediante dicho método se analizarán datos estadísticos de diferentes fuentes para medir la rentabilidad de los mercados bursátiles.
- La investigación es de tipo longitudinal de tendencia, ya que se analizarán datos estadísticos correspondientes a varios momentos en el tiempo, el periodo se definirá en medida que avance la investigación.

De campo:

- Correlacional: se busca medir el grado de relación entre las finanzas conductuales, con variables cualitativas, y el impacto en las decisiones de los inversionistas mexicanos.
- Descriptivo: se estudiará y analizará la información que tiene el optimismo, la negatividad y el sesgo en las reacciones de los inversionistas.
- Explicativo: se busca exponer las causas de las decisiones de los inversionistas, y responder qué impacto tienen en el mercado bursátil.
- Encuestas y entrevistas: se realizarán a inversionistas, con un perfil moderado y agresivo, para saber cuánto afecta el factor cognitivo en la toma de decisiones financieras.
- Sintético: con base en los datos obtenidos se propondrá el uso de un modelo para explicar el comportamiento de los mercados financieros, considerando el factor cognitivo en los inversionistas.

5. JUSTIFICACIÓN

La importancia de esta investigación reside en la poca información que hay al respecto en nuestro país, ya que no hay muchos estudios que hablen del enfoque alternativo de estudiar las finanzas desde el punto de vista conductual y el impacto que podría tener en el mercado bursátil.

Por ello, se pretende probar si es un enfoque válido para el estudio de las finanzas en nuestro país, partiendo del hecho de que los supuestos de los mercados eficientes y los inversionistas racionales no se cumplen.

6. MARCO TEÓRICO

La escuela clásica u ortodoxa cuyo principal expositor es Adam Smith (creador del concepto de la mano invisible), considerada la teoría predominante, se basa en los grandes agregados y tiene como objetivo el crecimiento económico. Defiende y cree en la libre asignación de recursos que llevará a una situación de pleno empleo. Sus elementos principales consisten los mercados autorregulados y la creencia en la limitada intervención del gobierno en la economía.

Por otra parte, el pensamiento heterodoxo en la economía se refiere a “toda contribución en busca del bienestar social que se opone al planteamiento teórico dominante” (Escalante, 2009: 1). Rechaza la base de la teoría clásica al afirmar que los mercados no se autorregulan y que debe existir una intervención del Estado en la economía que garantice el crecimiento económico y la distribución del ingreso. Entre sus principales exponentes esta Keynes cuyas ideas nacieron en los años treinta y que se convirtió en un frente en contra de la teoría neoclásica.

Dentro del marco referencial utilizado, ya que es un tema nuevo con poca información, se revisarán textos como los siguientes:

“Behavioral finance argues that some financial phenomena can plausibly be understood using models in which some agents are not fully rational. The field has two building blocks: limits to arbitrage, which argues that it can be difficult for rational traders to undo the dislocations caused by less rational traders; and psychology, which catalogues the kinds of deviations from full rationality we might expect to see. We discuss these two topics, and then present a number of behavioral finance applications: to the aggregate stock market, to the cross-section of average returns, to individual trading behavior, and to corporate finance. We close by assessing progress in the field and speculating about its future course”. (Barberis, 2002:1).

“Behavioral finance has the potential to be a valuable supplement to classical and neoclassical financial theory, which currently dominates financial analysis. It

considers psychological factors as important input to financial analysis and decisions and is gaining increasing momentum in academic research and practical application in the U.S. and Europe. Behavioral finance explains many reactions on financial markets that appear to be contrary to conventional theory and can thus make an important contribution to avoidance of serious mistakes and to finding investment strategies. It also can make a contribution to improved asset performance--but it can hardly pick single winners on the market, despite some interesting approaches” (Fromlet, 2001:1).

CAPÍTULO I. FINANZAS CONDUCTUALES

1.1 Introducción

En el capítulo 1 se habló de la hipótesis que predomina en los mercados financieros, los Mercados Eficientes, que parte de que los inversionistas son racionales y todas sus decisiones son tomadas con toda la información disponible en el momento (pasada, presente y futura). También se abordó los temas de expectativas racionales y adaptativas. El riesgo y rendimiento de los mercados que parte que no se puede batir al mercado, es decir, que no se puede tener un rendimiento mayor al riesgo que se está asumiendo y, por lo tanto, porqué es tan difícil “batir al mercado”. Es un capítulo teórico en el que se explicará la hipótesis que más critican las finanzas conductuales.

De una forma general se puede decir que “Las finanzas es el estudio de cómo las organizaciones se allegan, asignan y utilizan recursos monetarios en un cierto plazo, considerando los riesgos exigidos en sus proyectos” (Saavedra y Saavedra, 2012: 45). Las finanzas conductuales surgen como una alternativa a las teorías existentes de toma de decisiones de los inversionistas financieros, ya que actualmente existen muchas teorías en áreas de finanzas y economía, pero todas parten de agentes racionales. Para esta nueva disciplina se intenta explicar el comportamiento de los agentes y su toma de decisiones bajo situaciones de incertidumbre y riesgo.

A lo largo de la historia, la teoría financiera ha cambiado de acuerdo a las necesidades existentes en el momento. Por ello es importante precisar en qué momento y respondiendo a qué necesidad nacen las finanzas conductuales y cuál es su aporte a las teorías existentes, y por qué es diferente a las anteriores.

Kahneman y Tversky son considerados los precursores del tema de las finanzas conductuales con su artículo llamado “Prospect Theory: An analysis of Decision Under Risk”, publicado en 1979, en donde desarrollaron la Teoría Prospectiva que habla de cómo las personas toman decisiones entre alternativas con riesgo.

1.2 Historia de la Teoría Financiera

De acuerdo a Saavedra ML, y Saavedra MJ, (2012), la historia de la teoría financiera se puede dividir de la siguiente forma:

- Enfoque tradicional
- Enfoque moderno
- Enfoque contractual

El enfoque tradicional “supone que la demanda de fondos, decisiones de inversión y gastos se toman en alguna parte de la organización y le adscribe a la política financiera la mera tarea de determinar la mejor forma posible de obtener los fondos requeridos, de la combinación de las fuentes existentes” (Flórez, 2008: 150). Abarca desde 1920-1950. Los autores principales son, entre otros, Irving Fisher (1930) y John Maynard Keynes (1930 y 1936).

El enfoque moderno ahora tiene componentes estadísticos y matemáticos, que fueron estimulados por el rápido desarrollo económico y tecnológico, “se va cimentando la moderna teoría financiera a partir de dos ramas bien diferenciadas como son las finanzas de mercado y las finanzas corporativas” (Flórez, 2008: 152). La parte macro que le pertenece a la economía y la micro que es de las escuelas de negocios. Su auge fue entre 1950-1973. Entre sus autores se encuentran Modigliani, Merton, Markowitz, Tobin entre otros.

El enfoque contractual se basa en que “la empresa es una mera ficción legal que sirve como nexo de relaciones contractuales entre los distintos agentes económicos, caracterizándose por la existencia de derechos residuales divisibles sobre los activos y los flujos de caja generados por la empresa” (Fernández y Fernández, 2007: 5). En dicho enfoque la existencia de información asimétrica se hace presente con trabajos como los de J. C. Jensen y W. H. Meckling. Empieza en 1973 y continúa a la fecha. Entre sus autores se encuentran Ross, Scholes, Stiglitz, Fama etc. Las finanzas conductuales son parte del enfoque contractual.

1.3 Finanzas Conductuales

Las finanzas conductuales, conductistas o del comportamiento (también conocidas como *financial behavior*) son un nuevo enfoque que parte de la premisa de que los inversionistas no son racionales y que los mercados no son eficientes. Es el estudio de la influencia de la psicología con la sociología y las finanzas en el comportamiento de los agentes económicos individuales, así como el efecto que tiene en los mercados financieros y el precio de las acciones. Nacen como una posible respuesta a las dificultades en las finanzas tradicionales y que buscan

entender el comportamiento de los agentes en una forma alternativa y que podría dar respuesta a porqué los mercados no son eficientes. Diversos autores han hablado al respecto, como el premio Nobel de Economía 2002 Kahneman y Tversky (1979)¹ y más recientemente el autor Ariely (2008).

Aunque se considera una nueva corriente, los autores clásicos dentro de la economía ya habían hablado acerca del papel psicológico en las decisiones de los agentes. Por ejemplo, Adam Smith (1759), uno de los mayores exponentes de la teoría clásica u ortodoxa económica, explicó la relación entre la psicología y la conducta individual (la base de dicha teoría) en el libro “Teoría de los Sentimientos Morales”, en donde menciona cómo los principios psicológicos afectan al individuo y sus intereses. A partir de ello, la relación entre la conducta humana y la economía se separó con la idea de darle el carácter de ciencia exacta, pero el factor conductual ha seguido en los estudios de importantes economistas como Edgeworth (1881), Pareto (1916) e Fisher (1930).

En los años treinta Keynes, economista británico y considerado uno de los economistas más importantes, así como uno de los principales exponentes de la teoría heterodoxa, presentó lo que ahora es uno de los primeros acercamientos a la economía conductual, en su libro “Teoría general del empleo, el interés y del dinero” (1936). En dicho libro introdujo el concepto de los *animal spirits* o el instinto animal, en el que menciona que los agentes tienden a tomar decisiones irracionales y que son las causas de las fluctuaciones en la economía. Keynes pesaba que era la psicología lo que llevaba a los auges y caídas de la economía. “Keynes (1936) destacó el papel de la psicología en la economía mucho antes de que se formaran la economía y finanzas conductuales. Sostuvo que el sentimiento, lo que refleja el optimismo realista o pesimismo, conduce a auges y caídas. Señaló que los precios de valores a menudo difieren de sus valores intrínsecos, y exploró las implicaciones de tal divergencia para el empleo, el ingreso y el dinero. El marco de Keynes es tan relevante para nuestra crisis financiera y la Gran Recesión como para la Gran Depresión, de acuerdo a sus estudios” (Shefrin; Statman, 2011:3)

Kahneman y Tversky empezaron a investigar la toma de decisiones de los humanos en 1960, encontrando que se cometían errores cognitivos sistemáticos. En 1979 su investigación tuvo éxito, descubrieron que las decisiones humanas se comportan como desviaciones sistemáticas, a diferencia de las reglas normativas, que se aplica a la teoría del rendimiento esperado. Para los autores (Kahneman y Tversky, 1979) la teoría dominante, en el tiempo de su publicación, era la Teoría de la utilidad o rendimiento

¹ Ellos desarrollan la teoría de las perspectivas basada en la toma de decisiones tomando en cuenta el riesgo.

esperado, y dominaba el análisis de la toma de decisiones bajo riesgo. Su investigación plantea casos en que existen problemas de elección en que las preferencias violan sistemáticamente los axiomas de la teoría de utilidad, por ello proponen un modelo descriptivo alternativo de elecciones bajo riesgo. En su investigación encontraron que los agentes no siempre actualizan sus conocimientos, ya que hacen elecciones no congruentes en relación al concepto de la Utilidad Esperada Subjetiva.

La Teoría Prospectiva (Khaneman y Tversky, 1979) pasa por dos fases en el proceso de elección. La primera es la fase de edición y la segunda es la fase de evaluación. La primera se refiere a un análisis preliminar de los prospectos ofrecidos, que llevará a una representación más simple de los prospectos. Mientras que la segunda, es cuando los prospectos son evaluados, y el que tenga mayor valor es el elegido. Para los autores hay dos inferencias "...la teoría de la probabilidad por una parte y la heurística más los sesgos o prejuicios por otra. La teoría de la probabilidad o prospectiva a la cual contribuyó el economista Richard Thaler, describe cómo los agentes toman decisiones bajo riesgo y provee el mayor impulso a la investigación experimental en selección de portafolios. La heurística y sesgos por su parte, describen entre otras cosas, el cómo los agentes acceden al riesgo y provee además el sustento psicológico que está detrás de la determinación del precio de los activos según la teoría de la media y varianza."(Valenzuela, 2013:8).

De acuerdo a Heukelom (2009) los economistas experimentales afirman que las desviaciones enfatizan la importancia de que son los mercados los que llevaran al equilibrio nuevamente. Mientras que los economistas financieros, como Richard Thaler, lo ven como una prueba de la existencia de la irracionalidad en los mercados financieros. Y vieron a la teoría Prospectiva (PT) como la única solución al respecto, además de que funciona mejor bajo momentos de incertidumbre, ya que refleja de mejor forma el comportamiento de los agentes. Fue el uso de esta teoría en la economía financiera lo que llevo al nuevo campo de finanzas conductuales.

"Los supuestos de mercados eficientes y agentes racionales que toman decisiones financieras, se pone en duda a la luz de evidencia sistemática en contrario, por lo tanto, no sería una anomalía pasajera que es prontamente corregida por los actores. La hibridación de la psicología y la economía han dado surgimiento a las Finanzas Conductuales, combinando campos y métodos para hacer innovaciones. El exceso de confianza con que actúan en ocasiones los agentes, es un área interesante de abordar, en especial porque constituiría una función de aprendizaje que depende de otros factores, como la ilusión de control o la ilusión de conocimiento" (Valenzuela, 2013:2).

La teoría prospectiva no descarta completamente a la teoría de decisiones racionales². La teoría propuesta por ellos pretende, a diferencia de la dominante, sólo ser explicativa y no normativa. Entre las características principales esta que los agentes no evalúan los resultados finales, si no que los evalúan con respecto a un punto de referencia, que está dado por la situación en la que se encuentre la persona. “Una ganancia es estrictamente preferida al punto de referencia y una pérdida se prefiere menos que el punto de referencia”. (Romano, 2012: 426). Una de las principales críticas a la TDR es que “...no explica todo lo que se espera que explique. No cabe duda de que la economía requiere de modelos de decisión empíricamente más satisfactorios que el de la TDR, y que un camino prometedor es la PT.” (Romano, 2012: 434).

La psicología del comportamiento en las finanzas toma en cuenta tres conceptos básicos que son el sesgo, la heurística y la estructuración. Dichos conceptos tratan de entender y de dar una explicación a cómo los factores cognitivos afectan las decisiones financieras, y como los impulsos irracionales llevan al error.

“Los partidarios de las finanzas conductuales sostienen que las burbujas se forman cuando los sesgos conductuales hacen que los inversionistas presionen los precios a niveles insostenibles. A la larga, la burbuja estalla y los precios caen drásticamente (y a menudo de manera repentina; considere el mercado de la vivienda durante el periodo 2006-2008). En la medida que se forman las burbujas, algunos interpretan el hecho como prueba contra la eficiencia del mercado” (Graham, 2011:7-8).

Para las ciencias cognitivas y su relación con las finanzas, hay dos puntos importantes, la primera es cómo se procesa la información y se forman creencias y la segunda es cómo se estructuran las preferencias. Un ejemplo es el exceso de confianza que provoca que los agentes consideren que saben más de lo que en realidad saben, por lo que tienen exceso de optimismo que afecta sus decisiones.

Las nuevas teorías proponen cambiar la función de utilidad por una función de valor. Lo importante de esta función es que se considera asimétrica, por lo que tiene más peso las pérdidas que las ganancias.

La investigación en esta nueva área debe concentrarse en los efectos de las emociones, el optimismo y la negatividad, y su influencia durante la toma de

² La teoría de decisión racional (TDR) le da mucha importancia a las consideraciones normativas para la toma de decisiones, así como su racionalidad.

decisiones financieras, en especial en la parte de toma de riesgos. Esto, ya que las percepciones crean anomalías en los mercados financieros.

Para Valenzuela (2013), lo complicado del estudio del tema es que se debe oscilar entre diferentes campos que son la economía y las finanzas, y sus diferencias en hacer ciencia, por lo que se obtiene una hibridación de las ciencias. Considera que uno de los paradigmas principales de las finanzas, el cual nace de las finanzas, dice cómo debe actuar el agente racional, e implica que:

- “La nueva información recibida actualiza en forma correcta los conocimientos de los agentes de acuerdo al teorema de Bayes.
- Dadas sus creencias los agentes hacen elecciones que son normalmente aceptables en el sentido del concepto de Subjective Expected Utility.” (Valenzuela, 2013:7).

1.4 Conclusión

La historia del estudio de las Finanzas Conductuales no es nueva. Se pueden encontrar indicios de la relación entre la psicología y la conducta individual y su repercusión en las finanzas desde Adam Smith (1759). Incluso Keynes en la “Teoría general del empleo, el interés y del dinero” (1936) introduce el concepto de animal spirits, en el cual ya se habla de decisiones irracionales que causan fluctuaciones en la economía. Por lo que es una teoría que ha estado presente durante muchos años en el entendimiento de la economía.

Como conclusión, se puede decir que las Finanzas Conductuales es un enfoque que parte de la premisa que los inversionistas no son racionales, y por lo tanto, los mercados no son eficientes. Plantea que los agentes están influenciados por el factor emocional, lo que repercute directamente en la toma de decisiones.

Las Finanzas Conductuales ofrecen una alternativa a las teorías dominantes sobre el comportamiento de los agentes económicos, ya que plantean que éstos no son racionales y esto repercute directamente en la eficiencia de los mercados financieros. Situación que se acentúa durante momentos de incertidumbre y riesgo.

CAPÍTULO II. MERCADOS EFICIENTES

2.1 Introducción

En el capítulo 2 se aborda la teoría dominante de los Mercados Eficientes, así como sus principales fundamentos y las críticas existentes. Fue presentada en 1970 por Eugene Fama y es la teoría más cuestionada por las finanzas conductuales.

Es importante comenzar mencionando que dentro de la teoría financiera existen cuatro teorías dominantes, entre ellas la de Mercados Eficientes:

Imagen 2.1. Teorías Financieras



Fuente: Elaboración propia de acuerdo a Saavedra (2012). Evolución y aportes de la teoría financiera y un panorama de su investigación en México: 2003-2007

La teoría dominante de los Mercados Eficientes se caracteriza porque plantea que los inversionistas son racionales, lo que implica que maximizarán su beneficio y minimizarán su riesgo. La siguiente es que no se puede obtener más rendimiento al nivel de riesgo que se está asumiendo, comúnmente conocido como “no poderle ganar al mercado. Y, por último, que todos los inversionistas tienen la misma información a su alcance, es decir, los precios se ajustan rápidamente a la nueva información y es gratuita. “Hay dos principales definiciones de los mercados eficientes, una ambiciosa y la otra modesta. La definición ambiciosa es mejor nombrada mercados racionales. Los mercados racionales son mercados en donde “el precio siempre es correcto”. Específicamente, esos son mercados en donde los precios de los activos siempre equivalen a su valor intrínseco. La definición modesta de mercados eficientes es como mercados invencibles. Mercados invencibles son mercados en donde el inversionista es incapaz de generar un exceso de rentabilidad consistente” (Shefrin; Statman, 2011:8).

En otras palabras "...se dice que un mercado de valores es eficiente cuando la competencia entre los distintos participantes que intervienen en el mismo, guiados por el principio del máximo beneficio, conduce a una situación de equilibrio en la que el precio de mercado de cualquier título constituye una buena estimación de su precio teórico o intrínseco (valor actual de todos los flujos de caja esperados)." (Aragónés y Mascareñas, 1994:2-3). Es decir que mientras el precio del título financiero esté más lejos de su valor teórico³ se dice que está sobrevalorada o subvaluada, según sea el caso. De estas diferencias entre ambos precios se aprovechan los inversionistas que buscan oportunidades de arbitraje.

Los precios de los activos en esta teoría tienen un comportamiento aleatorio, lo que significa que las variaciones de los precios son impredecibles y la razón es que los participantes de este mercado son racionales y que es un mercado competitivo, ya que si pudiesen ser predichos significaría que tienen información privilegiada. Si la información se pudiera predecir, sería parte de la información presente.

Los autores Aragónés y Mascareñas (1994), resumen los dos puntos principales de Fama (1956) en dos puntos:

"1º. Los precios actuales cambiarán rápidamente para ajustarse al nuevo valor intrínseco derivado de la nueva información.

2º. El tiempo que transcurre entre dos ajustes sucesivos de precios (o entre dos informaciones sucesivas) de un mismo título es una variable aleatoria independiente." (Aragónés y Mascareñas, 1994:4).

Las finanzas conductuales nacen como una crítica a dicha teoría, que se basa en la racionalidad de los agentes, por lo que las finanzas conductuales plantean que no son completamente racionales y que pueden estar sesgados por factores psicológicos.

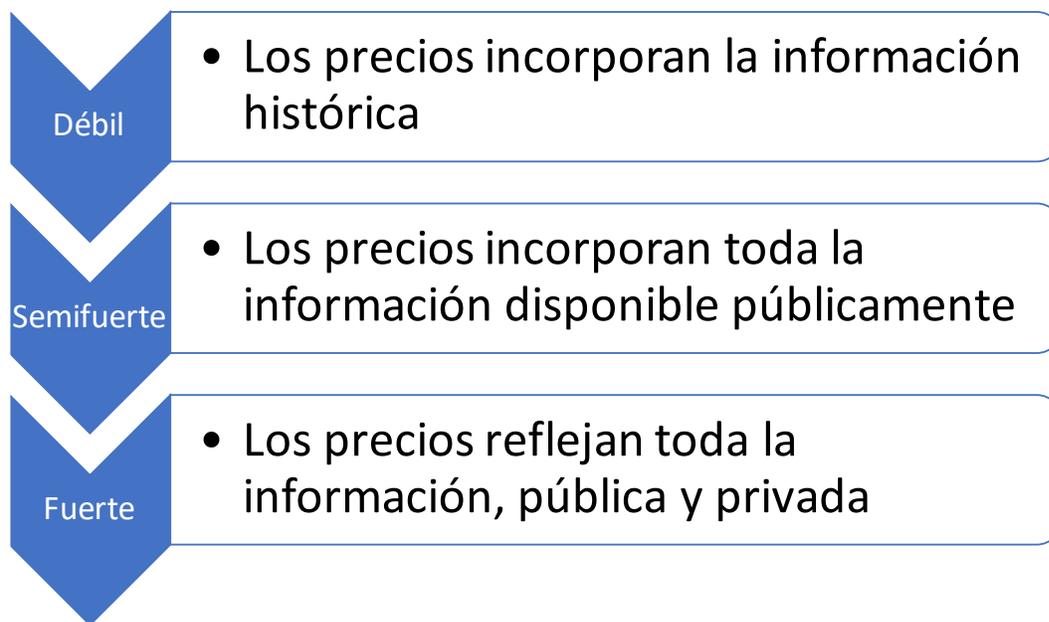
³ La estimación de ese valor es compleja debido a las expectativas sobre dividendos y flujos futuros, y la situación macro y microeconómica.

2.2 Eficiencia en la Información Financiera

La principal afirmación sobre la eficiencia en los mercados financieros plantea que los precios de los activos financieros reflejan toda la información disponible.

Para la hipótesis de los Mercados Eficientes (EMH) existen tres tipos de eficiencia:

Imagen 2.2. Nivel de Eficiencia en los Mercados Financieros



Fuente: Elaboración propia de acuerdo Graham, John (2011). Finanzas corporativas. El vínculo entre la teoría y lo que las empresas hacen

La forma débil se refiere a que sólo está disponible la información pasada, es decir, se utilizan técnicas como el análisis técnico para generar una idea del comportamiento que tendrán los precios. Al todos contar con la misma información no se pueden tener ganancias más altas que el resto de los inversionistas, y si esto se da será por azar.

La forma semifuerte se refiere a que los precios reflejan toda la información pasada y presente (pública como estados de resultados, balances generales, informes anuales etc.). En esta hipótesis los inversionistas utilizan la técnica de análisis fundamental para saber el comportamiento que tendrán los precios y poder obtener un rendimiento por encima del promedio, pero es imposible ya que en un mercado eficiente los precios ya reflejan toda esta información.

La forma fuerte parte de que los precios reflejan toda la información existente, presente, pasada y futura. Esta es la hipótesis más extrema, ya que es muy difícil que se cumpla.

Para la teoría de los Mercados Eficientes los precios reflejan completamente y casi instantáneamente toda la información disponible, es decir un anuncio repentino debería provocar movimientos en los precios que en promedio sean cercanos a cero. El supuesto llamado “fair game” o juego justo se basa en que el promedio de las ganancias y pérdidas es cero.

Los argumentos de los conductistas en contra de esta teoría se centran en tres puntos. El primero es que los mercados son demasiado volátiles para que los precios se basen en valuaciones racionales. El segundo es que las personas toman decisiones basándose en la información financiera, lo que muchas veces puede estar sesgado por sus emociones (de optimismo o negatividad) y ello se refleja en el mercado financiero. El tercero es que los inversionistas pueden exagerar o minimizar la información financiera que reciben, reflejándose en sus decisiones de inversión.

Esta teoría afirma por lo tanto que no pueden existir burbujas financieras, ya que implicaría que no pueden existir diferenciales entre el precio del activo y su valor intrínseco. Pero es importante precisar que sí puede existir incertidumbre debido a movimientos inesperados en los mercados (presentados de forma aleatoria) que mueven la desviación estándar, esto dura hasta que los precios reflejan la nueva información disponible.

2.3 Expectativas racionales y adaptativas

Las expectativas son las previsiones que tienen los agentes económicos con respecto a qué sucederá en el futuro con las variables económicas y respecto a ello toman decisiones para anticiparse a dichos cambios.

La teoría clásica se basa en el supuesto de que todos los agentes son racionales, y que toman decisiones respecto a sus expectativas, llamadas expectativas racionales y que se caracterizan por:

- Consciencia de las implicaciones a largo plazo de sus decisiones
- Toda la información está reflejada en el precio
- Los inversionistas son racionales todo el tiempo
- Tienen misma información, inteligencia, modelos económicos y objetivos

Las expectativas adaptativas, de acuerdo a Mayaca (2007) suponen que el precio esperado actual es igual a los promedios de los precios pasados. Su principal crítica es que no puede ir de la mano con uno de los máximos supuestos de la teoría microeconómica que es que los agentes son maximizadores de utilidad, porque esto daría la oportunidad de arbitrar. Ya que si a un agente le ofrecen hoy lo que espera recibir en un futuro lo tomaría, y en ese futuro vendería el activo al precio esperado. Eso haría que el agente obtenga un rendimiento por encima de la tasa libre de riesgo y cobrando los dividendos. “Expectativas adaptativas supone que los agentes, para formular un pronóstico sobre una variable endógena, lo hacen en base a los valores realizados de la variable que intentan predecir en el pasado. Expectativas racionales asume que las expectativas de los agentes coinciden con la predicción de la teoría (dada por la esperanza matemática condicionada al conjunto de información disponible).” (Macaya, 2007: 1).

Las expectativas racionales consideran que el precio de los activos de hoy está definido por su precio futuro (tomando en cuenta dividendos y tasas de interés) y surgen por primera vez con Muth (1961).

Las expectativas racionales, cuyo principio básico es que todos los agentes cuentan con la misma información (pasada, presente y futura), rompe con la principal crítica que se hace a la teoría de los mercados eficientes, que habla de la ineficiencia de los mercados debido a la información privilegiada.

2.4 Relación riesgo y rendimiento

El riesgo financiero se divide en dos, el sistemático y el no sistemático. El riesgo no sistemático es el relacionado a la empresa, situaciones que sólo podrían afectarla a ella si ocurrieran, como un cambio de director o que presente pérdidas operativas. Este tipo de riesgo es el que se mitiga mediante la diversificación, por lo que los inversionistas hacen portafolios de inversión en el que pueden disminuir este riesgo a niveles no significativos.

El riesgo sistemático es lo referente al sistema, eventos que podrían afectar a todas las emisoras por igual, como inflación, una caída en el PIB o cambio de gobierno. Este tipo de riesgo no se puede eliminar, pero los inversionistas pueden cubrirse para posibles eventos de este tipo. En este caso se utilizan las coberturas naturales, como el tener una cuenta en dólares en el extranjero (lo que eliminaría el riesgo del tipo de cambio), o cubrirse mediante derivados (únicamente con fines de cobertura y no de especulación).

En ambos casos si se quiere tener más rendimiento, bajo la teoría de mercados eficientes, se debe asumir más riesgo.

De acuerdo al “Teorema central del límite” en donde se plantea que el volumen de transacciones es grande, las variables son aleatorias y distribuidas con varianza infinita, las pérdidas y ganancias que se generen en el mercado tenderán a una distribución normal, ya que de cierta forma se compensan. Partiendo de que se asume que los rendimientos se comportan de forma normal, los inversionistas buscan optimizar su rentabilidad, lo cual obtienen minimizando el riesgo y maximizando la rentabilidad, es decir, obtener el mejor rendimiento posible a un nivel de riesgo dado. Un ejemplo de modelo que parte de la normalidad, es el CAPM.

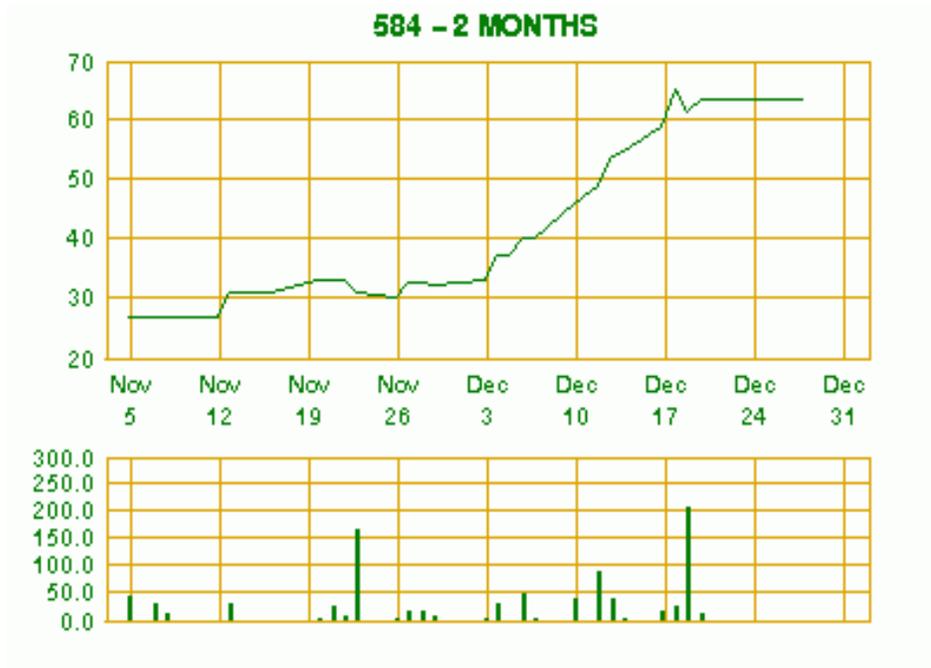
Aunque para muchos investigadores las distribuciones sí se comportan de manera normal, se ha encontrado que tiene forma leptocúrtica, lo cual significa que hay una mayor probabilidad de que ocurran eventos extremos, a diferencia de una normal.

2.5 Casos de ineficiencia en los mercados financieros en México

El caso de la compra de Jugos del Valle por parte de Coca-Cola y Coca-Cola Femsa, se considera uno de los últimos casos de información privilegiada en México. El 19 de diciembre del 2006 Coca-Cola Femsa anunció la posible compra de Jugos del Valle S.A. de C.V., pero lo que llamo la atención fue el comportamiento de la acción días antes de que se anunciara la compra. Ya que la acción comenzó a comportarse de forma extraña desde el 14 de noviembre.

“Ciudad de México, México (Diciembre 19, 2006), Coca-Cola FEMSA, S.A.B. de C.V.B. (BMV: KOFL, NYSE: KOF) (“Coca-Cola FEMSA”) y The Coca-Cola Company (NYSE: KO) anunciaron el día de hoy un acuerdo con el grupo de control de Jugos del Valle, S.A.B. de C.V. (BMV: VALLEB) (“Jugos del Valle”) para realizar una oferta accionaria hasta por el 100% de acciones en circulación de la empresa Jugos del Valle por un monto aproximado de US\$380 millones en efectivo. El precio asume un valor agregado total de US\$470 millones incluyendo aproximadamente US\$90 millones en deuda neta. El precio final a pagar considerará el nivel actual de deuda, capital de trabajo neto y otros pasivos a la fecha de inicio de la oferta de compra. La transacción será efectuada una vez que se reciba la aprobación por parte de los organismos regulatorios” (FEMSA, 2006). En el gráfico 2.1 se puede observar el movimiento en el precio de la acción durante noviembre y diciembre.

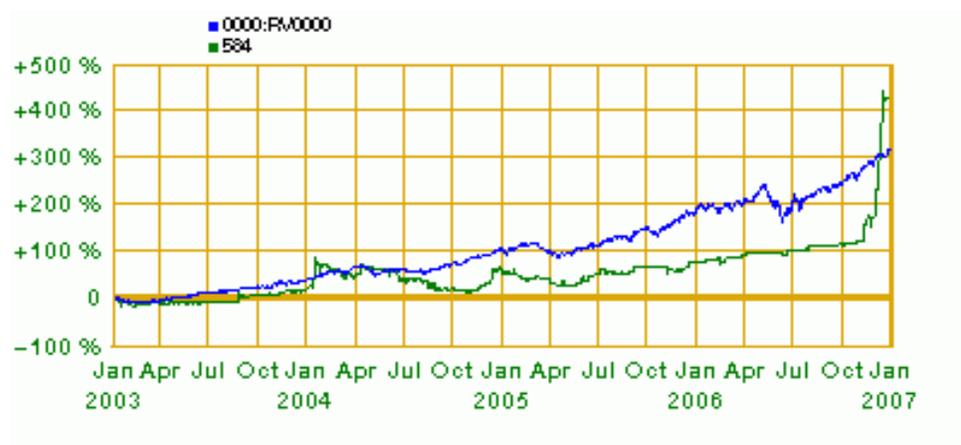
Gráfico 2.1. Comparativo del precio de la acción de Jugos del Valle antes y después del anuncio de compra



Fuente: Tomado de Gerardo Esquivel (2007). Jugos del Valle ¿Información Privilegiada? Disponible en: <http://gerardoesquivel.blogspot.com/2007/01/jugos-del-valle-informacin-privilegiada.html>

De acuerdo a la información de Jugos de valle el precio de la acción se ha comportado del 2004-2007 como muestra el gráfico 2.2, es decir sin muchos cambios. Gerardo Esquivel utiliza el IPC (línea azul) como comparación para enfatizar lo poco que se movió el precio de Jugos del Valle en los últimos 3 años previos a la compra. No se pudo obtener la información histórica diaria, pero se realizó con la información trimestral, en dónde puede apreciarse el despegue del precio de la acción a partir del tercer trimestre del 2006. En el gráfico 2.1 se nota mejor el efecto de la información privilegiada, ya que desde la mitad de noviembre la acción empezó a subir, siendo que el anuncio de la compra por parte de Coca Cola Femsa fue hasta el 19 de diciembre del mismo año.

Gráfico 2.2 Precio de la Acción de Jugos del Valle



Fuente: Tomado de Gerardo Esquivel (2007). Jugos del Valle ¿Información Privilegiada? Disponible en: <http://gerardoesquivel.blogspot.com/2007/01/jugos-del-valle-informacin-privilegiada.html>

2.6 Batir al Mercado

La hipótesis de los Mercados eficientes plantea bajo la eficiencia fuerte (los precios reflejan toda la información, pública y privada), no es posible ganarle al mercado o batirlo. Esto significa que no es posible tener un rendimiento mayor al riesgo que se está asumiendo. De acuerdo a Eugene Fama (1956) “si los mercados son eficientes, los títulos están valorados para proporcionar un rendimiento acorde con su nivel de riesgo”. (Aragonés y Mascareñas, 1994:4).

De acuerdo a la teoría dominante los precios de los activos financieros siempre reflejan su valor justo, por lo que sería imposible comprar activos subvalorados o venderlos sobrevalorados, afirmando que herramientas como el análisis técnico no podrían dar resultados certeros. Para la EMH la única forma en la que se puede obtener un mayor rendimiento es asumiendo un mayor riesgo. Pero se han registrado casos en los que los inversionistas logran tener un mayor rendimiento sin asumir más riesgos.

De acuerdo a la hipótesis débil y semifuerte del mercado eficiente, sólo se podrá batir al mercado si se tiene información privilegiada sobre los activos financieros. Para la forma fuerte la única forma de batir es por azar.

“...los mercados se aproximan a la eficiencia cuando los participantes en los mismos creen que no son eficientes y compiten buscando esa ineficiencia que les hará ganar

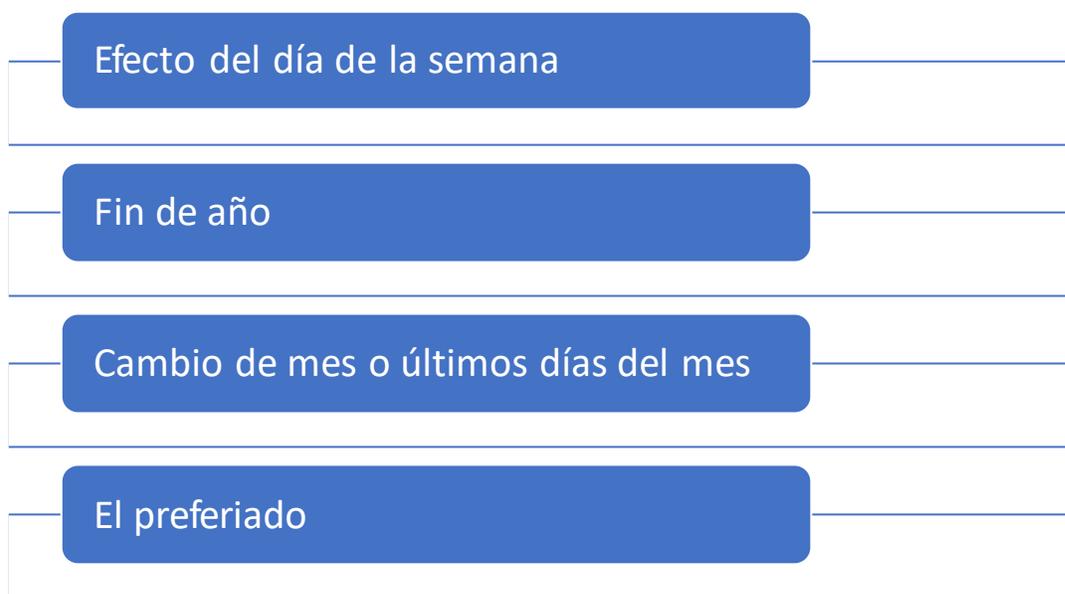
una mayor rentabilidad que el promedio de los inversores.” (Aragonés y Mascareñas, 1994:6). Es decir, si los inversionistas pensaran que los mercados son eficientes, no buscarían batir al mercado, por lo que se volvería más ineficiente.

2.7 Efecto de calendario en los mercados bursátiles

El efecto que tiene el calendario en los mercados bursátiles ha sido un tema de estudio que empezó en la década de los ochenta, que busca darle una explicación a las anomalías que se presentan en ciertos días del mes en las bolsas de valores en el mundo. Estos casos muestran que los mercados no siempre son eficientes y que la rentabilidad y la volatilidad pueden variar por el día del mes en el que se encuentre.

Las anomalías de estudio más importantes están representadas en la imagen 2.3:

Imagen 2.3 Efectos de calendarios en los Mercados Financieros



Fuente: Elaboración propia de acuerdo a Kristjanpoller, Werner y Arenas, Teresita (2015).
El efecto fin de mes en los principales mercados accionarios latinoamericanos

El efecto fin de semana en los mercados financieros es la tendencia de que las acciones registren mayores rendimientos los viernes en comparación con los lunes, lo cual es extraño debido a que los agentes esperarían mayores rendimientos los lunes (por el sábado y el domingo). El mismo efecto puede darse en días festivos.

El efecto de los últimos días del mes plantea que estos son más rentables en algunos mercados que el resto del mes. De acuerdo a Kristjanpoller y Arenas (2015), existen tres hipótesis que pueden explicar este efecto, las primeras dos tienen que ver con el flujo de efectivo y la tercera con la información. La primera hipótesis acerca de la causa, es conocida como *month-end cash flow hypothesis*, que parte de que los agentes cuentan con más dinero al final y al principio del mes, lo que hace que compren más acciones y la demanda aumente, lo cual se refleja en un incremento en el precio de las mismas, es decir, se vuelven más rentables, lo cual debe ser corroborado con un aumento en el volumen de transacciones. La segunda causa es el portafolio *rebalancing hypothesis* que dice que los agentes invierten sus ganancias obtenidas por dividendos al final del mes y en los primeros días de este.

Por último, está la hipótesis de *Company announcement hypothesis* que plantea que las empresas anuncian sus buenas noticias al principio o al final del mes, mientras que las malas salen a la mitad de este. En el estudio realizado dichos autores concluyeron que para el caso de México el efecto del fin de mes sucede en los primeros 3 días y el día 9.

De acuerdo a los estudios realizados por Kristjanpoller (2012), encontró que el efecto posferiado (poco estudiado) en México es el mayor en comparación con Brasil y Perú, ya que el preferiado no fue significativo. Esto puede ser explicado por una mayor alegría o euforia en los mercados antes de un periodo vacacional o “puente”, de esta manera la gente está más dispuesta a tomar riesgos con este estado de ánimo.

El efecto de mayor número de operaciones en inicios o fin de mes también tiene que ver con las coberturas o provisiones financieras que realizan las empresas. Por ejemplo, para el mercado de derivados el número de coberturas de créditos que se cierran en estos días puede explicarse por el *month-end cash flow hypothesis*, que al buscar cubrir esos flujos provoca un mayor número de cierres que a su vez pueden traer más errores al aumentar el volumen.

2.8 Conclusión

La teoría de los mercados eficientes parte de un concepto básico que es que los agentes son series racionales que maximizan su beneficio y minimizan su riesgo. Partiendo del supuesto en que todos tienen la misma información (por lo que no existe la información privilegiada), y que los precios se ajustan rápidamente a la nueva información. Por lo que el precio de los activos siempre es correcto ya que considera toda la información existente.

Un punto también muy importante de la teoría clásica es que considera que todos los agentes tienen la misma información, inteligencia, modelos económicos y objetivos. Lo cual se sabe es imposible, ya que nos sólo entre distintas instituciones financieras eso cambia, también entre individuo e individuo. Y estas diferencias es, muchas veces, lo que permite que un agente o institución tenga mejores rendimientos que la otra.

Como conclusión, en el capítulo se mostraron pruebas de que los mercados no siempre se comportan de forma eficiente, como la repentina subida de precio en las acciones de Jugos del Valle, antes del anuncio de compra por Coca-Cola, que se consideró un caso de información privilegiada.

El efecto de los calendarios también es un ejemplo de no eficiencia. Ya que se ha encontrado que eventos como fin de mes, preferidos y fin de semana, tienen un efecto en la rentabilidad de los agentes. Para México, de acuerdo a lo estudiado, el efecto posferiado es mucho más fuerte que el preferiado (que tiene mayor relevancia en Brasil y Perú).

Incluso el concepto de “batir al mercado” se vuelve imposible bajo el supuesto de mercados eficientes, ya que los precios de los activos siempre reflejan su valor justo, por lo que no sería posible obtener mayor rendimiento sin asumir más riesgo.

También es importante hablar de los anuncios de política monetaria, que al generar siempre expectativas alcistas o bajistas, provocan que los inversionistas empiecen a tomar decisiones en base a previsiones, y una vez que la política es anunciada empiezan los movimientos para corregir las malas decisiones tomadas.

Capítulo III. MEDICIÓN DEL FACTOR CONDUCTUAL EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

3.1 Introducción

En el capítulo 3 se presenta que uno de los problemas más importantes con los que se ha topado la investigación de las Finanzas Conductuales es cómo medir el factor humano en las finanzas, cómo medir los sesgos emocionales, o incluso los momentos de euforia o pánico.

Actualmente existen modelos utilizados para la medición conductual como el modelo de Thaler, o nuevas formas de estudio como la búsqueda de tendencias en Google, a través de la herramienta de Google Trends

Por lo que durante el capítulo se abordan algunos de los métodos de medición más importantes, y se toman algunos ejemplos para el caso de los inversionistas mexicanos.

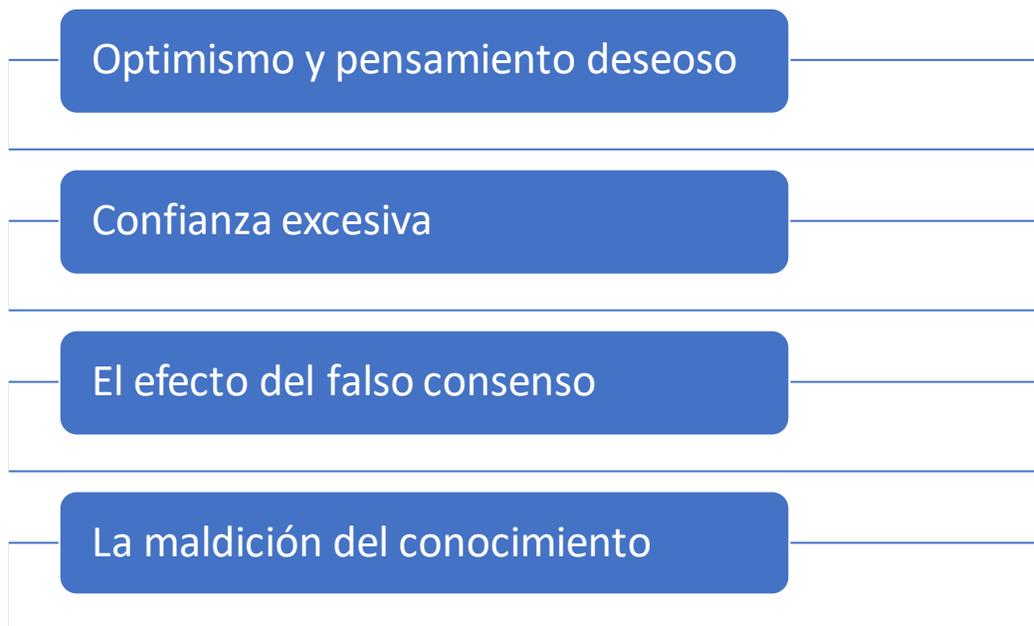
3.2. El modelo de Thaler

De acuerdo a Valenzuela (2013), el modelo del economista Richard Thaler se basa en las decisiones de los inversionistas bajo riesgo y cómo lo hacen, y hace investigación experimental en la selección de portafolios. Utiliza el sesgo y la heurística para describir la relación entre el riesgo y los agentes, y consideran el aspecto psicológico para determinar el precio de los activos de acuerdo a la teoría de la media y la varianza.

Barberis y Thaler "...argumentan que esta teoría funciona mejor en condiciones de incertidumbre porque explica mejor la conducta de los agentes. Las teorías se justifican sólo en la medida en que explican mejor los fenómenos y ese ha sido el método con que avanza la ciencia. La teoría de la probabilidad explicaría mejor cómo funcionan las preferencias y decisiones de los agentes, porque éstas no son constantes en el tiempo y más bien, cambian según las circunstancias o la forma en que estas son presentadas; concepto al que se ha denominado *framing*" (Valenzuela, 2013:9).

Para Thaler (2000) los sesgos que pueden influir en las predicciones sobre el futuro de la economía son:

Imagen 3.1 Posibles sesgos en predicciones sobre la economía



Fuente: Elaboración propia de acuerdo a Thaler, Richard (2000). Del Homo Economicus al Homo Sapiens.

3.3 El índice del comportamiento del rebaño (The Herd Behavior Index)

El índice del comportamiento del rebaño (HIX por sus siglas en inglés) fue creado por Jan Dhaene, Daniël Lindersy, Wim Schoutensz y David Vynckex y publicado en enero del 2012. Es una nueva medida para el grado de movimiento en conjunto que se presenta en los mercados financieros.

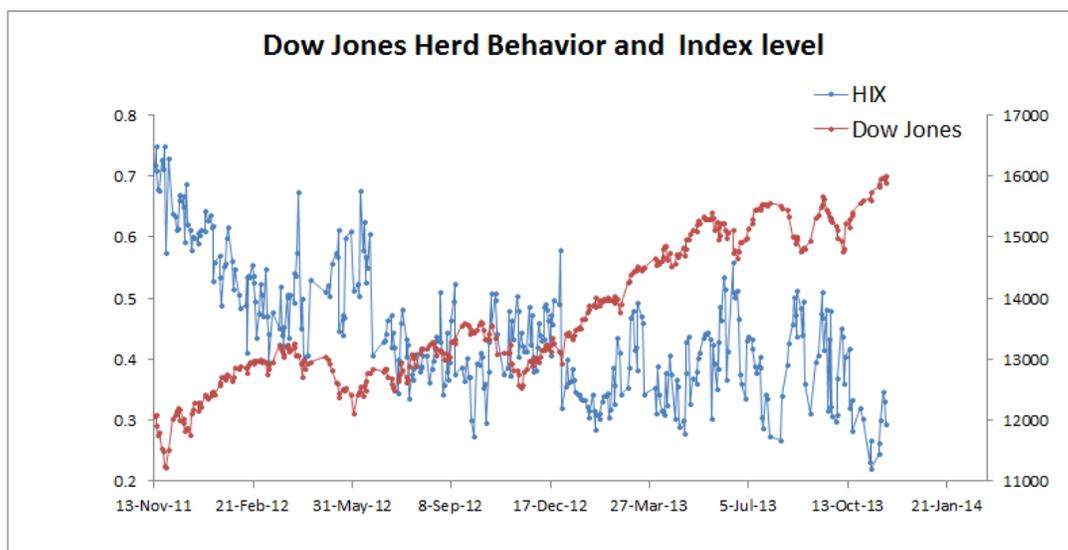
“El grado de movimiento en conjunto en un mercado de valores se puede determinar mediante la comparación de la situación del mercado observada con el extremo (teórico) situación en la cual todo el sistema es accionado por un solo factor. El HIX se define como la proporción de una estimación basada en opciones de la varianza neutral al riesgo del índice de mercado y una estimación basada en opciones de la variación correspondiente en el caso de la situación extrema del mercado con un único factor.” (Dhaene, Lindersy, Shoutensz y Vynckex, 2012: 1).

Se determina con un índice que contenga opciones vainilla, en el caso del estudio se utilizó el periodo noviembre 2011-enero 2014. Es decir, es calculado con los precios observados de las opciones del Dow Jones y sus componentes. Compara la volatilidad estimada del mercado del índice Dow Jones contra el Dow Jones.

En el gráfico 3.1 ambos indicadores pueden tomar valores entre 0 y 1. Un movimiento conjunto significa que los precios de las acciones se están moviendo en

manada (para arriba o para abajo). Cuando el gap es menor entre ambas curvas nos indica que el comportamiento de manada es creciente. Esto es debido a que, por ejemplo, una baja en el HIX nos dice que los precios de las acciones están bajando en conjunto y viceversa. Se observa que el gap disminuye a mediados de 2012 justo cuando comienza a hacerse más fuerte la crisis del euro, y empezó la intervención del Banco Central Europeo en el rescate de España y otros países. Lo cual también impactó a China al ser (la Unión Europea) uno de sus principales socios comerciales.

Gráfico 3.1 Comparativo del Índice Dow Jones con el Índice de Comportamiento de Rebaño (HIX)



Fuente: Tomado de Herd behavior Index . Disponible en: <http://www.herdbehaviorindex.com/>

3.4 El índice del miedo (Fear Index)

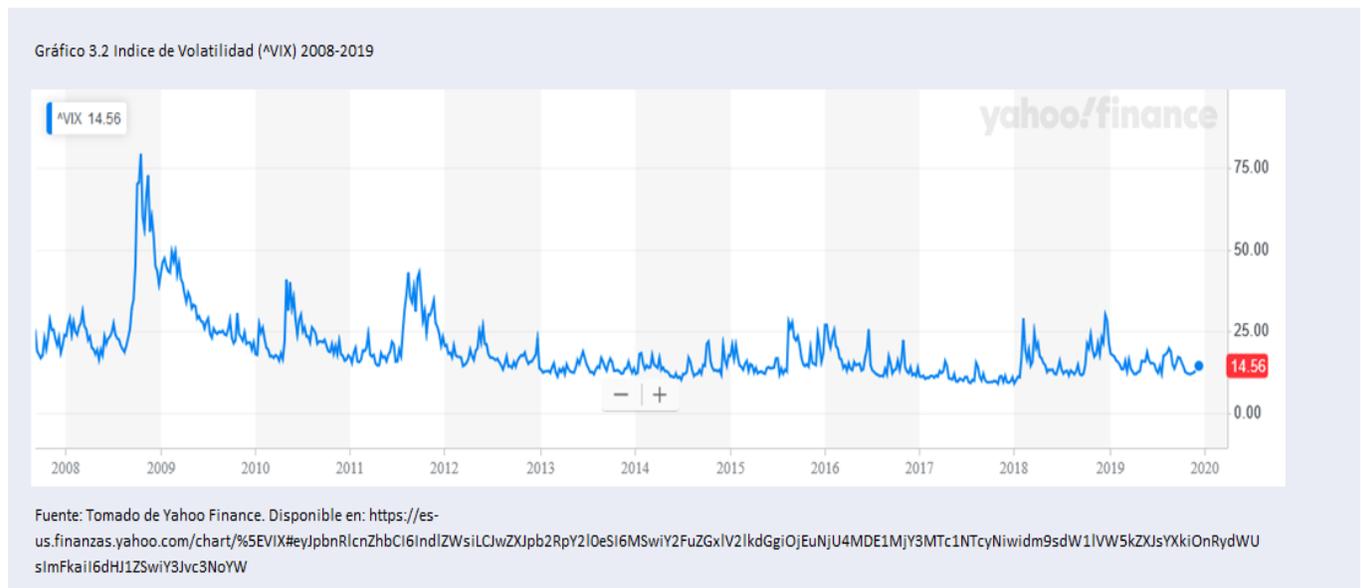
El índice de miedo (o Fear Index), es una nueva propuesta basada en un índice de opciones y sus componentes, su medición es en base a los precios de las opciones. “El índice toma en cuenta el riesgo de mercado a través del barómetro de volatilidad VIX, el riesgo de liquidez a través del concepto de liquidez implícita, y el riesgo sistémico y su comportamiento rebaño a través del concepto de comonotonicity⁴. Por lo tanto, nos permite medir un nivel general de miedo (excluyendo riesgo de crédito) en el mercado, así como para identificar con precisión la importancia individual de los componentes de riesgo distintos (mercado, liquidez o de riesgo

⁴ Concepto que en la administración de riesgos se refiere a que hay una mínima (o nula) reducción de la varianza por diversificación.

sistémico). Como resultado también derivamos un límite superior para el VIX.” (Dhaene, Dony, Forys, Linders y Shoutens, 2011:1).

Proponen utilizar la volatilidad para reflejar el riesgo y el nerviosismo, por lo que mientras más alta sea la incertidumbre será mayor, y las oscilaciones en el mercado más pronunciadas. Por lo que concluyen que en caso de riesgo sistémico todos los activos se moverán de la misma forma, por lo que el riesgo se intensifica mientras más efecto rebaño se presente.

El gráfico 3.2 muestra que el punto de volatilidad más alto en los últimos 10 años fue el 20 de octubre del 2008, poco más de un mes después del anuncio en el que Lehman Brothers se declaró en quiebra (15 de septiembre 2008), por lo que, retomando la cita anterior, fue el momento con miedo financiero más alto en la última década. Dos días después se vivió el “miércoles negro” en las bolsas de Latinoamérica, provocado por un anuncio de la posible caída en los precios de las materias primas. El IPC de México, cayó 7% y el Bovespa (Brasil) 10.2%.



3.5 Índice de aversión al riesgo

Existe una nueva herramienta que está teniendo resultados y que ha mostrado una gran capacidad predictiva desde elecciones políticas hasta el ámbito financiero, es Google Insights o Google Trends.

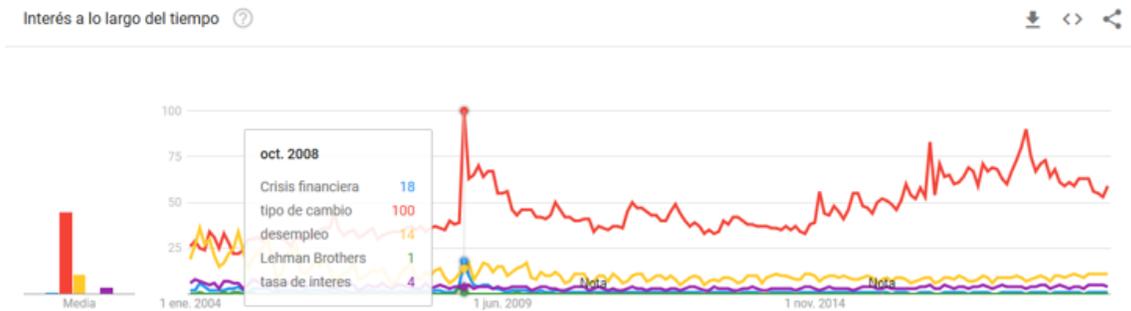
De acuerdo a Raúl Gómez (2013) esta nueva herramienta está mostrando resultados importantes en las ciencias sociales, ya que de acuerdo al trabajo realizado por Gómez y Prado (2014) acerca de un modelo en el que los índices son explicados por el ánimo de los inversionistas (miden la rentabilidad del Ibex al día siguiente de un partido de la selección española), se pueden analizar las estadísticas de búsquedas que ofrece Google, y relacionarlas con los mercados financieros. Por lo que el modelo fue explicado por los coeficientes de determinación obtenidos, con términos como “economic crisis” o “bear market”.

“Teniendo en cuenta los antecedentes del estudio descrito, podemos asumir que las decisiones de inversión están basadas en las expectativas futuras de los inversores, y que estas expectativas están condicionadas por el estado de ánimo de los inversores, que les hace ser más o menos aversos al riesgo. El problema al que nos enfrentamos es cómo medir este estado de ánimo de los inversores y, por lo tanto, su grado de aversión al riesgo.” (Gómez, 2013: 149)

También menciona que existen más trabajos sobre el tema de búsquedas, como utilizarlos para la volatilidad del mercado de divisas, la liquidez del dólar durante crisis financieras, o la volatilidad de valores que cotizan en NYSE Y NASDAQ.

Para el caso de México se realizó una prueba de las búsquedas relacionadas a momentos de crisis financieras desde el 2004. Teniendo los resultados siguientes.

Gráfico 3.3 Google Trends. Búsquedas populares en México 2004-2019



Fuente: Google Trends. Disponible en:

https://trends.google.com.mx/trends/explore?date=all&geo=MX&q=%2Fm%2F088p1q,tipo%20de%20cambio,deseempleo,%2Fm%2F0jt5_vh,tasa%20de%20interes

Se realizó una búsqueda de temas populares de 2004- 2019 en México con términos de “crisis financiera”, “tasa de interés”, “desempleo”, “Lehman Brothers” y “Tipo de cambio”. El resultado fue que en 2018 la búsqueda de “Tipo de Cambio” tuvo una popularidad del 100%, número que indica la popularidad máxima en una región y periodo determinado. Mientras que “Crisis financiera” estuvo en segundo lugar, y en último “Lehman Brothers”.

Al nivel regiones, la búsqueda más fuerte del término “Tipo de Cambio” fue en Baja California, seguido por Quintana Roo y Baja California. Mientras que, para Crisis Financiera, el primer lugar lo tiene Morelos, Nayarit y Veracruz en segundo y tercer lugar respectivamente, como lo muestran los gráficos 3.4 y 3.5.

Gráfico 3.4. Google Trends. Búsqueda por región de "Tipo de Cambio" 2004-2019



Fuente: Google Trends. Disponible en:

https://trends.google.com.mx/trends/explore?date=all&geo=MX&q=%2Fm%2F088p1q,tipo%20de%20cambio,desempleo,%2Fm%2F0jt5_vh,tasa%20de%20interes

Gráfico 3.5. Google Trends. Búsqueda por región de "Crisis Financiera" 2004-2019



Fuente: Google Trends. Disponible en:

https://trends.google.com.mx/trends/explore?date=all&geo=MX&q=%2Fm%2F088p1q,tipo%20de%20cambio,desempleo,%2Fm%2F0jt5_vh,tasa%20de%20interes

Se revisaron las búsquedas más importantes en 2008, año de la crisis financiera llamada Subprime, en Estados Unidos, mostrando los siguientes resultados de la imagen 3.1. Todas las principales búsquedas fueron de temas económicos, el primer lugar fue la crisis financiera, seguido de depresión.

Imagen 3.1 Google Trends. Principales Búsquedas en Estados Unidos 2008

Estados Unidos
1) Financial Crisis
2) Depression
3) Bailout
4) Mortgage Crisis
5) Wall Street
6) Oil
7) Stock Market
8) Subprime
9) Credit Crisis
10) Housing Crisis

Fuente: Google Trends. Disponible en:
<https://trends.google.com/trends/yis/2008/US/>

3.6 Precio objetivo de las acciones contra el valor de mercado en época de crisis

El precio objetivo de una acción es el precio pronosticado por un analista profesional, que se obtiene a través de la valuación de la empresa por un método dado.

De acuerdo a Pablo Fernández (2008), los métodos de valuación se pueden clasificar en 6 grupos como lo muestra a imagen 3.2:

Imagen 3.2 Metodos de Valoración

PRINCIPALES METODOS DE VALORACION					
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACION DE VALOR	OPCIONES
Valor contable	Múltiplos de:	Clásico	<i>Free cash flow</i>	EVA	Black y Scholes
Valor contable ajustado	Beneficio: PER	Unión de expertos	Cash flow acciones	Beneficio económico	Opción de invertir
Valor de liquidación	Ventas	Contables europeos	<i>Dividendos</i>	<i>Cash value added</i>	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	Ebitda	Renta abreviada	<i>Capital cash flow</i>	CFROI	Aplazar la inversión
Activo neto real	Otros múltiplos	Otros	APV		Usos alternativos

Fuente: Tomado de Fernández, Pablo (2008). Métodos de Valoración de Empresas.

El autor menciona que el mejor método para utilizar cuando se espera que la empresa tenga continuidad es el flujo de fondos y el valor de liquidación cuando la empresa va a liquidarse.

El precio objetivo hecho por un analista es un buen referente para medir las finanzas conductuales en momentos específicos, si el precio objetivo se aleja mucho del valor de mercado indica dos posibles causas: la primera es que los mercados estén mal, la segunda es que los analistas pueden estar sesgados en su análisis. La primera sería una prueba de la ineficiencia de los mercados (principal hipótesis que intenta refutar las finanzas conductuales), y la segunda es una muestra de la irracionalidad de los agentes financieros. Por lo que una diferencia significativa puede tomarse como una prueba de que los momentos de pánico o euforia afectan a los mercados financieros, ya sea en su valuación o el valor de mercado.

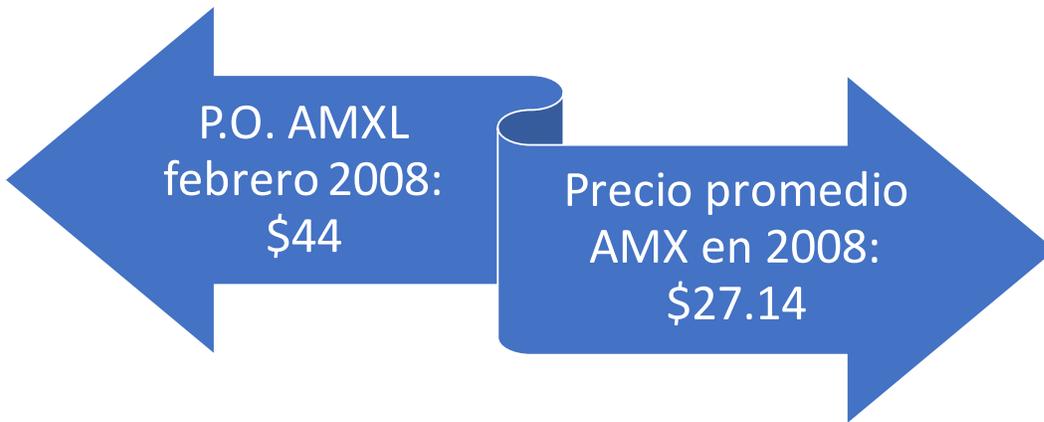
A continuación, se muestran los precios objetivos de las principales acciones que componen el IPC (Índice Nacional de Precios y Cotizaciones) correspondientes al periodo de crisis mundial del 2008, comparados con sus pronósticos a principios del año:

Imagen 3.3 Precio acción Walmex



Fuente: Elaboración propia con datos de BBVA Bancomer 2008 y Yahoo Finance

Imagen 3.4 Precio acción AMXL



Fuente: Elaboración propia con datos de BBVA Bancomer 2008 y Yahoo Finance

La diferencia mostrada entre el precio objetivo y el valor de mercado de las acciones es uno de los principales cuestionamientos a la teoría de los mercados eficientes ya que su hipótesis principal es que los precios reflejan toda la información existente, presente pasada y futura. Es decir, para dicha teoría el precio siempre es correcto ya que los precios de los activos son equivalentes, o una buena estimación, de su valor intrínseco. Y, como se mencionó anteriormente, esta diferencia podría ser por dos razones, un sesgo en el analista para realizar la estimación del precio objetivo, o que el precio de mercado sea incorrecto (y este sobrevalora o subvaluada). Ambas representan críticas a la teoría de los Mercados Eficientes.

3.7 Conclusión

Existen métodos para la medición cuantitativa y cualitativa del factor conductual en las finanzas. Como es el modelo de Thaler, que utiliza sesgo y heurística para describir relación entre el riesgo y los agentes, considerando el precio de los activos como resultado también de la parte psicológica.

Como conclusión, analizando el índice de miedo, que toma en cuenta en el índice VIX (mide la volatilidad), mostró en los gráficos un pico muy alto en 2008. Para el caso de México, con la herramienta de Google Trends, se encontró que la búsqueda más importante durante la crisis de 2008 fue el tipo de cambio. Para Estados Unidos, se encontró que durante ese año todas las búsquedas más importantes fueron referentes a la crisis financiera.

Por último, el caso de los precios objetivos contra el valor de mercado en época de crisis (2008), mostró que durante 2008 el precio de las acciones investigadas difería del precio objetivo, por dos posibles resultados, analistas sesgados, o que los mercados estén mal. Ambas son pruebas de falta de eficiencia en los mercados, y muestra del factor conductual.

Capítulo IV. MERCADOS EFICIENTES EN MÉXICO

4.1 Introducción

En el capítulo 4 se trabaja el perfil del inversionista en México para investigar el nivel de eficiencia que existe en los mercados financieros, y de esta forma saber si existen sesgos en los agentes que provocan decisiones irracionales con un impacto en el sistema financiero.

Se realizaron entrevistas y encuestas a distintos perfiles de participantes en el mercado financiero para conocer sus preferencias en inversión. Se seleccionaron distintos tipos de perfiles, para encontrar diferencias.

Para el caso de las entrevistas, se seleccionó a dos agentes, una mujer y un hombre, con el guion de la encuesta, pero dando oportunidad a preguntas abiertas, y a la profundización de algunos temas.

¿Somos los seres humanos animales racionales? ¿Puede nuestro comportamiento ser medido y entendido en su totalidad? Si bien han pasado ya varios siglos desde la afirmación aristotélica de los hombres como animales racionales –siglos con muchos sucesos que parecerían sugerir lo contrario– la idea de hombre como animal racional ha sido durante mucho tiempo tomada como punto base de la Economía (Thaler, 2000:1)

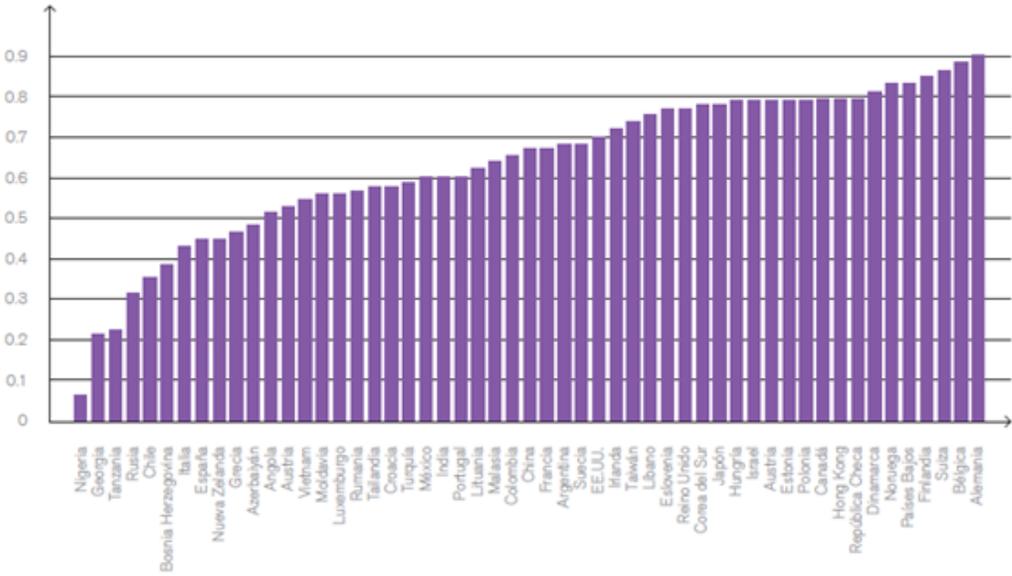
4.2 Perfil del Inversionista mexicano

De acuerdo a un estudio realizado por la organización financiera Credit Suisse en 2010 junto con la Universidad de Suiza, llegaron a la conclusión de que el inversionista mexicano es adverso al riesgo, por lo que el principal instrumento en el que invierte es renta fija e invierten sólo de forma local. Ya que les da la sensación de tener información privilegiada, por ello no toman riesgos en el exterior, al sentir que conocen el mercado mexicano.

El inversionista mexicano es muy conservador con sus finanzas, en especial con respecto a la parte bursátil, ya que difícilmente confían en ella. Existe preferencia por tener un negocio, porque sienten más control y lo ven reflejado en algo físico todos los días.

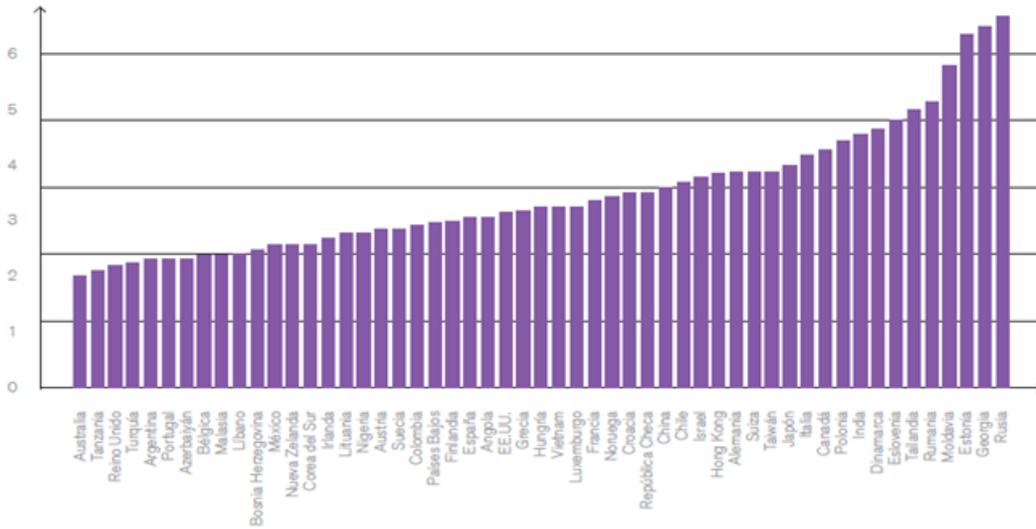
En la figura siguiente muestra como el mexicano no es muy paciente para recuperar su inversión o para empezar a ver resultados. Busca rendimientos rápidos, por lo que prefiere activos con un nivel de maduración muy pequeños.

Figura 4.1. Diferencias en la paciencia de los inversionistas. Credit Suisse (2016)



Fuente: Credit Suisse. Disponible en:
<https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=2ahUKEwiknZn18a3mAhUFEqwKHRYLDIkQFjAAegQIARAC&url=https%3A%2F%2Fwww.credit-suisse.com%2Fmedia%2Fassets%2Fprivate-banking%2Fdocus%2Fes%2Fwp-07-behavioral-finance-es.pdf&usg=AOvVaw0fT0btRMFzqXy3tGKmNv2m>

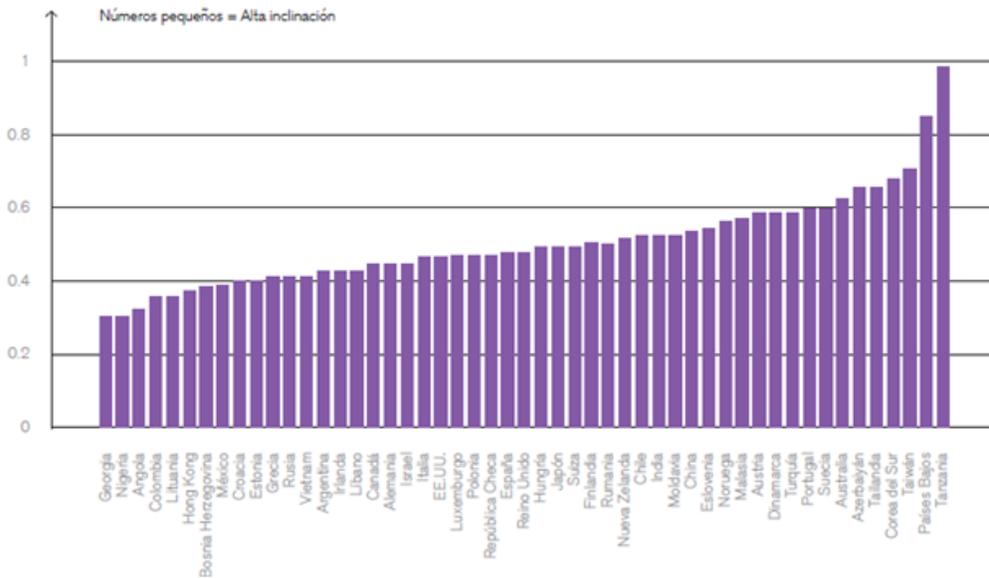
Figura 4.2. Diferencias en la aversión a la pérdida de inversionistas. Credit Suisse (2016)



Fuente: Credit Suisse. Disponible en:
<https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=2ahUKEwiknZn18a3mAhUFEqwKHRyLDIkQFjAAegQIA RAC&url=https%3A%2F%2Fwww.credit-suisse.com%2Fmedia%2Fassets%2Fprivate-banking%2Fdocs%2Fes%2Fwp-07-behavioral-finance-es.pdf&usq=AOvVaw0ft0btRMFzqXy3tGKmNv2m>

En la figura 4.2 muestra como el mexicano tiene una aversión a la pérdida baja, comparada con Rusia o Estonia. Lo que podría explicar porque se inclinan más por abrir negocios (los cuales son muy riesgosos porque se puede perder todo el capital) a invertir en bolsa. En general América Latina tiene bajos niveles de aversión a la pérdida, mientras que Europa es el que muestra mayor aversión.

Figura 4.3. Inclinación a apostar en acontecimientos poco probables con resultado positivo. Credit Suisse (2016)

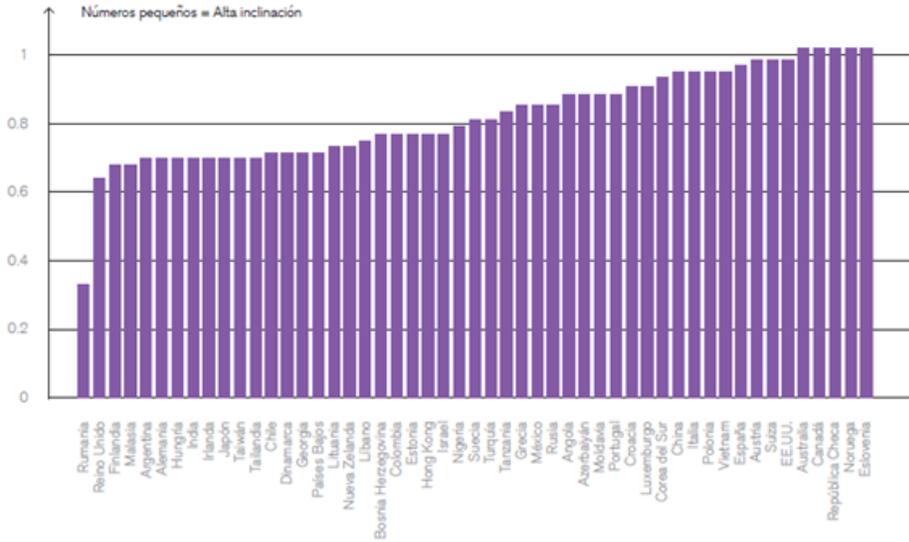


Fuente: Credit Suisse. Disponible en:

<https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=2ahUKEwiknZn18a3mAhUFEqwKHRyLDIkQFjAAegQIARAC&url=https%3A%2F%2Fwww.credit-suisse.com%2Fmedia%2Fassets%2Fprivate-banking%2Fdocs%2Fes%2Fwp-07-behavioral-finance-es.pdf&usg=AOvVawOfT0btRMFzqXy3tGKmNv2m>

La figura 4.3, muestra que el mexicano tiene una mayor inclinación a apostar en eventos muy poco probables con resultados muy positivos, a diferencia de Chile, China y Tailandia que son menos propensos. Es decir, que tienden a pensar que las probabilidades pequeñas se presentaran. Esto podría explicar la tendencia a abrir negocios, ya que estos son muy riesgosos, pero cuando funcionan pueden ser muy rentables.

Figura 4.4. Inclinación a evitar eventos improbables con resultado muy negativo. Credit Suisse (2016)



Fuente: Credit Suisse. Disponible en:

<https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=2ahUKewiknZn18a3mAhUFEqwKHRyLDikQFjAAegQIA-RAC&url=https%3A%2F%2Fwww.credit-suisse.com%2Fmedia%2Fassets%2Fprivate-banking%2Fdocs%2Fes%2Fwp-07-behavioral-finance-es.pdf&usq=AOvVawOfT0btRMFZqXy3tGKmNv2m>

La figura 4.4 muestra como el mexicano tiene menor inclinación para evitar eventos poco probables con resultados negativos, es decir, evita los riesgos catastróficos. El mexicano de igual forma que en la anterior, piensan que las probabilidades los favorecerán, en este caso, ya que la menor probabilidad es que el resultado sea negativo se arriesga.

4.3 Encuesta para Inversionistas/estudio

Para la muestra se seleccionaron personas, sin tomar en cuenta el género, que tuvieran contacto con los mercados financieros. Es decir, que trabajaran directamente en una institución financiera o que lo hicieran de manera personal. También se consideró que tuvieran un tiempo mínimo de 5 años realizando inversiones.

La encuesta se redactó de tal forma que las respuestas fueran anónimas y que fuera muy rápida de contestar, para quitar el menos tiempo posible a los inversionistas. Se dividió en tres partes, datos generales en los que se pregunta su edad, su género y su nacionalidad, esto para saber si el efecto emocional afecta más un sector. La segunda parte es para definir el tipo de inversionista que es, con eso se sabrá si su estilo de inversión es de corto, mediano o largo plazo. Lo que ayudará a comprobar si los de corto plazo están más influenciados por la emoción del momento. La tercera y última parte informará acerca de qué tanto son afectados por sus emociones en la toma de decisiones financieras. Así como explicar qué tan eficientes son los mercados, que es la crítica principal de las finanzas conductuales.

Proyecto de Investigación: Finanzas Conductuales

*Obligatorio

Nacionalidad *

- Mexicano
- Otro:

Sexo *

- Femenino
- Masculino

Rango de Edad *

- 20-30
- 31-40
- 41-50
- 51-60
- Otro:

¿Cuál es su estilo de trading? *

- Day Trading
- Swing Trading
- Core Trading

¿Qué es lo que define su decisión final de compra-venta en los mercados financieros? *

- Análisis Técnico
- Análisis Fundamental
- Intuición
- Experiencia
- Otro:

¿Qué nivel de eficiencia considera que tienen los mercados financieros en México? *

- Alta
- Media
- Baja

¿Se ha dejado llevar por momentos de euforia o pánico en los mercados financieros? *

- Sí
- No

El punto de realizar la encuesta es investigar acerca de los inversionistas mexicanos y el papel que tienen las emociones en sus decisiones financieras, ya que hay muy poca información al respecto.

4.4 Resultados de encuestas a inversionistas mexicanos

Se han realizado 6 entrevistas a inversionistas mexicanos, que cumplen con el perfil seleccionado, que se definió anteriormente, y se encontraron los siguientes resultados:

Cuadro 4.1 Resultados Entrevistas

	Entrevista 1	Entrevista 2	Entrevista 3	Entrevista 4	Entrevista 5	Entrevista 6	Mayor resultado
Entró por decisión propia	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Cuál es su estilo de trading	Day Trading	Day Trading	Day Trading	Day Trading	Day Trading	Swing Trading	Day Trading
Qué es lo que define su decisión final de compra-venta en los mercados financieros	Análisis Técnico	Análisis Técnico	Análisis Técnico	Análisis Fundamental	Experiencia	Análisis Fundamental	Análisis Técnico
Qué nivel de eficiencia considera que tienen los mercados financieros en México	Bajo	Bajo	Bajo	Bajo	Bajo	Bajo	Bajo
Considera que los momentos de pánico o euforia en los mercados financieros han impactado sus decisiones de compra-venta	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí

Fuente: Elaboración propia con datos de entrevistas realizadas a inversionistas

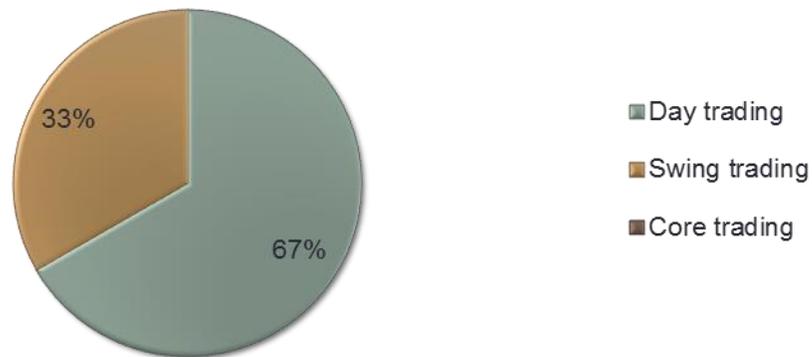
Las 6 personas encuestadas contestaron que entraron por decisión propia al sistema financiero, lo cual muestra que son agentes que eligieron tener una carrera en este sector.

Un dato muy importante que destaca es que, para todos los encuestados, el nivel de eficiencia en los mercados financieros es muy bajo, lo cual contradice la teoría dominante, y tomando en cuenta definiciones mostradas anteriormente, indica que no todos los agentes tienen la misma información y que los agentes no son racionales.

Con esto podemos comprobar que los inversionistas sí se han encontrado en momentos en que sienten que la información es asimétrica para todos los niveles, o que incluso momentos de euforia o pánico determinaron movimientos en posiciones propias o de clientes.

Gráfico 4.1 Estilo de Trading

¿Cuál es su estilo de trading?

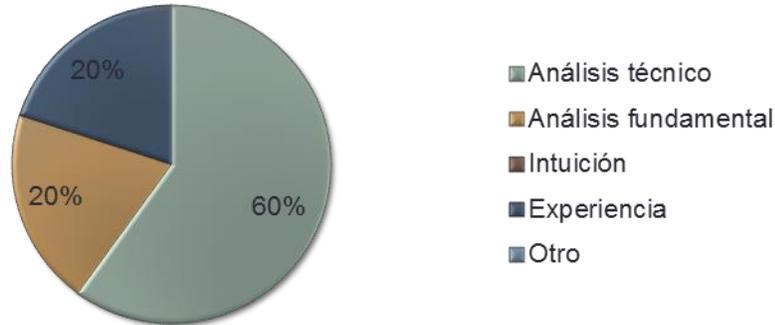


Fuente: Elaboración propia con datos de entrevistas a inversionistas mexicanos

El Day Trading, considerado el trading más riesgoso y con mayor volatilidad, pero al mismo tiempo con mayores rendimientos fue el más seleccionado. Muestra que los agentes seleccionados participan en un mercado altamente volátil, en el que se tienen que tomar decisiones rápidamente y que no hay mucho tiempo de reacción. Lo cual es muy importante en especial en picos de mercados, en momentos de grandes pérdidas o de ganancias.

Gráfico 4.2 Decisiones Financieras

¿Qué es lo que define su decisión final de compra-venta en los mercados financieros?



Fuente: Elaboración propia con datos de entrevistas a inversionistas mexicanos

El gráfico 4.2 muestra que la decisión final de compra-venta la toman principalmente del análisis técnico. La experiencia está en segundo lugar (empatado con análisis fundamental), lo que muestra que el conocimiento adquirido por situaciones vividas tiene un peso importante en las decisiones financieras.

Este punto es importante, ya que justo se decidió encuestar personas que llevaran mínimo 5 años en el medio, para que fueran personas con experiencia en los mercados, y no principiantes con los cuales podría ser más fácil que momentos de incertidumbre o de grandes ganancias pudieran afectarlos en sus decisiones. Con esto se prueba que incluso gente con experiencia puede dejarse llevar por pánico o euforia financiera.

Gráfico 4.3 Momentos de Pánico o Euforia en Mercados Financieros

¿Considera que los momentos de pánico o euforia en los mercados financieros han impactado sus decisiones de compra-venta?



Fuente: Elaboración propia con datos de entrevistas a inversionistas mexicanos

Por último, el gráfico 4.3 muestra uno de los resultados más importantes de las encuestas, ya que todos los agentes contestaron que sí consideran que los momentos de pánico o euforia en los mercados financieros han impactado sus propias decisiones de compra-venta. Lo cual muestra que han tomado decisiones irracionales, basadas en las emociones, en el sector financiero.

En las 6 encuestas realizadas los inversionistas mencionaron que no consideran que los mercados sean eficientes, es decir, que la información no es la misma para todos. Confirmaron que momentos de pánico o euforia sí han afectado sus decisiones financieras.

De acuerdo a las encuestas obtenidas, se puede observar que los sesgos conductuales existen, y con esto no se asume que sólo pueda ser por momentos de pánico o euforia. Estos sesgos pueden ser desde elegir acciones de su propio país por ser empresas conocidas, o comprar acciones de empresas tecnológicas que son más riesgosas que prometen mayores rendimientos, pero con probabilidades bajas de que suceda el rendimiento. O incluso tomar el precio en que se compró la acción como un referente más que en el análisis fundamental o técnico (que sería la decisión racional). Esto, más el resultado obtenido de la baja eficiencia en los mercados, lleva al resultado de que este comportamiento mostrado en las encuestas difiere del enfoque del inversionista racional.

4.5 Entrevistas a agentes en los Mercados Financieros en México

En el proyecto de investigación se realizaron dos entrevistas a dos participantes en el medio financiero. Para la muestra se seleccionó una mujer y un hombre, que han entrado de manera directa e indirecta como inversionistas. Se omitió el nombre, pero se dan más detalles cómo edad o lugares de trabajo. Se eligieron inversionistas que entraran por decisión propia al sistema, y que encontraran en las finanzas un trabajo que hacen por gusto. Ambos con más de 40 años, y con nivel educativo mínimo de licenciatura.

El tipo de entrevistas realizadas fue, de acuerdo a Díaz-Bravo, Laura, Torruco-García, Uri, Martínez-Hernández, Mildred, & Varela-Ruiz, Margarita. (2013), entrevista semiestructurada, ya que existía un guion basado en la encuesta mostrada anteriormente, pero con la libertad de ajustarse a las respuestas que fuera dando el entrevistado, lo cual permitió que las preguntas se fueran adaptando y profundizando.

Perfil inversionista 1:

Género: Femenino

Edad: 42 años

Ocupación: Asesor Financiero en una conocida Casa de Bolsa en México

Perfil inversionista 2:

Género: Masculino

Edad: 41

Ocupación: Infraestructura de sitios de Internet y entrenamiento en Forex

La entrevista realizada fue la siguiente:

En las entrevistas se formularon preguntas referentes al factor emocional durante su trabajo en el sector financiero, esto para encontrar si tienen momentos en los que la irracionalidad sea un determinante en su decisión financiera, y más importante en su decisión final de compra-venta de un activo.

Los dos entrevistados eligieron el mismo estilo de trading elegido por los encuestados en el apartado anterior, el Day Trading, que como se mencionó anteriormente, es el más volátil y con el que se obtienen mayores rendimientos.

El análisis técnico y fundamental también tuvo una relevancia importante, pero la experiencia y la intuición son importantes para la entrevistada 1 en especial para portafolios de corto plazo (los más riesgosos). Para el segundo entrevistado, es una combinación de técnico/fundamental, el primero le da los tiempos de entrada y salida, mientras que el fundamental le da la tendencia de los mercados.

Con respecto a los niveles de eficiencia en México, la entrevistada 1 (y la que tiene mayor experiencia en el medio) contestó que considera que es “ninguna y es un fraude”, mientras que el segundo entrevistado consideró que no tenía la información suficiente para contestar.

Ambos entrevistados consideraron que los momentos de pánico y euforia han impactado sus decisiones de compra y venta en la toma de decisiones, incluso la entrevistada 1, menciona que impacta más a sus clientes que al ponerse nerviosos toman malas decisiones. Para el entrevistado 2, son justo estos momentos en donde tiene más oportunidades para obtener rendimientos

Por último, el entrevistado 2, menciona que para él los momentos de turbulencia significan aumento de volumen, por lo que la actividad aumenta y hay más liquidez, lo cual se traduce en mayores oportunidades de obtener rendimientos.

En las entrevistas se encontró que ambas personas son influenciadas por emociones a la hora de tomar decisiones financieras, ya sea intuición, momentos de pánico o euforia, pero que al final se traducen en la presencia de las finanzas conductuales en el día a día de inversionistas mexicanos.

4.6 Comportamiento de los Mercados Financieros en México

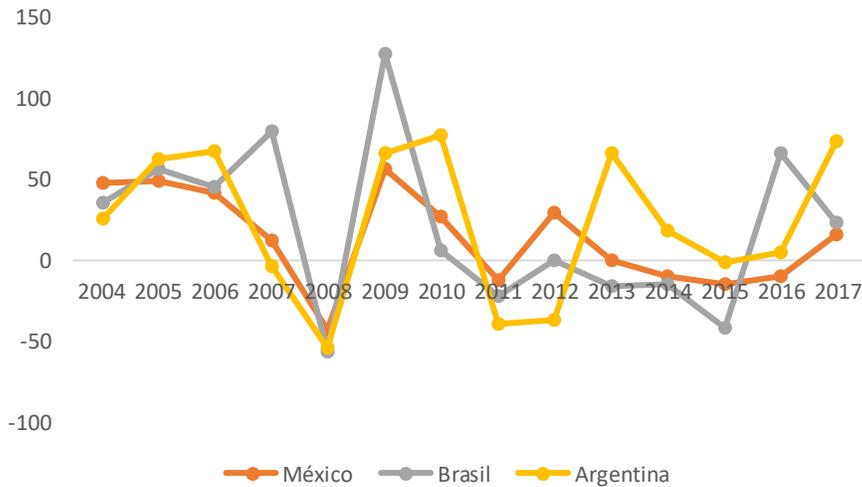
El MSCI es una firma estadounidense proveedora de índices, estadísticas e información de los mercados financieros para que los inversionistas tomen mejores decisiones.

De acuerdo al MSCI, el Index de México “pretende reflejar el desempeño del universo de acciones de compañías mexicanas con una capitalización de mercado alta y mediana, excluyendo a los Fondos de Inversión en Bienes Raíces (REITs/FIBRAs), pero con un riesgo menor al de un Índice ponderado por capitalización de mercado. Para lograrlo, la metodología del Índice MSCI Risk Weighted toma como base al Índice MSCI México, ponderando cada acción de manera que a las acciones con menor riesgo se les asignan pesos más altos” (MSCI, 2021).

Se comparó el comportamiento del MSCI Index de México con otros países, para encontrar el que tenga una tendencia similar. En todos los gráficos se encontró que el impacto de la Crisis Financiera en 2008 fue significativo para todos los países de estudio.

En el gráfico 4.4 se observa como el comportamiento en las acciones de los tres países es muy similar para México y Argentina hasta 2009. En 2009 se puede ver para Brasil el impacto que tuvo el anuncio de su recesión en los mercados. Mismo caso para México y la crisis 2008-2009 consecuencia de la dependencia económica con Estados Unidos. Para el caso de Argentina, en 2011 se ve el impacto que tuvo las elecciones en el precio de las acciones.

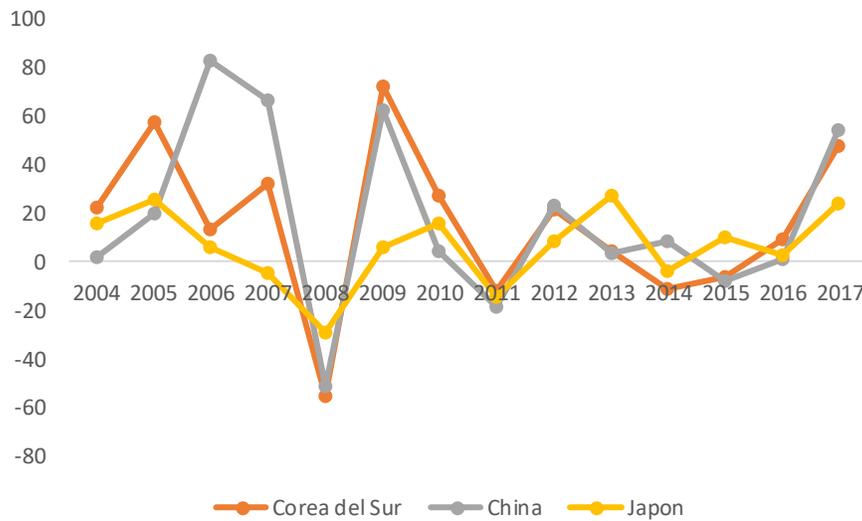
Gráfico 4.4. Comparativo MSCI de México, Brasil y Argentina



Fuente: Elaboración propia con datos del MSCI. Disponible en: <https://www.msci.com/documents/10199/abfcf377-7c15-47c7-9204->

En el gráfico 4.5, además de ser muy evidente el impacto de la crisis de 2008, se observa en 2012 el impacto que tuvo la crisis del Euro en las acciones de China (al ser uno de sus principales socios comerciales) al comenzar una caída de la cual no se recuperaron hasta finales del 2016.

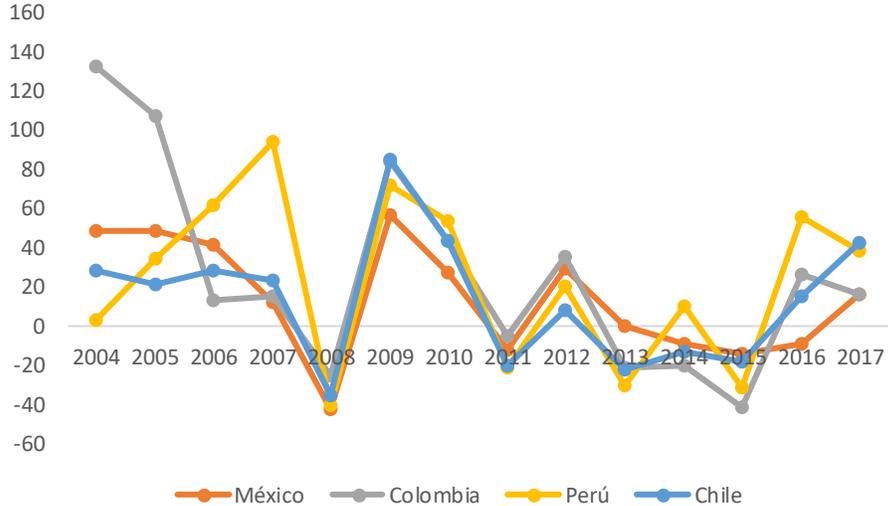
Gráfico 4.5. Comparativo MSCI Corea del Sur, China y Japón



<https://www.msci.com/documents/10199/b3ee6464-f705-4d65-81a0-d8756607cf9f>

En el gráfico 4.6 se puede ver que Chile y Colombia tienen un comportamiento similar a México de acuerdo al movimiento de sus mercados financieros. El gráfico muestra como los 4 países fueron fuertemente afectados por la crisis en Estados Unidos y después por la Crisis del Euro. Se ve el impacto de ambas en 2008 y 2011 con fuertes caídas en los precios de sus acciones que empezaron una recuperación a partir de 2015.

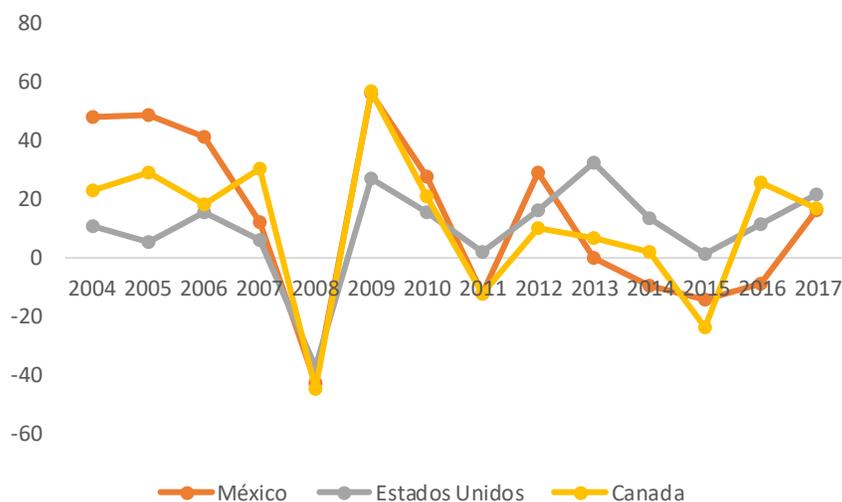
Gráfico 4.6 Comparativo MSCI México, Colombia, Perú y Chile



Fuente: Elaboración propia con datos del MSCI. Disponible en: <https://www.msci.com/documents/10199/bccbebb3-2914-4184-98df-51dd9c0d497b>

El gráfico 4.7 muestra un comportamiento muy similar entre México y Estados Unidos, lo cual es de esperarse debido a la gran dependencia que se tiene con este país. Pero es muy interesante observar que el comportamiento de México también es muy similar con el de Canadá. Lo cual puede ser explicado porque su comercio es principalmente con estos países. Por lo que cualquier movimiento en uno de estos tres se ve reflejado en los precios de las acciones de los otros dos.

Gráfico 4.7. Comparativo MSCI México, Estados Unidos y Canadá



Fuente: Elaboración propia con datos del MSCI. Disponible en:
<https://www.msci.com/documents/10199/641d0cad-f861-4cb0-b9c5-7d37f0d33f55>

4.7 Conclusión

Como conclusión, se encontró que el perfil del inversionista mexicano es bastante conservador, prefiere instrumentos de deuda, y el menor riesgo posible, ya que tiene mucha desconfianza y especialmente en temas bursátiles. Además de que busca tener rendimientos lo más pronto posible sin mira al largo plazo.

Las encuestas y entrevistas mostraron que el factor conductual está presente en las decisiones financieras de los inversionistas mexicanos, y que puede ser determinante en su decisión final de compra-venta, como puede ser un momento de pánico que provoca malas decisiones para algunos y para otros, se convierten en oportunidades de obtener mayores rendimientos. Incluso se mencionó que factores como la intuición tienen un peso muy relevante. También se mostró que consideran que la eficiencia en los mercados es baja, lo cual da pie a que existan diferenciales en los precios, o que incluso los precios no reflejen toda la información disponible, dando lugar a información privilegiada como se habló en capítulos anteriores.

Es importante mencionar que algo muy significativo dentro del perfil del inversionista mexicano es la falta de cultura y conocimiento del sistema financiero. Lo cual puede ser explicado por la falta de regularización, concentración del ingreso, crisis económicas. O incluso la falta de costumbre de realizar inversiones, ya que antes no eran permitidas o no estaban reguladas, o no eran necesarias, como por ejemplo

el caso del ahorro para el retiro. Ahora hay más información al respecto de cómo ahorrarlo o incluso invertirlo por cuenta propia, pero es algo muy nuevo que no existía en generaciones pasadas

Conclusión General

Las finanzas conductuales nacen como una crítica a la teoría de los mercados eficientes, la cual parte del supuesto de seres racionales, con precios que reflejan toda la información disponible.

En la tesis se propone a las finanzas conductuales como una herramienta que ayuda a que los modelos financieros sean más acertados al considerar el factor humano en las decisiones. Ya que pueden, incluso, explicar eventos pasados como burbujas provocadas por sesgos conductuales que presionaron los precios, como es el caso del mercado de vivienda en Estados Unidos. Durante el trabajo de investigación se mostraron casos en los que se prueba la falta de eficiencia, como es el caso del precio de Jugos del Valle (información privilegiada) o el efecto de los calendarios en los rendimientos de los inversionistas e incluso el mismo perfil del inversionista mexicano.

Para el caso de los inversionistas mexicanos, se encuentra que el perfil es bastante conservador, por lo que el mayor instrumento en el que se invierte es en renta fija, y de forma local (por la idea de que conoce al emisor y por lo tanto es menos riesgoso o incluso porque considera que tiene información privilegiada al conocer el mercado). También busca obtener rendimientos rápidos, es decir, el mexicano es poco paciente. Además de tener desconfianza en todo lo referente a lo bursátil.

Es importante concluir que el perfil del inversionista mexicano no es sólo conservador también tiene que ver mucho con la falta de cultura y del conocimiento que existe no sólo para las inversiones, sino para todo el sistema financiero en general.

También la enorme desconfianza que existe en el sistema financiero debido a los problemas que se ha tenido por falta de regularización o los problemas económicos estructurales que ha sufrido el país, que de cierta forma han provocado que mucha gente no confíe en el sistema bancario, así como el desconocimiento de los mercados, e incluso la misma concentración del ingreso que no permite que todos los agentes puedan entrar. Y para el caso de las empresas, se encuentran con que su mayoría son micro o pequeñas con nulas posibilidades de entrar a cotizar en bolsa, y el acceso al crédito sigue siendo muy caro. Todo esto también ha provocado

que el sistema financiero en México siga siendo muy pequeño y la mayor parte de las inversiones en el país sigan concentrándose en los grandes inversionistas institucionales.

Durante el proyecto se realizaron encuestas y entrevistas a inversionistas mexicanos. En ambos, se encontró que consideran que el nivel de eficiencia en los mercados financieros es nula o baja, y que los momentos de euforia y pánico han impactado sus decisiones finales de compra-venta. Y que incluso, son momentos en los que los rendimientos son más fuertes por lo que encuentran más oportunidades. Se habló también de la baja eficiencia en los mercados, y las pérdidas o ganancias que puede permitir.

Por lo que se concluye que, en el caso de México, las finanzas conductuales ofrecen un mayor entendimiento del tamaño, comportamiento y poca profundidad de los mercados financieros. Explican por qué existen momentos de euforia y pánico, y la existencia de constante volatilidad en el sistema financiero. Esto sucede ya que los agentes toman decisiones que se basan en percepciones, expectativas y muchas veces en su intuición, lo cual puede estar sesgado por emociones, exceso de confianza o incluso miedo.

Bibliografía

- Ariely, Dan (2008), "Predictably Irrational: The Hidden Forces That Shape Our Decisions, HarperCollins", pp. 304,
- Akerlof, G. & Yellen, J. (1978). Rational Models of irrational Behavior. *The American review* (77), 137-142
- Edgeworth, Francis (1881), "Mathematical Psychics: An Essay on the Application of Mathematics to the Moral Sciences"
- D. Ikenberry, J. Lakonishok, T. Vermaelen (1995), Market underreaction to open market share repurchases, *Journal of Financial Economics*, 39 (1995), pp. 181-208
- Daniel, K., Hirshleifer, D., Subrahmanyam, A., (1997). A theory of overconfidence, self-attribution, and security market under- and over-reactions. Unpublished working paper. University of Michigan.
- DeBondt, W., Thaler, R., (1985), Does the stock market overreact? *Journal of Finance* 40, 793–805.
- DeBondt and Thaler, (1995), Financial decision-making in markets and firms: a behavioral perspective. R. Jarrow (Ed.), et al., *Handbooks in OR and MS*, 9Elsevier, Amsterdam (1995), pp. 385–410
- Fama, E. (1997). Market Efficiency, Long-term returns and Behavioral Finance. *The Journal of Financial Economics*, 49, 283-286
- Fama E. (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, *Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance*

Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969. (May,1970), pp. 383-417.

- Fernandez, Loreto; Fernandez, Sara (2007). “La función financiera en la empresa”, en La práctica de las finanzas de empresa. Delta publicaciones.
- Fisher, Irving (1930). “The Theory of interest”. The Macmillan Company
- Fomlet, H. (2001). Behavioral finance-theory and practical application. Business Economics.
- Graham, John (2011), Finanzas corporativas. El vínculo entre la teoría y lo que las empresas hacen, ". 3ª Edición. D.F., México: Cengage Learning Editores,S.A.
- Hens, Thorsten; Meier, Anna (2014). Finanzas Conductuales: La Psicología de la Inversión.Credit Suisse AG Behavioral Finance Solutions GmbH.
- Hernandez, M. (2008). La psicología de la inversión en un contexto Latinoamericano. Inter Sedes, IX, 97-105
- Heukelom, Floris (2009), Kahneman and Tversky and the making of behavioral economics. PhD Summary, Erasmus Journal for Philosophy and Economics, Volume 2, Issue 1, Summer 2009. Amsterdam School of Economics
- Kahneman D. and A. Tversky (1979), “Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk”, Econometrica, Vol.47, No. 2.(Mar.,1979), pp. 263-292
- Keynes, Jhon (1936), “Teoría general del empleo, el interés y el dinero”

- Kindleberger, Charles P. (1992), "Manías, pánicos y cracs", Ed. Ariel, S.A
- Minsky, Hyman (1974), "The Modeling of Financial Instability: An duction"
- Minsky, Hyman (1986), reprinted in 2008. "Stabilizing an Unstable Economy", New York: McGraw-Hill.
- Pareto, Vilfredo (1916), "Tratado de sociología general"
- Rapoport, Mario, & Brenta, Noemí. (2010). La crisis económica mundial: ¿El desenlace de cuarenta años de inestabilidad?. Problemas del desarrollo, 41(163), 7-30. Recuperado en 02 de marzo de 2019, de http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0301-70362010000400002&lng=es&tlng=es
- Romano, Giancarlo (2013). "Acerca de la condición normativa de la teoría de la decisión racional". Cuadernos de Economía, 32(60), 413-435. Colombia
- Shefrin, Hersh; Statman, Meir (2011), Behavioral Finance in the Financial Crisis: Market Efficiency, Minsky, and Keynes, Santa Clara University
- Smith, Adam (1759), "Teoría de los sentimientos morales"
- Von Neumann J. & O. Morgenstern (1944), Theory of games and economic behavior, Princeton University Press

RECURSOS ELECTRÓNICOS

- Aragonés, José; Mascareñas, Juan (1994), La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capitales, Análisis Financiero, No. 64, Universidad Complutense de Madrid. Disponible en: <http://www.juanmascarenas.eu/temas/eficienc.pdf>

- Barberis N. and R. Thaler (2002), A survey of Behavioral Finance, NBER Working Paper No. 9222, September 2002. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=327880>
- Dhaene, Jan; Lindersy, Daniël; Schoutensz, Wim; Vynckex, David (2012), The Herd Behavior Index: a new measure for the implied degree of co-movement in stock markets, Consultado el 22 de octubre del 2015, disponible en: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0167668712000066>
- Dhaene, Jan; Dony, Julia; Forys, Monika; Linders, Daniel y Shoutens, Wim (2011). FIX-The Fear Index measuring market fear. Departament of Accountancy, Finance and Insurance (AFI). Consultado el 20 de octubre del 2015. Disponible en: <http://feb.kuleuven.be/drc/AFI/research/AFIInsuranceFolder/InsurancePapers/2012-dhaene-dony-forys-linders-schoutens.pdf>
- Díaz-Bravo, Laura, Torruco-García, Uri, Martínez-Hernández, Mildred, & Varela-Ruiz, Margarita. (2013). La entrevista, recurso flexible y dinámico. Investigación en educación médica, 2(7), 162-167. Consultado el 08 de diciembre de 2019. Disponible en: http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S2007-50572013000300009&lng=es&tIng=es.
- Escalante, Roberto (2009) “Heterodoxia versus ortodoxia”, disponible en: <http://www.economia.unam.mx/gaceta/pdfs/cuart28.pdf>
- Fernández, Pablo (2008) “Métodos de Valoración de Empresas”. Documento de Investigación DI-771. IESE Business School. Universidad de Navarra. Consultado el 28 de noviembre del 2015. Disponible en: <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>
- Flórez, Luz (2008). Evolución de la teoría financiera en el siglo XX. Ecos de Economía No. 27. Medellín, Colombia. Consultado el 17 de septiembre de 2015. Disponible en: <http://publicaciones.eafit.edu.co/index.php/ecos-economia/article/viewFile/709/631>.
- Gómez, Raúl (2013), Señales de inversión basadas en un índice de aversión al riesgo, Revista Europea de Dirección y Economía de la empresa

19. Consultada el 19 de octubre del 2015. Disponible en: http://ac.els-cdn.com/S1135252312000548/1-s2.0-S1135252312000548-main.pdf?_tid=4fadb060-7905-11e5-baa0-00000aab0f6b&acdnat=1445550122_dbe61bea9556dc81cf75803e0b367f2c

- Gómez, Raúl y Prado, Camilo (2014), Sentimiento del inversor, selecciones nacionales de futbol y su influencia sobre sus índices nacionales, Revista Europea de Dirección y Economía de la empresa 23. Consultada el 19 de octubre del 2015. Disponible en: http://ac.els-cdn.com/S1019683814000079/1-s2.0-S1019683814000079-main.pdf?_tid=a6672544-7919-11e5-b3c4-00000aacb360&acdnat=1445558858_5f1ac7cd37f4ea4292bd8d55dc6a692e
- Hens, Thorsten; Meier, Anna (2016). La psicología de la Inversión. Credit Suisse AG. Disponible en: <https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=2ahUKEwiknZn18a3mAhUFEqwKHRyLDIkQFjAAegQIARAC&url=https%3A%2F%2Fwww.credit-suisse.com%2Fmedia%2Fassets%2Fprivate-banking%2Fdocs%2Fes%2Fwp-07-behavioral-finance-es.pdf&usq=AOvVaw0fT0btRMFZqXy3tGKmNv2m>
- Índices MSCI Mexico select momentum capped & Mexico select risk weighted (2021). Disponible en <https://www.msci.com/msci-mexico-select-momentum-capped-mexico-select-risk-weighted>
- Kima, Changki; Leeb, Woojoo; Choic, Yang Ho; Youn Ahn, Jae, Analyzing Herd Behavior in Global Stock Markets: An Intercontinental Comparison. Consultado el 25 de octubre del 2015. Disponible en: <http://arxiv.org/pdf/1308.3966.pdf>
- KU Leuven, Measuring fear in financial markets. Most recent values for the degree of herd behavior. Consultado el 22 de octubre del 2015. Disponible en: <http://www.herdbehaviorindex.com/>
- Kristjanpoller, Werner y Arenas, Teresita (2015). El efecto fin de mes en los principales mercados accionarios latinoamericanos. Revista Contaduría y Administración. Volumen 60, No. 1, enero-marzo, pp 53-86. Consultado 5 de agosto del 2015. Disponible en: http://ac.els-cdn.com/S1135252312000548/1-s2.0-S1135252312000548-main.pdf?_tid=4fadb060-7905-11e5-baa0-00000aab0f6b&acdnat=1445550122_dbe61bea9556dc81cf75803e0b367f2c

cdn.com/S0186104215721479/1-s2.0-S0186104215721479-main.pdf?_tid=6af842f8-3bda-11e5-a5e8-0000aacb362&acdnat=1438824678_b7f25d277284fb8559309a68e1bd5f89.

- Kristjanpoller, Werner (2012). Efecto día feriado en los principales mercados accionarios de Latinoamérica. Revista Contaduría y Administración. Volumen 57. No 2, abril-junio, pp 45-62. Consultado 5 de agosto de 2015. Disponible en línea en: file:///C:/Users/USUARIO/Downloads/57-2_Efecto%20dia%20feriado%20en%20los%20principales%20mercados%20accionarios%20de%20latinoamerica.pdf
- Macaya, Alejo (2007), “Las Hipótesis de Expectativas Adaptativas y Racionales en los Modelos Económicos Dinámicos Lineales “, Centro de Investigaciones en Métodos Cuantitativos Aplicados a la Economía y la Gestión, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires. Córdoba. Disponible en: <http://www.econ.uba.ar/www/departamentos/matematica/plan97/meconomistas/fronti/Macaya/Archivos/Expectativas.pdf>
- Saavedra, María; Saavedra, Máximo (2012). Evolución y aportes de la teoría financiera y un panorama de su investigación en México: 2003-2007. Ciencia Administrativa. Consultado el 2 de septiembre del 2015. Disponible en: http://www.paginaspersonales.unam.mx/files/210/Evolucion_y_Aportes.pdf
- Valenzuela, Víctor (2013). Finanzas Conductuales. Un híbrido entre la psicología y las finanzas. Disponible en: <http://facultades.unab.cl/economiaynegocios/files/2012/11/DOCUMENTOANALISIS-7.pdf>
- Thaler, Richard (2000). Del Homo Economicus al Homo Sapiens. Journal of Economic Perspectives 14. Traducción por Renzo Saavedra. Consultada el 5 de agosto del 2015. Disponible en: <file:///C:/Users/USUARIO/Downloads/Dialnet-DelHomoEconomicusAlHomoSapiens-5110657.pdf>

Anexo

Guion Entrevistas a Inversionistas

Entrevistas a inversionistas

1. **Nombre**
2. **Edad**
3. **Género**
4. **Área de trabajo**
5. **Tiempo trabajando en el ámbito financiero**
6. **¿Entró por decisión propia?**
7. **¿Cuál es su estilo de trading?**
 - a. **Day trading**
 - b. **Swing trading**
 - c. **Core trading**
8. **¿Qué es lo que define su decisión final de compra-venta en los mercados financieros?**
 - a. **Análisis técnico**
 - b. **Análisis fundamental**
 - c. **Intuición**
 - d. **Experiencia**
 - e. **Otro**
9. **¿Qué nivel de eficiencia considera que tienen los mercados financieros en México?**
 - a. **Alta**
 - b. **Media**
 - c. **Baja**
10. **¿Considera que los momentos de pánico o euforia en los mercados financieros han impactado sus decisiones de compra-venta?**

Transcripción Entrevistas

Persona 1:

Entrevistas a inversionistas

1. **Nombre (se omite)**
2. **Edad: 45**

3. Género: Femenino
4. Área de trabajo: Asesor Financiero en Casa de Bolsa Actinver
5. Tiempo trabajando en el ámbito financiero (se omite)
6. ¿Entró por decisión propia? Sí
7. ¿Cuál es su estilo de trading?
 - a. Day trading
 - b. Swing trading
 - c. Core trading

Los tres, pero principalmente Day Trading por cómo está la coyuntura actual de la geopolítica

8. ¿Qué es lo que define su decisión final de compra-venta en los mercados financieros?
 - a. Análisis técnico
 - b. Análisis fundamental
 - c. Intuición
 - d. Experiencia
 - e. Otro

Actualmente dependiendo del portafolio, si es de corto plazo que es especulativo definitivamente la experiencia y la intuición, si es un portafolio patrimonial que es de largo plazo definitivo el análisis técnico/fundamental, y evidentemente la experiencia

9. ¿Qué nivel de eficiencia considera que tienen los mercados financieros en México?
 - a. Alta
 - b. Media
 - c. Baja

Ninguna, es un fraude.

10. ¿Considera que los momentos de pánico o euforia en los mercados financieros han impactado sus decisiones de compra-venta?

A mí como profesionalista no, le han impactado directamente a los inversionistas, se ponen nerviosos y como desconocen de los temas, toman malas decisiones.

Persona 2.

11. Nombre (se omite)

12. Edad: 41

13. Género: Masculino

14. Área de trabajo:

Me dedico a muchas cosas, pero principalmente a montar infraestructura para sitios de internet, y llevo dos años entrenándome para Trader de Forex,

15. Tiempo trabajando en el ámbito financiero.

Así como tal ha sido entrenamiento de Trader, llevo prácticamente 2 años, es que mira para ser Trader no requieres ni siquiera tener una formación de ninguna carrera como economía o finanzas, es algo sumamente técnico, como manejar un carro o algo así, no necesitas una experiencia previa de algo

16. ¿Entró por decisión propia?

Sí, por gusto

17. ¿Cuál es su estilo de trading?

- a. Day trading
- b. Swing trading
- c. Core trading

Bueno, cuando llegue a hacer trading, mira a mí me gusta Day Trading y Scalping

18. ¿Qué es lo que define su decisión final de compra-venta en los mercados financieros?

- a. Análisis técnico
- b. Análisis fundamental
- c. Intuición
- d. Experiencia
- e. Otro

Pues básicamente o sea, técnico y fundamental y cuando hago scalping es básicamente técnico, sin embargo me monto mis decisiones de tomar de cuándo entro y cuando salgo, el Scalping es entrar y salir por mucho una hora, aunque sea unos minutos, incluso a veces en menos de un minuto yo ya entro y salgo del mercado, sólo tomo rendimientos y ya, es una mezcla de fundamental técnico, el técnico me da la entrada, el fundamental me da la tendencia, el fundamental me da la tendencia para entrar en corto o largo, eso es lo que me da el fundamental, y el técnico en el momento de entrar o salir

19. ¿Qué nivel de eficiencia considera que tienen los mercados financieros en México?

- a. Alta

- b. Media
- c. Baja

Es que esa pregunta está un poco amplia, no sé (Yo: de la información, si todos tienen toda la información, si existe información privilegiada), ahí si no, cualquier cosa que te responda te estaría inventando, te puedo recomendar a alguien más.

20. ¿Considera que los momentos de pánico o euforia en los mercados financieros han impactado sus decisiones de compra-venta?

Sí por supuesto, de hecho son los mejores momentos es cuando hay más oportunidad para hacer scalping, es cuando más rendimientos hay, en esos momentos de pánico o de euforia, Los mercados se vuelven lentos , si hay un momento de pánico no dura 5 minutos, dura varias horas, entonces para mí eso son 3 ó 4 hrs en lo que yo meto posiciones con ganancia/ ganancia /ganancia dependiendo de la tendencia, y si es momento de pánico y va a la baja pues entro en corto, y entro 3-4 minutos , y tomo utilidades, a pesar de que llevo dos años, he tenido poca experiencia. Todo es simulador porque yo necesito subir mi nivel de rendimiento a uno 85% 90% y el día de hoy yo tengo un rendimiento de trading de 70-75% debo subirlo más para entrar en red

21. ¿Qué plataforma utiliza?

Las plataformas que me gusta más es GTrader, y ya dependiendo del bróker.

22. ¿Considera que las emociones como pánico o euforia suceden en México?

Si por supuesto, no sé si decir en México porque lo mío es Forex porque yo en peso invierto poco si soy honesto, yo me voy a eurusd, yen, dólar yen, dólar australiano, son como mis favoritos, el peso no tanto, aunque he encontrado oportunidades cuando te pasan la nota Banco de México va a hacer subasta, y ahí si le entro porque es una maravilla o sea ya tenemos la tendencia, y hacer scalping en su momento.

23. ¿Cuáles son las palabras que le vienen a la mente cuando escucha que hay turbulencia?

Turbulencia yo lo veo como liquidez, pues si todo para arriba para abajo, mucha actividad, no tenemos problema, la palabra sería volumen, no tanto liquidez, si no volumen