

JAMES MONTIER



# PSICOLOGÍA FINANCIERA

Cómo no ser tu peor enemigo



“Este libro es muy útil para aquellos que estén interesados en entender cómo interactúan los mercados financieros y la naturaleza humana.”

**Dan Ariely**, autor de *Las trampas del deseo*

DEUSTO

*Psicología financiera*  
James Montier

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal)

Título original: *The Little Book of Behavioral Investing*

© del diseño de la portada, El taller interactivo, 2011

© James Montier, 2010

© de la traducción, Jorge Paredes, 2011

© Centro Libros PAPF, S. L. U., 2011

Deusto es un sello editorial de Centro Libros PAPF, S. L. U.  
Grupo Planeta, Av. Diagonal, 662-664, 08034 Barcelona (España)  
[www.planetadelibros.com](http://www.planetadelibros.com)

Primera edición en libro electrónico (epub): septiembre de 2011

ISBN: 978-84-234-2851-9 (epub)

Conversión a libro electrónico: Víctor Igual, S. L.  
[www.victorigual.com](http://www.victorigual.com)

*Para Charlotte*  
*Tu sonrisa ilumina mi mundo*

## Prólogo

### **Homo equivocatus**

Soy bastante experto en decisiones equivocadas. He tomado muchas a lo largo de los años, desde elegir alimentos poco saludables hasta posponer hacer ejercicio (una mala elección a día de hoy) y sí, también lamentables decisiones a la hora de invertir (snif).

Además, he observado muchas decisiones equivocadas en mis siete hijos adolescentes (gracias a Dios ahora sólo uno lo es, pero hoy en día suelo contemplar cómo mis nietos aprenden a gobernar el mundo). Los adolescentes tienen una destacable capacidad para elegir la opción fácil hoy y aplazar la dura y difícil hasta mañana. Algunos de nosotros crecemos perfeccionando esa capacidad y tomamos aún más decisiones equivocadas de adultos.

A lo largo de los años he entrevistado a cientos de inversores, desde humildes y principiantes hasta consumados multimillonarios. Siempre me siento asombrado ante los errores que cometen y ante los ingeniosos razonamientos que les han llevado a cometerlos. Como nación y como mundo, hemos tomado muchas decisiones equivocadas, hemos hecho el camino fácil y hemos acabado en la peor crisis económica mundial de los últimos ochenta años. Ahora nos enfrentamos a una serie de decisiones difíciles a medida que nos esforzamos por regresar de nuevo a la normalidad. Nuestra historia está repleta de decisiones equivocadas, tanto por parte de los individuos como de las naciones.

Durante las últimas décadas ha surgido una nueva ciencia que ha tomado nota del hecho de que no sólo somos irracionales en ocasiones, sino que es previsible que lo seamos. Esta nueva ciencia conductual ha empezado a estudiar cómo tomamos las decisiones y está llegando a todo tipo de interesantes (aunque a veces inquietantes) conclusiones sobre la especie humana. Parece ser que nuestras emociones, y gran parte del proceso de toma de decisiones, están profundamente implantadas en nuestro

cerebro, y se desarrollaron para sobrevivir en la sabana africana hace unos cien mil años. Nos adaptamos al movimiento, aprendiendo a tomar decisiones rápidamente, ya que había una gran diferencia, literalmente la vida o la muerte, entre esquivar a peligrosos leones o perseguir a un succulento antílope.

Pero, si bien ese instinto de supervivencia es por lo general bastante útil, al trasladarlo al mundo moderno, y concretamente al mundo actual de las inversiones, nos hace proclives a cometer todo tipo de errores. Con demasiada frecuencia nos dejamos llevar por la corriente con la esperanza de que las cosas continúen así, y huimos de los mercados a la baja en cuanto la situación empieza a cambiar. Lo que sirve para sobrevivir en la jungla africana no resulta tan provechoso en la jungla de las finanzas mundiales.

Afortunadamente, no somos sólo *homo equivocatus*. Si únicamente hubiéramos aprendido a tomar decisiones equivocadas, nuestra especie habría ido a parar al cubo de la basura de la historia hace ya muchos años, dejando paso a supervivientes menos propensos al error. Está claro que también hemos aprendido a tomar decisiones correctas y a sacar enseñanzas de nuestros errores e incluso de los éxitos y de la sabiduría de los demás. Como he comentado antes, he entrevistado oficialmente a cientos de millonarios. Lo que más me fascina son las decisiones correctas (y en ocasiones brillantes) que tomaron, y los procesos que les llevaron a tomarlas.

Como especie humana, el *homo sapiens* tiene muchas cosas dignas de admiración. Somos capaces de realizar grandes obras, de tener ideas de altos vuelos y de mostrar una compasión maravillosa, todo ello resultado de decisiones correctas. La ciencia conductual nos ayuda a entender cómo tomamos esas decisiones.

Incluso en un momento en el que los que en su día fueron considerados los cimientos de las finanzas (la hipótesis de eficiencia de los mercados, el CAPM[1] y la teoría moderna del portafolio) están siendo cuestionados y hasta responsabilizados de gran parte de los problemas de los mercados, muchos de nosotros esperamos que el nuevo mundo de la economía conductual nos dé las respuestas a los enigmas de nuestras inversiones. Entendiéndonos a nosotros mismos y la forma en que tomamos las decisiones normalmente podemos construir nuestro propio proceso

sistemático para tomar las decisiones adecuadas. Mientras que antes parecíamos ir a la deriva en medio de un océano de determinaciones potenciales, con las herramientas adecuadas podemos aprender a poner confiadamente rumbo al puerto en que hacer escala.

El problema es que la economía conductual, repleta de estudios y conclusiones no demasiado relacionados entre sí, puede parecer de proporciones un tanto descomunales. Hasta ahora ha sido así. Mi buen amigo James Montier, quien escribió el libro sobre la economía conductual titulado *Behavioural Finance: Insights to Irrational Minds and Markets*, ha puesto ahora sus impresionantes conocimientos en este pequeño volumen titulado *Psicología financiera*.

La obra de James no me es ajena. Hemos trabajado juntos en un largo capítulo de mi libro *Bull's Eye Investing* (John Wiley & Sons). Creía que estaba familiarizado con el tema, pero abrir *Psicología financiera* durante un viaje en avión fue una de las mejores inversiones en tiempo dedicado a la lectura que he hecho en muchos años. En muchísimas ocasiones me sorprendí admitiendo tristemente para mis adentros, «Ése soy yo» y suspirando, jurando que nunca volvería a cometer aquel error. Pero al menos ahora sé qué debo evitar y qué puedo trabajar para mejorar mis hábitos.

Tendré que leer este libro a menudo, por lo menos una vez al año. Afortunadamente, James ha logrado que esta obra sea divertida y que el tema resulte interesante. Su natural humor irónico se hace patente. Ya sea aprendiendo por qué no parecemos ser capaces de vender cuando deberíamos hacerlo o por qué determinamos nuestros objetivos en cuanto al precio, James nos ofrece un plan de actuación para llegar a ser mejores inversores a lo largo de 16 capítulos llenos de perspicacia. ¡Basta de *homo equivocatus*! Os sugiero que coloquéis este libro encima de la pila de los que tenéis por leer y lo pongáis cerca de vuestro escritorio para poder consultarlo con frecuencia y os ayude así a mantener la calma en los momentos críticos de la toma de decisiones.

¡Así que, poneos cómodos y dejad que James os ayude a sacar al exterior al Sr. Spock que lleváis dentro!

JOHN MAULDIN

# Introducción

## **Este libro trata sobre ti: tú eres tu peor enemigo**

¿Cómo podría escribir un libro sobre ti? Al fin y al cabo lo más probable es que no nos hayamos visto nunca. ¡Y mucho menos que te conozca lo suficiente para escribir un libro sobre ti! En realidad, la respuesta es muy sencilla: eres un ser humano (a menos que las ventas de este libro hayan alcanzado proporciones interplanetarias, lo cual sería tal vez una muestra de un desproporcionado exceso de optimismo por mi parte), y nosotros los humanos somos propensos a tropezar con obstáculos mentales. Esto es así tanto en lo que se refiere a las inversiones como en cualquier otro ámbito de la vida. De hecho, Ben Graham (el padre de las inversiones en valor) llegó a decir que «el principal problema del inversor —e incluso su peor enemigo— suele ser él mismo».

Pruebas de esta perjudicial conducta a la hora de invertir pueden encontrarse en los estudios anuales Dallbar, los cuales miden los beneficios reales obtenidos por los inversores más que los beneficios, según un índice pasivo como el S & P 500. Asimismo, reflejan hasta qué punto los inversores tratan de cronometrar su entradas y salidas en el mercado (entre otras cosas). Los resultados no son halagüeños. Durante los últimos veinte años, el S & P 500 ha generado apenas una media del 8 % anual. Los gestores activos han deducido entre un 1 % y un 2 % más, así que podríamos pensar que los inversores individuales en fondos de capital han ganado entre un 6 % y un 7 % anuales. Sin embargo, los inversores en fondos de capital han logrado reducir estas cifras a un irrisorio 1,9 %. Esto es el resultado de comprar y vender justo en el peor momento. Sin duda parece que Ben Graham estaba en lo cierto; realmente somos nuestros peores enemigos.

La buena noticia es que esto no tiene por qué ser así. Podemos aprender a tomar mejores decisiones; no es fácil, pero sí posible. Este breve libro os ofrecerá una visita guiada a través de los retos conductuales más habituales

y de los obstáculos mentales con los que se encuentran los inversores, proporcionándoos estrategias para eliminar esos aspectos innatos. Durante el viaje, veremos cómo algunos de los mejores inversores del mundo han abordado las tendencias conductuales que arrastran hacia abajo el rendimiento de las inversiones, para que con un poco de suerte seáis capaces de aprender de sus experiencias y obtengáis mayor rendimiento sufriendo menos pérdidas.

## **La lección más importante de todas**

Siempre que explico psicología conductual, noto que el auditorio reconoce los errores mentales de los que estoy hablando. Sin embargo, la mayoría de veces reconocen los errores en los otros más que en sí mismos. Siempre son Bill el operador o Pete el gestor de carteras de inversiones los que ilustran la tendencia más que nosotros. Al parecer todos tenemos un punto ciego en cuanto a las tendencias.

Por ejemplo, a un grupo de estadounidenses se les pidió que valorasen la probabilidad de que un norteamericano medio cometiese un error mental concreto y la posibilidad de que ellos cometiesen exactamente el mismo error.<sup>[2]</sup> El punto ciego de la tendencia entró en juego. Los participantes en la muestra pensaban que el norteamericano medio tenía siempre más tendencia que ellos a cometer un error mental.

No obstante, las pruebas recopiladas a lo largo de las últimas tres o cuatro décadas demuestran que es probable que todos nos encontremos con obstáculos mentales en un momento dado. Así pues, la lección más importante que espero compartir con todo el mundo es que muy probablemente las tendencias y los errores que tratamos en este libro nos afecten a cada uno de nosotros.

¿Por qué padecemos estas tendencias conductuales? La respuesta radica en el hecho de que nuestro cerebro se ha ido puliendo con la evolución, igual que sucede con cualquier otro aspecto de nuestra existencia. Pero, recordad, la evolución tiene lugar con la misma velocidad que las glaciaciones, así que nuestro cerebro está adecuadamente diseñado para el entorno con el que nos encontramos hace ciento cincuenta mil años (la



sabana africana), pero es potencialmente poco apto para la era industrial de hace trescientos años y tal vez más inapropiado aún para la era de la información en que vivimos actualmente.

Como dijo Douglas Adams, autor de la sublime *Guía del autoestopista galáctico*: «Cada vez eran más los que opinaban que habían cometido un gran error al descender por primera vez de los árboles. Y algunos decían que incluso subir a los árboles había sido un paso equivocado y que nadie debería haber salido jamás de los océanos». Abandonar los árboles (o tal vez los océanos) puede que fuese nuestro primer error, pero sin duda no fue el último.

## **El poder de «Star Trek»**

Los psicólogos insinúan que el mejor método para pensar de qué forma funciona nuestro cerebro consiste en imaginar que tenemos dos sistemas diferentes incorporados en la mente. Para los *trekkies*, esos dos sistemas podrían tal vez caracterizarse como el doctor McCoy y el señor Spock. McCoy era un humano impresionable que siempre dejaba que sus emociones rigiesen su día a día. Por el contrario, Spock (mitad humano, mitad vulcaniano) estaba decidido a eliminar sus emociones, dejando que la lógica fuera la que impulsara sus decisiones. Sólo por si eres la única persona del planeta que nunca ha visto «Star Trek», los vulcanianos eran una especie humanoide célebre por intentar vivir de acuerdo con la lógica, sin interferencias emocionales.

La parte McCoy de nuestro cerebro, a la que denominaremos sistema X, es básicamente el enfoque emotivo de la toma de decisiones. De hecho, el sistema X es la opción predeterminada, así que toda información pasa en primer lugar por este sistema para ser procesada. Es automático y no requiere ningún esfuerzo. Los juicios realizados por el sistema X se basan generalmente en aspectos tales como la similitud, la familiaridad y la proximidad (en el tiempo). Estos atajos mentales permiten al sistema X gestionar gran cantidad de información de manera simultánea. En realidad, el X es un sistema satisfactorio rápido y burdo, que trata de proporcionar

respuestas correctas aproximadas (más que precisas). Para que el sistema X crea que algo es válido, le basta con necesitar que así sea.

La parte Spock de nuestro cerebro, a la que denominaremos sistema C, procesa la información de manera más lógica. Para que este sistema se ponga efectivamente en marcha se requiere un esfuerzo deliberado. Trata de proporcionar un enfoque deductivo y lógico a la resolución de problemas. Sin embargo, sólo puede actuar paso a paso (como cualquier proceso lógico), por lo que supone una manera lenta y secuencial de gestionar la información. Para que el sistema C crea que algo es verdadero se requieren pruebas y lógica.

Evidentemente, leemos esto y pensamos que somos Spock. Sin embargo, lo cierto es que el sistema X determina muchas más de nuestras acciones de lo que nos gustaría reconocer. De hecho, con mucha frecuencia acabamos confiando en nuestra primera reacción emocional y sólo ocasionalmente acudimos al sistema C para revisar la decisión. ¡Por ejemplo, cuando nos damos un golpe en un dedo del pie contra una roca, o nos golpeamos la cabeza con una viga (cosa fácil en mi casa), maldecimos al objeto inanimado a pesar de que éste no podía haber hecho nada para evitar nuestro propio error!

Los neurobiólogos han descubierto que las partes del cerebro asociadas con el sistema X son mucho más antiguas, evolutivamente hablando, que las partes asociadas con el sistema C. Es decir, que hemos desarrollado la necesidad de las emociones antes que la necesidad de la lógica. Esto puede parecer extraño, pero un ejemplo ayudará a evidenciar este punto. Supongamos que coloco sobre la mesa delante de ti una caja de cristal que contiene una serpiente enorme. Te pido que te inclines hacia adelante y te concentres en la serpiente. Si se yergue, saltarás hacia atrás (incluso en el caso de que no te den miedo las serpientes).

La causa de este rechazo es que tu sistema X reacciona para mantenerte a salvo. De hecho, en el mismo segundo en que tu cerebro percibe que la serpiente se mueve, se genera una señal. La señal es enviada por dos caminos diferentes; una carretera superior y una carretera inferior, por así decirlo. La carretera inferior es parte del sistema X y envía la información directamente a la amígdala cerebral (el centro del cerebro donde se localiza el miedo y el riesgo). La amígdala reacciona rápidamente y obliga al cuerpo a saltar hacia atrás.

La segunda parte de la señal (la que toma la carretera superior) envía la información dando un gran rodeo a una parte del sistema C, el cual procesa la información de forma más consciente, evaluando la posible amenaza. Este sistema indica que hay una capa de cristal entre tú y la serpiente. Pero llegados a este punto ya has actuado. Desde el punto de vista de la supervivencia, un falso positivo es mejor respuesta que un falso negativo. La emoción está diseñada para triunfar sobre la lógica.

## **Así que, ¿eres Spock o McCoy?**

Obviamente todos utilizamos ambos sistemas en cierta medida. De hecho, las pruebas indican que aquéllos con graves deficiencias en el sistema X no pueden tomar ninguna decisión. Acaban por pasarse todo el día evaluando las posibilidades sin emprender ninguna acción.

Sin embargo, desde una perspectiva inversora, lo mejor sería utilizar el sistema C. Afortunadamente para nosotros, podemos comprobar lo fácil que es hacer caso omiso del sistema X. Shane Frederick, de Yale (antes del MIT) ha diseñado un sencillo test de sólo tres preguntas más determinante que el resultado de cualquier test de CI o de SAT a la hora de evaluar la capacidad del sistema C para comprobar el rendimiento del sistema X.<sup>[3]</sup> El conjunto formado por esas tres preguntas se conoce con el nombre de *Cognitive Reflection Task* (CRT).

Veamos a continuación las tres preguntas:

1. Un bate y una pelota cuestan 1,10 dólares en total. El bate cuesta un dólar más que la pelota. ¿Cuánto cuesta la pelota?
2. Si cinco máquinas tardan cinco minutos en fabricar cinco artilugios, ¿cuánto tardarán cien máquinas en fabricar cien artilugios?
3. En un lago hay un grupo de nenúfares. Cada día el grupo dobla su tamaño. Si hacen falta cuarenta y ocho días para que los nenúfares cubran todo el lago, ¿cuánto tiempo tardarán en cubrir la mitad del mismo?

Cada una de estas preguntas tiene una respuesta obvia, pero desgraciadamente incorrecta, y otra menos obvia pero sin embargo correcta. En la primera pregunta el sistema rápido y burdo propone que la respuesta sea 0,10 dólares. Sin embargo, aplicando un poco la lógica se demuestra que la respuesta correcta es 0,05 dólares.

Un bate + una pelota = 1,10 dólares

Un bate – una pelota = 1,00 dólar

Dos bates = 2,10 dólares

Un bate = 1,05 dólares

Por tanto, una pelota = 0,05 dólares

En la segunda pregunta, la reacción visceral suele ser responder cien minutos. No obstante, reflexionando un poco, podemos ver que si cinco máquinas tardan cinco minutos en producir cinco artilugios, el resultado real es un artilugio por máquina cada cinco minutos. Así, cien máquinas tardarían cinco minutos en fabricar cien artilugios.

Por último, a la tercera pregunta, la respuesta incorrecta más habitual es dividir por dos los cuarenta y ocho días y decir veinticuatro días. Sin embargo, si el grupo dobla su tamaño cada día, el día antes de cubrir la totalidad del lago tendrá que haber cubierto la mitad, así que la respuesta correcta es cuarenta y siete días.

No te preocupes si has fallado una de las respuestas o las tres, no estás solo. De hecho, después de entregar el test a casi tres mil quinientas personas, Frederick descubrió que sólo el 17 % logró responder correctamente a las tres preguntas. ¡El 33 % no respondió correctamente a ninguna! El grupo con mejores resultados estaba formado por estudiantes del MIT; el 48 % de ellos logró responder correctamente a las tres preguntas, pero aun así sigue siendo menos de la mitad de algunos de los mejores estudiantes del mundo. Les he planteado estas preguntas a seiscientos inversores profesionales (gestores de fondos, operadores y analistas) y sólo el 40 % consiguió responder correctamente a las tres, mientras que el 10 % no acertó ninguna.

¿Qué nos dice esto? Pues que los humanos tendemos a tomar las decisiones utilizando el sistema X, y que a menudo no son revisadas por el más lógico sistema C. He llegado a la conclusión de que el número de

respuestas correctas a las preguntas de Frederick se corresponde con la vulnerabilidad general ante toda una multitud de diferentes tendencias conductuales, tales como la aversión a perder, el conservadurismo y la impaciencia. Quienes no responden correctamente a ninguna de las preguntas, aparentemente sufren de tendencias más pronunciadas que aquellos que aciertan las tres.

Por si acaso has respondido correctamente a las tres preguntas y estás a punto de abandonar este libro, me gustaría advertirte de que hay dos tendencias muy importantes que parecen ser inmunes al poder del CRT. Por muy bueno que haya sido el resultado que hayas obtenido en el CRT, sigue siendo probable que te topes con un par de obstáculos mentales concretos, a saber, el exceso de optimismo, el exceso de confianza y la tendencia confirmatoria. Los examinaremos en los capítulos siguientes.

## **X no comprobado**

¿Cuándo es más probable que confiemos en el sistema X para que nos saque de apuros? Los psicólogos[4] han estudiado esta pregunta y han planteado que las siguientes condiciones incrementan la probabilidad de pensar según el sistema X:

- Cuando el problema está mal estructurado y es complejo.
- Cuando la información es incompleta, ambigua y cambiante.
- Cuando los objetivos están mal definidos, varían o se contradicen.
- Cuando hay un alto grado de tensión, ya sea por las restricciones temporales y/o por la importancia de lo que está en juego.
- Cuando las decisiones dependen de la interacción con otros.

No sé tú, pero prácticamente todas las decisiones con cierta trascendencia que he tenido que tomar alguna vez se engloban en, al menos, una o más de estas categorías. Esto indudablemente caracteriza muchas de las determinaciones que tomamos cuando nos enfrentamos a una propuesta de inversión.

Uno de los inversores más importantes del mundo, Warren Buffett, ha dicho que los inversores tienen que aprender a controlar su sistema X: «El éxito en las inversiones no se corresponde con el coeficiente intelectual una vez se está por encima del cien. Si tienes una inteligencia corriente, lo que necesitas es carácter para controlar los impulsos que hacen que otras personas tengan problemas a la hora de invertir».

Sin embargo, antes de concluir que hemos solventado todos nuestros problemas conductuales, deberíamos ser conscientes de que el autocontrol (la capacidad para ignorar nuestros impulsos) es como un músculo; después de usarlo necesita tiempo para recargarse. Para ilustrar este punto, pensemos en el siguiente experimento.[\[5\]](#)

Se te pide que no ingieras ningún alimento durante las tres horas previas al ejercicio (calculado de tal manera que te tengas que saltar la comida). Cuando llegas al laboratorio, te ponen en un grupo de tres posibles.

El primer grupo es conducido a una habitación en la que flota en el aire el aroma de galletas con pepitas de chocolate recién horneadas. En la habitación hay dos bandejas, una que contiene galletas con pepitas de chocolate recién horneadas y la otra repleta de rábanos. Al grupo se le dice que puede comer tantos rábanos como desee, pero que no debe comerse las galletas. El segundo grupo es más afortunado. También se les presentan dos bandejas, cada una de las cuales contiene los mismos alimentos que en el primer grupo, pero a éste se le dice que puede comer galletas. El tercer grupo es conducido a una habitación vacía.

Al cabo de diez minutos se reúne a todos los grupos y se les conduce a otra estancia para someterles a un test. Se trata de uno de esos tests complicados en los que se te pide que traces un dibujo pero sin volver a pasar por encima de la línea dibujada anteriormente y sin alzar el bolígrafo del papel.

¿Cómo crees que les fue el test a los miembros de cada grupo? ¡Los que se vieron obligados a resistir la tentación de las galletas recién horneadas y tuvieron que conformarse con los rábanos abandonaron la prueba en menos de la mitad de tiempo que los de los otros dos grupos; además, solamente intentaron resolver la mitad de los problemas! Su fuerza de voluntad se había visto disminuida por el simple hecho de tener que resistir la tentación de las galletas.

Estos resultados sugieren que confiar únicamente en la fuerza de voluntad es complicado. Resistirse a la galleta de chocolate que nos atrae puede llevarnos a tomar una mala decisión a la hora de invertir. La fuerza de voluntad por sí sola es poco probable que constituya una defensa suficiente frente a las tendencias conductuales.

Como dijo Warren Buffett: «Invertir es sencillo, pero no fácil». Es decir, que debería ser sencillo comprender cómo las inversiones son eficaces: compras activos por menos de su valor intrínseco y los vendes cuando cotizan a su valor o por encima de su valor de mercado. Sin embargo, la gama de tendencias conductuales que presentamos tiende a impedirnos hacer lo que sabemos que deberíamos hacer. Como señala Seth Klarman:

Aunque todos los habitantes del país se convirtiesen en analistas de valores, conociesen de memoria *El inversor inteligente*, de Benjamin Graham, y asistiesen regularmente a las reuniones de accionistas de Warren Buffett, la mayoría de la gente se seguiría sintiendo irremisiblemente atraída por fantásticas ofertas públicas iniciales, estrategias de impulso e inversiones de moda. A la gente le seguiría pareciendo tentador comprar y vender a lo largo del día y realizar análisis técnicos de las gráficas de bolsa. Un país de analistas de valores seguiría reaccionando de forma exagerada. En pocas palabras, hasta los inversores más avezados cometerían los mismos errores que han venido cometiendo desde siempre los inversores, y por la misma e inmutable razón: porque no pueden evitarlo.

La alternativa consiste en adoptar una conducta mejor a la hora de afrontar las inversiones. En los capítulos siguientes resaltaré algunas de las tendencias conductuales y algunos de los errores mentales habituales más perniciosos que he visto cometer a inversores profesionales. Os enseñaré a reconocer esos obstáculos mentales mediante el examen de la psicología que subyace bajo el error. A continuación os mostraré qué podéis hacer para proteger vuestra cartera de la perjudicial influencia que pueden tener sobre vuestros beneficios. A lo largo del camino veremos cómo algunos de los mejores inversores del mundo se han esforzado denodadamente para desarrollar procesos de inversión que minimizasen sus errores de conducta.

Así que, pasa la página, e iniciaremos un viaje por tu mente. ¡Primera parada las emociones y la exaltación del momento!

# 1

## En la exaltación del momento

### *Preparación, planificación y compromiso previo de una estrategia*

Los viajes emocionales en el tiempo no son el punto fuerte de nuestra especie. Cuando se nos pregunta a plena luz del día cómo nos comportaremos en el futuro, resulta que somos pésimos imaginando cómo actuaremos en la exaltación del momento. Esta incapacidad para predecir nuestro propio comportamiento futuro bajo una tensión emocional se denomina brecha de empatía.

Todos nos topamos con brechas de empatía. Por ejemplo, inmediatamente después de una copiosa comida, uno no se imagina que volverá a tener hambre. Del mismo modo, uno nunca debería ir a comprar al supermercado cuando tiene hambre, ya que comprará demasiado.

Ahora imaginemos que estás perdido en el bosque. Al mirar en la mochila descubres que te has olvidado coger comida y agua. ¡Horror! ¿Qué lamentarías más: no haber llevado comida o agua?

Los psicólogos[6] han formulado exactamente esa pregunta a dos grupos diferentes, ofreciéndoles una botella de agua a cambio de su participación. A un grupo se le preguntó justo antes de que empezara a hacer ejercicio en un gimnasio; al otro se le preguntó inmediatamente después del ejercicio. Si los individuos fuesen buenos viajeros en el tiempo, el momento en que se plantea la pregunta no debería tener ninguna influencia. Sin embargo, ésa no es la pauta que han revelado los investigadores. El 61 % de las personas preguntadas antes de hacer ejercicio pensó que se arrepentiría más de no haber llevado consigo agua. ¡En



cambio, después del ejercicio, el 92 % dijo que lamentaría más no haber llevado comida!

Mi ejemplo preferido de brecha de empatía procede de un experimento realizado por mi amigo Dan Ariely y su colaborador George Loewenstein. [7] Pidieron a treinta y cinco hombres (como se verá tenían que ser hombres por razones obvias) que mirasen imágenes sexualmente estimulantes en un ordenador portátil envuelto en film transparente. Con el fin de evitar que los lectores recatados se sonrojen, omitiré la lista completa, pero baste decir que incluían *bondage* y *spanking*.

A los sujetos se les pidió que puntuasen cuánto disfrutarían de cada uno de los actos en frío (frente a un investigador y en un entorno académico). A continuación, los participantes fueron enviados a su casa y se les pidió que evaluaran nuevamente las imágenes en la privacidad del hogar mientras disfrutaban de lo que, por decirlo delicadamente, podríamos denominar autosatisfacción.

A plena luz del día, la puntuación media fue del 35 %. Sin embargo, cuando los hombres contemplaron las imágenes en privado y en estado de excitación se disparó hasta el 52 %. ¡Ello supone un enorme incremento de diecisiete puntos porcentuales, provocado por la exaltación del momento!

## **Los peligros de dejar las cosas para más tarde**

Para ver cómo podemos combatir las brechas de empatía, en primer lugar tenemos que examinar los peligros de dejar las cosas para más tarde; el espantoso impulso que sientes, cuando sabes que hay un trabajo que hacer, de posponerlo lo máximo posible.

Imagínate que te contratan como corrector de pruebas de una serie de ensayos, cada uno de unas diez páginas. Tienes tres opciones: puedes marcarte tus propias fechas límite y entregar cada ensayo por separado; puedes entregarlos todos en el último minuto antes de que venza el plazo final; o te pueden establecer una serie de fechas límite para cada ensayo. ¿Cuál elegirías?

La mayoría de gente (incluido yo, por supuesto) opta por entregar todo en el último momento. Al fin y al cabo, pensamos, haré el trabajo a mi

ritmo y lo entregaré cuando quiera.

Por desgracia, esta decisión pasa por alto nuestra tendencia a dejar las cosas para más tarde (¡cosa con la que los editores literarios están de lo más familiarizados!). Si bien todos empezamos, con la mejor de las intenciones, a realizar el trabajo de forma espaciada y uniforme, resulta inevitable que surjan otras cosas, nuestros mejores planes son interrumpidos y acabamos haciendo todo el trabajo en el último minuto.

Con todo, los psicólogos han llegado a la conclusión[8] de que las fechas límite impuestas son las más eficaces. Los investigadores dividieron aleatoriamente a las personas en tres grupos y les asignaron una de las condiciones planteadas más arriba. Aquellos a los que se les indicó que cumpliesen unos plazos espaciados uniformemente fueron los que descubrieron más errores, y, a pesar de ello, entregaron su trabajo con menos demora. El grupo que decidió sus propias fechas límite aportó menos errores y entregó sus informes casi el doble de tarde. Sin embargo, el grupo con peores resultados fue el formado por aquellos a los que se les permitió esperar hasta el final para entregarlo todo. Este grupo identificó menos errores que los otros dos y tardó casi tres veces más en entregar sus informes que los que trabajaron siguiendo plazos uniformes. Este experimento supone una posible arma que incorporar a nuestro arsenal contra los obstáculos conductuales, que son las brechas de empatía, y dejar las cosas para más tarde: el compromiso previo.

## **El poder del compromiso previo**

Así pues, ¿qué podemos hacer nosotros, como inversores, para evitar tropezar con esos obstáculos en los viajes emocionales en el tiempo? Una respuesta sencilla es prepararse y comprometerse. Los inversores deberían aprender a seguir la regla de las siete P: la planificación perfecta y la preparación previenen una producción penosamente patética. Es decir, deberíamos examinar nuestras inversiones cuando nos encontramos en un estado frío y racional —y cuando no suceden demasiadas cosas en el mercado— y comprometernos previamente a seguir nuestro propio análisis y los pasos de acción determinados.

Sir John Templeton, legendario inversor y pionero de los fondos de inversión, es el ejemplo perfecto de la puesta en práctica de este proceso. Era célebre por decir: «El momento de máximo pesimismo es el mejor momento para comprar y el momento de máximo optimismo es el mejor momento para vender». Pocos estarían en desacuerdo con esa opinión. Sin embargo, cuando «todo el mundo se encuentra atareado vendiendo con desgana» puede resultar difícil no dejarse arrastrar por la marea y comprar. Esta dificultad es exactamente lo que define la brecha de empatía.

La sobrina nieta de sir John, Lauren C. Templeton, nos muestra la estrategia utilizada por su tío abuelo para superar este obstáculo en su libro *Investing the Templeton Way*:

Está claro que existen retos psicológicos para mantener la cabeza fría durante una acentuada liquidación. Una de las maneras en que el tío John actuaba para evitar esto era tomando sus decisiones de compra mucho antes de que se produjera la liquidación. Durante los años que pasó gestionando los Fondos Templeton, siempre tenía una «lista de deseos» de títulos valores vinculados a empresas que, según él, estaban bien gestionadas, pero cuyo precio era demasiado elevado [...]. A menudo sus agentes tenían órdenes constantes de comprar las acciones de esa lista de deseos si, por alguna razón, se producía en el mercado una liquidación lo suficientemente grande como para hacer bajar los precios hasta situarse a niveles en los que él los considerase una ganga.

Este ejemplo fundamental de compromiso previo ante una consabida brecha de empatía es exactamente lo que deberías tratar de emular en tus estrategias de inversión. Sir John sabía que el día que el mercado o la acción hubiesen bajado, pongamos un 40 %, no tendría la disciplina necesaria para ejecutar una compra. Sin embargo, emitiendo órdenes de compra muy por debajo del precio de mercado, resulta mucho más fácil comprar ante un escenario de venta desesperada. Es una manera sencilla pero muy eficaz de eliminar la emoción de la situación.

## 2

### **¿Quién teme al mercado feroz?**

*Reinvertir cuando se está aterrorizado*

Participemos en un sencillo juego. Al principio de la partida se te entregan veinte dólares y se te dice lo siguiente: el juego dura veinte rondas. Al principio de cada una, se te preguntará si te gustaría invertir. Si dices que sí, el coste será de un dólar. Entonces se lanzará una moneda al aire. Si sale cara recibirás 2,50 dólares. Si sale cruz, perderás tu dólar. Ahora sabemos dos cosas del juego. La primera —tal vez la más obvia— es que te interesa invertir en todas las rondas, dada la naturaleza asimétrica de la ganancia. Es decir, puedes ganar más de lo que pierdes en cada ronda; el valor estimado por ronda es de 1,25 dólares, lo cual hace que el valor estimado total sea de veinticinco dólares. De hecho, sólo hay un 13 % de probabilidades de que acabes con unas ganancias inferiores a veinte dólares, que son los que tendrías si decidieses no invertir nada en absoluto y te limitases a conservar la dotación inicial. La segunda cosa que sabemos es que el resultado obtenido en una ronda anterior no debería influir en la siguiente; al fin y al cabo la moneda no tiene memoria.

No obstante, cuando los investigadores estudiaron este juego, descubrieron un comportamiento muy poco usual.[\[9\]](#) Pidieron a tres grupos que participasen. El primer grupo era muy poco común; sus miembros presentaban una discapacidad mental muy concreta, se trataba de individuos incapaces de sentir temor. El segundo grupo de jugadores lo formaban personas como tú y como yo, aparentemente sin ningún síntoma de discapacidad mental. El tercer grupo estaba formado por personas con

discapacidades mentales, pero en partes del cerebro no relacionadas con el procesamiento de emociones (y por consiguiente, con el miedo).

¿Quién crees que obtuvo mejores resultados? Como no es de extrañar, fue el grupo con incapacidad para sentir temor. Invirtieron en el 84 % de las rondas, mientras que los, por así decirlo, normales invirtieron en el 58 % de las rondas, y los miembros del grupo con discapacidades mentales sin relación con el miedo invirtieron el 61 % de las veces.

El grupo que no podía sentir miedo mostró su ventaja tras las rondas en las que había perdido dinero. Después de dichas rondas invirtieron más del 85 % de las veces; un comportamiento muy favorable. Esto contrasta enormemente con los otros dos grupos, que hicieron gala de un comportamiento extremadamente poco favorable. De hecho, la pena o el temor a perder un solo dólar eran tan grandes que esos grupos invirtieron menos del 40 % de las veces después de una ronda en la que habían sufrido una pérdida.

Probablemente pensarás que, con el paso del tiempo, la gente aprendería de sus errores y por tanto jugaría mejor. Por desgracia, las pruebas muestran una imagen muy distinta. Cuando los investigadores dividieron las veinte rondas en cuatro grupos de cinco juegos, descubrieron que los que no podían sentir miedo invirtieron un porcentaje similar de veces en los cuatro grupos. En cambio, los normales empezaron invirtiendo en alrededor del 70 % de las rondas en los primeros cinco juegos, pero acabaron invirtiendo en menos del 50 % de los cinco últimos. Cuanto más se prolongó el juego, peor fue su toma de decisiones.

Te preguntarás por qué te explico esta historia; bien, naturalmente el comportamiento es análogo al que exhiben los inversores en los mercados bajistas. Las pruebas expuestas anteriormente indican que el miedo hace que la gente ignore gangas cuando están disponibles en el mercado, especialmente si han sufrido antes una pérdida. Cuanto más tiempo se encuentren en esta situación, más parece empeorar su toma de decisiones.

Evidentemente, este juego está diseñado de manera que correr riesgos reporte buenos resultados. Si le diésemos la vuelta al juego y correr riesgos reportase pocas ganancias, los normales superarían a los jugadores que no pueden sentir miedo. Sin embargo, la versión del juego esbozada anteriormente es una buena analogía para los mercados bajistas con

valoraciones bajas, en los cuales los beneficios futuros probablemente serán cuantiosos.

## **Fuga de cerebros y actuación**

Un estudio reciente[10] analizó el juego planteado anteriormente, pero evaluando a las personas basándose en su grado de confianza en su pensamiento a través del sistema X. Para los interesados en el formato del test, éste se planteó como una autoevaluación. La valoración de los participantes se realizó basándose en su grado de acuerdo o desacuerdo con ocho afirmaciones, tales como: «Tiendo a dejar que el corazón guíe mis actos», «Me gusta confiar en mi intuición» y «Mi intuición no es demasiado buena», en lugar de en un enfoque más clínico como el del CRT que vimos en el capítulo primero. De aquél se desprende que, si la disminución de recursos mentales como el autocontrol supone un problema, quienes confían más en su sistema X actuarán peor a la hora de tomar decisiones si se les fuerza a utilizar su capacidad de autorregulación. Por decirlo de otro modo, quienes utilizan su sistema de pensamiento rápido y burdo (sistema X) agotarán su autocontrol más rápidamente que aquellos más inclinados a utilizar un sistema de pensamiento lógico (sistema C).

Para lograr esto, un grupo de jugadores fue sometido al test de Stroop. El test de Stroop le resultará familiar a los aficionados a los juegos de habilidad mental, aunque tal vez no sepan que se llama así. Se presentan nombres de colores y los jugadores tienen que decir el color en que está escrito el nombre, no el color. Así, la palabra «rojo» puede estar escrita en azul y la respuesta correcta será azul. Para completar el test de Stroop se requiere concentración y fuerza de voluntad.

Cuando realizaron una prueba preliminar (es decir, sin el test de Stroop), los que dependían del sistema X y los que dependían del sistema C actuaron de la misma manera. Invirtieron alrededor del 70 % de las veces (lo cual sigue siendo claramente poco favorable).

Sin embargo, los resultados fueron muy distintos cuando las personas no fueron capaces de controlar sus propios miedos y emociones (es decir, después del test de Stroop). Quienes confiaban profundamente en su

sistema C siguieron obteniendo buenos resultados, invirtiendo el 78 % de las veces. No obstante, a quienes confiaban plenamente en su sistema X les fue especialmente mal. ¡Sólo invirtieron el 49 % de las veces! Esto es una prueba aún mayor de los peligros de confiar en nuestras capacidades para derrotar a los demonios de nuestra toma de decisiones.

## **La cura de la parálisis temporal**

En marzo de 2009, el S & P 500 se desplomó a los niveles más bajos de la década y el mercado descendió alrededor del 57 % desde su punto álgido a finales de 2007.

Yo observaba cómo los mercados parecían estar al borde del colapso. A los inversores ninguna perspectiva, por pesimista que fuera, les parecía imposible. ¿Cómo me sentía yo? En realidad, muy entusiasmado. No porque padezca algún tipo de perversión patológica que me haga disfrutar de la crisis (aunque sería posible), sino más bien porque los mercados se estaban abaratando. Como escribí en *Mind Matters*, a principios de marzo de 2009: «Compra cuando es barato, si no, ¿cuándo lo harás?». El argumento fundamental era bastante simple: la valoración de los mercados estaba en niveles no vistos desde hacía veinte o treinta años. Evidentemente, la valoración no es una razón infalible para comprar acciones —el precio de las acciones baratas siempre puede bajar más—, pero en marzo estaba convencido de que representaban una gran oportunidad de compra para los inversores a largo plazo.

Yo no era el único que pensaba de ese modo. Jeremy Grantham, director de estrategias de inversión de GMO, escribió lo siguiente:

A medida que esta crisis alcanza su punto culminante, personas antes razonables empezarán a predecir el fin del mundo, esgrimiendo gran cantidad de datos terroríficos y precisos que servirán para reforzar lo sabio que resulta ser cauteloso. Cada descenso incrementará la belleza del dinero en efectivo hasta que, como algunos experimentamos en 1974, se establezca una «parálisis terminal». Quienes invirtieron demasiado quedarán en estado catatónico y se limitarán a sentarse y rezar. Aquellos pocos que parezcan radiantes, rebosantes de dinero en efectivo, no querrán perder su fulgor tan fácilmente. Así que casi todo el mundo se limita a observar y esperar mientras su apatía empieza a fraguar como el

cemento. Como de costumbre, los que tienen gran cantidad de dinero en efectivo se perderán un gran pedazo del mercado cuando éste se recupere.

Sólo existe una cura para la parálisis temporal: es absolutamente necesario tener un plan de batalla para reinvertir y seguirlo a pie juntillas. Dado que cada acto ha de superar la parálisis, lo que recomiendo es dar pocos pasos grandes y no muchos pequeños. Un único paso de gigante con el mercado a la baja puede estar bien, pero al no haber firmado un pacto con el diablo, varios movimientos importantes resultan más seguros.

Es especialmente importante delimitar claramente lo que supondrá no tener efectivo en tu cartera. Sin un programa de este tipo, prepárate para que el entusiasmo de tu comité de inversiones (y por ende, el tuyo propio) decaiga en consonancia con el mercado. Has de conseguir que decida ya, rápidamente, antes de que aparezca el rigor mortis [...]. Por último, sé consciente de que el mercado no cambia al ver luz al final del túnel. Cambia cuando se ve todo negro, pero con un leve matiz menos sombrío que el día anterior.

De manera similar, Seth Klarman, presidente de Baupost y extraordinario inversor alcista, escribió:

El caos es tan extremo, las ventas a causa del pánico tan apremiantes, que apenas hay posibilidad de que la actuación de los vendedores sea fruto de información privilegiada; de hecho, situación tras situación, parece claro que los fundamentos de la inversión no afectan en absoluto a su decisión [...]. Si bien siempre es tentador intentar actuar teniendo en cuenta el tiempo del mercado y esperar a que se toque fondo (como si cuando esto sucede no fuese evidente), con el paso de los años dicha estrategia ha demostrado ser profundamente defectuosa. Históricamente, las transacciones de pequeño volumen en el momento más bajo o al inicio de la subida y la competencia por parte de otros compradores serán mucho mayores cuando los mercados se estabilicen y la economía empiece a recuperarse. Además, la recuperación de los precios una vez han tocado fondo puede ser muy rápida. Por consiguiente, un inversor debería poner su dinero a trabajar en medio de la angustia de un mercado bajista, consciente de que las cosas probablemente empeorarán antes de mejorar.

Los consejos que tan oportunamente nos proporcionaron Grantham y Klarman son, sin duda, un ejemplo más del poder del compromiso previo que vimos en el primer capítulo. El «plan de batalla para reinvertir» consiste en una serie de compromisos previos que reconoce la brecha de empatía con la que probablemente nos toparemos y además nos ayuda a eliminar la parálisis provocada por el miedo que seguramente estaremos padeciendo.



Hace algunos años, mientras estaba de vacaciones, le pregunté a un lugareño una dirección. Su respuesta, muy poco amable, fue: «¡Yo no saldría desde aquí!». Sin embargo, cuando se trata de invertir, podemos cambiar el punto de partida. Como Klarman señala a continuación: «Una de nuestras estrategias para mantener un pensamiento racional en todo momento es tratar de evitar las tensiones extremas que nos llevan a tomar malas decisiones. Con frecuencia hemos descrito las técnicas que empleamos para lograr esto: la voluntad de conservar el efectivo a falta de una oportunidad de inversión convincente, una rígida disciplina a la hora de vender, una actividad compensatoria significativa, y evitar recurrir al apalancamiento, entre otras». Eliminando algunas de las causas de las decisiones forzadas en tiempos difíciles, Klarman trata de reducir la vulnerabilidad de las brechas de empatía y las malas decisiones provocadas por el terror. Sigue su ejemplo y trata de eliminar de tus carteras las fuerzas impulsoras de las decisiones forzadas.

# 3

## **Mira siempre el lado bueno de la vida**

*«Pero ¿por qué debería hacer esta inversión?»*

Permíteme que te haga tres preguntas. No te preocupes, no son tan tramposas como las que vimos en la introducción.

1. ¿Conduces mejor que la media?
2. ¿En tu trabajo eres mejor que la media?
3. ¿Haces el amor mejor que la media?

Si eres como la inmensa mayoría de la gente habrás respondido afirmativamente a cada una de estas preguntas. De hecho, cuando pido que levanten la mano, habitualmente hay un caballero que levanta las dos en respuesta a la tercera pregunta. Personalmente estoy convencido de que se trata de un desmesurado exceso de confianza, pero eso lo dejaremos para el capítulo siguiente.

Parece que el optimismo se encuentra arraigado en la psique humana. Al final de *La Vida de Brian*, de Monty Python, los crucificados se ponen a cantar «Mira siempre el lado bueno de la vida». Al parecer, la inmensa mayoría de la gente comparte esta particular visión del mundo.

Cuando le pregunté a una muestra de más de seiscientos gestores de fondos profesionales si estaban por encima de la media en su trabajo, un impresionante 74 % respondió afirmativamente. Es más, muchos de ellos escribieron comentarios tales como «ya sé que todo el mundo cree que lo está, pero yo lo estoy de verdad». Igualmente, alrededor del 70 % de los

analistas creen que son mejores que sus colegas pronosticando ganancias, si bien el 91 % de las recomendaciones de esos mismos analistas en febrero de 2008 fueron comprar o retener. Este rasgo no es exclusivo de la industria de las inversiones. Cuando doy clase, por lo general me encuentro con que el 80 % de los estudiantes cree que acabará entre la mitad mejor de los alumnos.

Esta tendencia a sobreestimar nuestras capacidades se ve amplificada por la ilusión del control; pensamos que podemos influir en el resultado. La ilusión de control surge en los lugares más extraños. Por ejemplo, la gente está dispuesta a pagar cuatro veces más por un billete de lotería si puede elegir los números que por uno con los números seleccionados aleatoriamente, como si el acto de la persona de elegir los números hiciera que éstos tuviesen más probabilidades de tocar.

Así, a menudo la gente confunde aleatoriedad con control. Por ejemplo, al pedírsele a una serie de personas que predijesen el resultado de treinta lanzamientos de monedas, las cuales estaban trucadas de forma que todo el mundo acertase la mitad de las veces, aquellos que acertaron al principio se consideraron a sí mismos mucho más hábiles que quienes empezaron fallando.

De hecho, la ilusión de control parece mucho más probable cuando se dan muchas posibilidades de elección; cuando se empieza acertando en la tarea (como en el lanzamiento de monedas); cuando la tarea que se emprende te resulta familiar; cuando el volumen de información es muy grande y cuando hay una implicación personal. A mí todo esto me recuerda enormemente a las condiciones con las que nos encontramos a la hora de invertir.

## **Optimismo y sistema X**

Antes mencioné que, incluso aunque hayas logrado responder correctamente a las tres preguntas relacionadas con la reflexión cognitiva, sigues teniendo probabilidades de estar sujeto a diversas tendencias. El exceso de optimismo es una de esas tendencias que se oponen a la capacidad cognitiva.

Al parecer, el optimismo es el estado predeterminado y se encuentra implantado en el sistema X de procesamiento de información. Ya sabemos que el sistema X tiene más probabilidades de ser utilizado cuando la persona siente que está presionada por el tiempo. Por tanto, si el optimismo forma efectivamente parte del sistema X, deberíamos ser capaces de sacarlo a la luz poniendo a la gente contra el reloj. Esto es exactamente lo que han hecho los psicólogos.[11] Colocaron a los participantes frente a la pantalla de un ordenador en la que se les mostraban afirmaciones sobre hechos futuros de la vida. Podían pulsar una tecla marcada «yo no» u otra marcada «yo». A los sujetos se les indicó la frecuencia con que los acontecimientos afectaban a la población en general. Cada acontecimiento aparecía en la pantalla uno o diez segundos. Se utilizaron seis acontecimientos vitales positivos y seis negativos. Cuando se les dio tiempo para reflexionar, los participantes dijeron que les sucederían 4 de los 6 acontecimientos positivos, pero, en cambio, sólo 2,7 de los negativos. Sometidos a presión temporal, el número de acontecimientos positivos aumentó a 4,75, mientras que el de negativos descendió a 2,4. Esta muestra es coherente con la idea de que el optimismo es la respuesta predeterminada. Más pruebas de la asentada naturaleza del optimismo pueden hallarse en un reciente trabajo realizado por neurobiólogos...[12] Se han dedicado intensamente a escanear los cerebros de personas mientras les pedían que reflexionasen sobre acontecimientos buenos y malos de su pasado y de su futuro. Al imaginarse acontecimientos futuros positivos (relacionados con otros negativos) dos zonas clave del cerebro mostraron un incremento en su actividad: la circunvolución del cíngulo rostral anterior y la amígdala cerebral. Ambas zonas están relacionadas con el procesamiento de las emociones y, por lo general, se considera que guardan una correlación neural con el sistema X.

## **¿Nacemos o nos hacemos?**

Realmente, las fuentes del optimismo pueden dividirse en innatas y adquiridas. Empecemos por las adquiridas. Muchas de nuestras tendencias actuales presumiblemente presentan alguna ventaja evolutiva (si bien,

algunas puede que sean *spandrels*,<sup>[13]</sup> según el término acuñado por Stephen Jay Gould para referirse a los subproductos de la evolución).

¿Qué papel puede haber desempeñado el optimismo en nuestra evolución como especie? Lionel Tiger sostiene en su libro *Optimism: The Biology of Hope* (1979) que cuando los hombres primitivos abandonaron los bosques y se convirtieron en cazadores, muchos de ellos sufrían heridas y morían. Tiger sugiere que los humanos tienden a abandonar las tareas asociadas con consecuencias negativas, así que, el hecho de que nuestros antepasados desarrollasen el sentido del optimismo fue fruto de una adaptación biológica. Al fin y al cabo, había que tener mucho valor para enfrentarse a un mastodonte (una enorme criatura prehistórica parecida a un elefante); francamente, no muchos pesimistas llegarían siquiera a intentarlo.

Tiger sostiene también que, cuando estamos heridos, nuestro cuerpo genera endorfinas. Por lo general, las endorfinas presentan dos propiedades: por un lado tienen una propiedad analgésica (para reducir el dolor) y por otro provocan un sentimiento de euforia. Tiger sugiere que experimentar emociones positivas en lugar de negativas al estar heridos fue consecuencia de una adaptación biológica, ya que ello reforzaría la tendencia a cazar en el futuro.

El optimismo puede proporcionarnos también otros beneficios. Los psicólogos han llegado a la conclusión de que los optimistas suelen batallar mucho mejor que los pesimistas (y sobrevivir durante mucho más tiempo) cuando se enfrentan a noticias espantosas relativas a enfermedades u otros problemas.<sup>[14]</sup> Por tanto, muy posiblemente el optimismo sea una gran estrategia *vital*. Sin embargo, la esperanza no es una buena estrategia *inversora*.

Ben Graham, plenamente consciente de los peligros del exceso de optimismo, escribió:

La observación a lo largo de muchos años nos ha enseñado que las principales pérdidas de los inversores provienen de la compra de activos de mala calidad en momentos en que las condiciones de negocio son favorables. Los compradores equiparan los beneficios actuales a «poder de beneficios» y asumen que la prosperidad es sinónimo de seguridad.

Todo esto por lo que se refiere a las fuentes innatas. La instrucción también contribuye a ver la vida de color de rosa. Los psicólogos han documentado

con frecuencia una «tendencia interesada», según la cual la gente está inclinada a actuar de manera favorable a sus propios intereses. No obstante, «nunca le preguntes a un peluquero si necesitas un corte de pelo», tal y como advierte Warren Buffett.

Los auditores son un buen ejemplo de esta tendencia. Se proporcionó a ciento treinta y nueve auditores profesionales cinco casos de estudio.<sup>[15]</sup> Los casos hacían referencia a una serie de aspectos controvertidos de contabilidad. Por ejemplo, uno trataba de la identificación de activos intangibles, otro de la identificación de ingresos, y otro versaba sobre la capitalización frente al desembolso de gastos. A los auditores se les comunicó que cada caso era independiente del resto. Se les asignó aleatoriamente o trabajar para la empresa, o hacerlo para un inversor externo que se estaba planteando invertir en la compañía en cuestión. Los auditores a los que se les dijo que estaban trabajando para la empresa mostraron un 31 % más de probabilidades de aceptar movimientos contables dudosos que aquellos a los que se les dijo que trabajaban para un inversor externo. ¡Y eso que se trataba de un externo imparcial y en la época posterior a Enron!

Vemos que esta especie de tendencia interesada asoma la cabeza cuando se trata de invertir. Por ejemplo, el estudio de los corredores de bolsa, generalmente se ajusta a tres principios interesados:

Norma 1: toda noticia es una buena noticia (si la noticia es mala siempre puede mejorar).

Norma 2: todo es siempre barato (incluso si tienes que crear nuevos métodos de valoración).

Norma 3: las afirmaciones triunfan sobre las pruebas (nunca permitas que los hechos se interpongan en una buena historia).

Recordar que estas normas rigen gran parte de lo que se estudia en Wall Street puede protegerte y ayudarte a no ser víctima de este problema de la tendencia interesada.

La reciente crisis financiera proporciona abundantes ejemplos de la entrada en funcionamiento de esta tendencia interesada, el más notorio de los cuales es el comportamiento de las agencias de tasación. Perjuraron en

gran medida en busca de beneficios. Los conflictos de intereses en el seno de dichas organizaciones están muy claros; a la postre el emisor es quien paga por la tasación, el cual, igual que sucede con los auditores antes mencionados, hace que la agencia de tasación muestre predisposición a favorecerles. Al parecer, durante la crisis inmobiliaria, adoptaron ciertos modelos de análisis profundamente defectuosos, los cuales con sólo una somera reflexión se habrían revelado como peligrosos. Sin embargo, los utilizaron, y de ese modo, gran cantidad de préstamos de riesgo se transformaron de repente, como por arte de magia financiera, en títulos de la más alta calidad.

## **Vencer el exceso de optimismo**

¿Qué podemos hacer para defendernos del exceso de optimismo? Debemos aprender a pensar de manera crítica y volvernos más escépticos. Deberíamos tener la costumbre de preguntarnos: ¿Tengo que creerme esto?, en lugar de hacernos la pregunta más habitual: «¿Me puedo creer esto?». Como escribió el filósofo George Santayana: «El escepticismo es la castidad del intelecto y es vergonzoso entregarlo demasiado pronto o al primero que llega». Estas palabras son tan ciertas para las inversiones como para la vida en general.

De hecho, al parecer la mayor parte de los mejores inversores se plantean una pregunta previa muy diferente al resto de nosotros. Muchos de estos inversores generalmente gestionan carteras concentradas, y la pregunta predeterminada es: «¿Por qué debería hacer esta inversión?». En cambio, en el caso de los gestores de fondos, obsesionados por los errores de seguimiento y el riesgo, la pregunta predeterminada pasa a ser: «¿Por qué no debería ser propietario de esta acción?». Esta sutil distinción en las preguntas predeterminadas puede tener un impacto decisivo en el rendimiento.

Spencer Davidson, de General American Investors, recuerda: «Uno de mis antiguos mentores inició su carrera durante la Depresión y siempre solía decir que estábamos en el negocio del rechazo, que nos pagan para ser

cínicos y que gran parte del éxito de las inversiones consiste en saber decir no».

Antes de dejar el tema del exceso de optimismo, vale la pena señalar que un grupo de personas ve el mundo como realmente es: ¡los clínicamente deprimidos! No se hacen falsas ilusiones acerca de sus capacidades. Esta perspectiva realista es lo que les hace proclives a la depresión.

Por ejemplo, en una habitación con una luz que se enciende el 75 % de las veces que se pulsa el interruptor y el 75 % de las veces sin pulsarlo, la mayoría de la gente sale diciendo que tiene un alto grado de control sobre la luz. Sin embargo, los clínicamente deprimidos salen diciendo que prácticamente no tienen ningún control sobre la luz.[\[16\]](#)

Posiblemente esto plantea a los inversores una elección nada envidiable; o estar deprimidos y ver el mundo tal como es, o ser felices y vivir engañados. Personalmente, creo que la mejor solución es ser clínicamente deprimido en el trabajo y vivir engañado al volver a casa (¡al menos a mí me funciona!).



# 4

## ¿Por qué se escucha a esos tipos?

*¡Deja de escuchar a los expertos!*

Vale, es hora de otro examen sorpresa.

A continuación hay diez preguntas. Me gustaría que hicieras un cálculo aproximado del máximo y el mínimo en cada una de las respuestas. Asegúrate de que el cálculo máximo y el mínimo se aproxime a la respuesta real. Las respuestas a las preguntas pueden encontrarse en la nota al pie al final del capítulo.

<u>90 % de confianza</u>		
	Máximo	Mínimo
Edad de Martin Luther King en el momento de su muerte		
Longitud del Nilo (en kilómetros)		
Número de países de la OPEP		
Número de libros del Antiguo Testamento		
Diámetro de la Luna (en kilómetros)		
Peso de un Boeing 747 vacío (en kilogramos)		

Año de nacimiento de Wolfgang Amadeus Mozart

Período de gestación de un elefante asiático (en días)

Distancia aérea entre Londres y Tokio (en kilómetros)

Máxima profundidad conocida del océano (en metros)

---

Si eres como la mayoría de la gente, verás que entre cuatro y siete de los rangos de tus respuestas no son correctos. La razón es muy sencilla; por lo general, confiamos demasiado en nuestra capacidad. Sin embargo, lo que resulta más chocante —o más perjudicial para nuestras carteras— es que los expertos son aún peores.

En psicología, una de las conclusiones que cuenta con mayor respaldo es que, generalmente, los expertos tienen aún más exceso de confianza que el resto de nosotros. No tienes por qué creerme: examinemos a dos grupos de expertos, los meteorólogos y los médicos. A cada grupo se le proporciona información relativa a su materia; a los meteorólogos se les entregan patrones climáticos y se les pide que hagan una predicción del tiempo y a los médicos se les dan notas de un caso clínico y se les pide que diagnostiquen al paciente. Además, se les pregunta qué grado de seguridad tienen en sus predicciones.

Contrariamente a la creencia popular, los meteorólogos obtuvieron resultados sorprendentemente buenos. Cuando creen que van a acertar la mitad de las veces, efectivamente aciertan la mitad de las veces. Por el contrario, los médicos resultaron ser un grupo espantoso. Cuando creen que acertarán el 90 % de las veces, en realidad aciertan sólo el 15. ¿A qué se debe la diferencia entre estos dos grupos? En parte, la diferencia proviene del grado de reacción que recibe cada grupo. Los meteorólogos saben que son unos pronosticadores bastante desastrosos y, por lo tanto, tienen unos intervalos de confianza enormemente grandes. Por ejemplo, si estás en el Reino Unido y escuchas la previsión del tiempo, la cosa irá más o menos así: hay una leve posibilidad de que haya un período de sol, altas probabilidades de chubascos dispersos, es posible que nieve en las zonas de montaña y existe la remota hipótesis de que haya un tifón en la zona del

Canal. De hecho, es evidente que así cubren todos los posibles resultados. Además, los hombres del tiempo pueden echar una ojeada al exterior y comprobar si están acertando, aunque sea ligeramente, en sus predicciones.

Los médicos, en cambio, no suelen recibir reacciones. Además, nuestra especie tiene el desafortunado hábito de confundir la confianza con la habilidad. Si acudes al médico y le dices, «doctor, tengo un sarpullido terrible», y el médico responde, «no se preocupe, sé exactamente de qué se trata. Tómese estas pastillas y en una semana estará bien», es muy probable de que te vayas contento y tranquilo.

Ahora, imaginemos que vives en una realidad alternativa. Entrás en el despacho del médico y dices, «doctor, tengo un sarpullido terrible», y el médico responde, «¡Dios mío! Sí, ¡es horrible! Nunca he visto nada igual. ¿Cree que puede ser contagioso? Pruebe a tomar estas pastillas y si dentro de una semana sigue vivo venga a verme otra vez». Es muy probable que no te sientas muy satisfecho tras esa experiencia.

## **¿Por qué se escucha a Jim Cramer?**

Queremos que la gente aparente confianza. De hecho, nos encanta que así sea. Los psicólogos han concluido en repetidas ocasiones que la gente prefiere a quienes aparentan confianza y que incluso está dispuesta a pagar más a asesores seguros de sí mismos (aunque estén equivocados).[17] ¡Supongo que eso explica por qué se escucha a Jim Cramer!

Por ejemplo, en un experimento los voluntarios recibían dinero a cambio de adivinar el peso de una serie de personas que se les mostraban en una fotografía...[18] En cada ronda, los participantes podían comprar el consejo de uno de los cuatro asesores voluntarios. Los participantes podían saber con antelación lo seguro que se sentía cada uno de esos consejeros. Desde el primer momento, los más seguros tuvieron más compradores. Esto hizo que nuestro viejo conocido del capítulo anterior —la tendencia interesada— asomase su fea cabeza mientras los consejeros respondían con respuestas cada vez más precisas a medida que avanzaba el juego. Este efecto parece ser puramente una función del mercado. Cuando los

participantes simplemente tuvieron que decidir si comprar o no el consejo de un único asesor, el aumento de la precisión se desvaneció.

Probablemente pensarás que los participantes aprenderían a evitar a los consejeros con exceso de confianza. La buena noticia es que, cuanto más se prolongó el juego, más participantes se inclinaron a evitar a los consejeros que se habían equivocado previamente. Por desgracia, este buen sentido quedó considerablemente superado por la tendencia a la confianza. Si te equivocabas, pero aparentabas estar extremadamente seguro, se te perdonaba incluso un mal historial. Tal es el poder de la confianza.

No sólo nos gusta que los expertos aparenten seguridad, sino que, de hecho, nuestro cerebro desconecta algunas de nuestras defensas naturales cuando se nos dice que alguien es un experto. Los neurobiólogos han registrado mediante una máquina de IRM la actividad cerebral de sujetos mientras tomaban decisiones financieras simuladas.[\[19\]](#) Durante cada ronda de prueba los sujetos tenían que elegir entre recibir un pago libre de riesgo y probar suerte en una lotería. En algunas de las rondas se les ofrecía el consejo de un «economista experto» que les indicaba cuál era la alternativa que consideraba mejor.

Los resultados son preocupantes. El consejo de los expertos hizo disminuir la actividad en zonas del cerebro relacionadas con la valoración y la evaluación de probabilidades. En otras palabras, el consejo de los expertos hizo que el cerebro desconectase algunos de los procesos necesarios para la toma de decisiones financieras. El comportamiento de los participantes simplemente se hizo eco del consejo de los entendidos. Desgraciadamente, el consejo de los avezados durante el experimento distó mucho de ser el óptimo, lo que significa que los sujetos habrían obtenido mejores resultados si hubieran valorado las opciones por sí mismos. ¡Cuidado con los expertos!

## **Los terribles peligros de hacer lo que nos dicen**

Existe otra razón por la cual deberíamos desconfiar especialmente de los expertos: son figuras de autoridad. En virtud de su calidad de expertos les

investimos de autoridad en su campo y, por desgracia, tendemos a seguir ciegamente dicha autoridad.

Durante muchos años tuve un cartel junto a mi mesa que decía: «No preguntes a la autoridad. ¡Ellos tampoco saben la respuesta!». Esto resume mi falta de respeto en general hacia la autoridad. Sin embargo, no mucha gente parece compartir mi desagrado. La obra clásica sobre la obediencia a la autoridad son los experimentos de Stanley Milgram realizados en la década de los sesenta. Milgram estaba fascinado por preguntas tales como por qué tantas personas corrientes siguieron las normas claramente repugnantes de sus líderes durante la segunda guerra mundial.

Milgram diseñó un experimento sencillo, pero asombrosamente eficaz, para ilustrar nuestra obediencia ciega a la autoridad. A los sujetos se les explicó que administrarían descargas eléctricas a un «aprendiz» cuando se lo indicase un «profesor». Se les dijo que estaban tomando parte en un estudio sobre los efectos del castigo en el aprendizaje y la memoria.

Los participantes se sentaban ante una caja con conmutadores eléctricos. Los conmutadores mostraban el nivel de voltaje que se aplicaba, así como un texto que describía el grado de dolor y que iba de «Leve» hasta «Peligro. Descarga grave», pasando por «Descarga de intensidad extrema» y que culminaba en «XXX». Cuando se pulsaban los conmutadores podía oírse un zumbido. La persona que interpretaba el papel de profesor llevaba una bata blanca de laboratorio, sostenía una carpeta e indicaba a los sujetos cuándo debían pulsar el botón.

En la versión clásica de este experimento, los participantes no podían ver a las personas a las que administraban las descargas (aunque las habían conocido al inicio del experimento), pero sí que las podían oír. A los 75 voltios, el aprendiz gruñía, a los 120 voltios empezaba a quejarse de palabra, advirtiendo de que padecía del corazón; a los 150 voltios exigía que le liberasen, a los 285 voltios hacía un ruido que, según Milgram, sólo podía describirse como «un chillido agonizante». A partir de ese momento el sujeto no oía más que silencio en respuesta a las descargas que seguía administrando.

Cuando se describe este experimento, la gente cree que se detendría en seguida. De hecho, un equipo de cuarenta psiquiatras preguntados por Milgram pensaba que sólo un 1 % de las personas estaría dispuesto a

administrar la descarga máxima. Al fin y al cabo, razonaban, los estadounidenses no encajan en ese comportamiento.

Sin embargo, los psiquiatras recibieron una buena dosis de realidad. El 1 % de los norteamericanos corrientes estaba dispuesto a administrar hasta 135 voltios (punto en el que el aprendiz pide que le liberen) a un desconocido. El 85 % estaba dispuesto a llegar a 285 voltios (momento en el que se oyen chillidos de agonía). Más del 62 % de los sujetos estaban dispuestos a administrar 450 voltios, la máxima potencia, a pesar de que la etiqueta de la máquina advertía de grave peligro y «XXX».

Milgram realizó muchas versiones diferentes de su experimento con el fin de entender las condiciones que influyen en la probabilidad de obediencia a la autoridad de la gente. La tasa más alta de cumplimiento se registró cuando a los sujetos no se les pidió que administrasen personalmente las descargas, sino que se utilizó como segundo sujeto a un cómplice del experimentador. Al auténtico sujeto se le pedía que leyese las preguntas. De esta forma, los participantes podían oponerse al experimento en cualquier momento, irse, o incluso impedir al otro individuo que administrase la descarga eléctrica. Sin embargo, un auténtico aterrador 93 % de las personas se sentaron y contemplaron cómo a alguien se le aplicaba el máximo voltaje. Proporcionar una cierta distancia de la efectiva aplicación, aparentemente incrementó notablemente la sumisión frente a la autoridad.

La sacudida provocada por los experimentos de Milgram (si se me permite el juego de palabras) hace resaltar la forma irreflexiva en que nos sometemos a la autoridad. Al invertir, tenemos que aprender a ser mucho más escépticos frente a los expertos y su potestad.

## **Los gestores de fondos: ¿meteorólogos o médicos?**

De acuerdo, ya basta por el momento de la deprimente realidad de nuestra naturaleza borreguil (luego más, lo prometo). Es hora de centrar nuestra atención de nuevo en los gestores de fondos. Puede resultar tentador pensar que los gestores de fondos se parecen más a los meteorólogos, pero desgraciadamente las pruebas indican que los profesionales de la inversión

constituyen un grupo de personas que hace que parezca que los médicos saben lo que hacen.

En un estudio se enfrentó a inversores profesionales y a estudiantes en un curso de psicología.[20] Se pidió a todos los participantes que eligiesen de entre dos acciones la que tenía más probabilidades de superar a la otra cada mes. Todas las empresas eran conocidas y de primera categoría, y a los jugadores se les informó del nombre, el sector y el rendimiento durante los doce meses anteriores.

En conjunto, los estudiantes estaban alrededor de un 59 % seguros de su habilidad a la hora de elegir las acciones. Los profesionales, como media, confiaban un 65 % en su competencia. Desgraciadamente, más valdría lanzar una moneda al aire que hacer caso a cualquiera de los dos grupos. Los estudiantes eligieron la acción correcta el 49 % de las veces, mientras que los profesionales eligieron la correcta menos del 40 % de las veces. ¡Cuando los profesionales dijeron que estaban el ciento por ciento seguros de su elección, es decir, que en su mente no había el menor atisbo de duda de que habían escogido la acción correcta, realmente acertaron menos del 12 % de las veces!

¿Qué se esconde tras esta pésima actuación? Bien, se pidió a los inversores que ordenasen los factores que les habían llevado a tomar sus decisiones. Los estudiantes dijeron, como era de esperar, que el factor decisivo había sido probar suerte. El factor más importante en las decisiones de los profesionales había sido «otros conocimientos», cosas que los expertos creían saber sobre las acciones en cuestión y que quedaban fuera del ámbito del estudio. Éste es un claro ejemplo de cómo la ilusión del conocimiento conduce al exceso de optimismo (veremos más sobre este tema en el capítulo 5).

## **El exceso de confianza perjudica gravemente la salud económica**

¿Qué sucede cuando el exceso de confianza llega al mercado? Por supuesto, en la economía clásica nadie tiene exceso de confianza. De hecho, llevando al extremo la teoría del mercado eficiente, los mercados de valores no

deberían existir. ¿Por qué? Si el precio es correcto (como debería ser en un mercado eficiente), ¿por qué querría alguien comerciar? El volumen sería cero.

En cuanto se añade exceso de confianza a uno de esos modelos, los volúmenes y la facturación se disparan, porque todo el mundo cree que sabe más que los demás y, por lo tanto, realiza más operaciones. Terry Odean y Brad Barber han examinado el impacto del exceso de confianza sobre el rendimiento.[\[21\]](#)

Estudiaron 66.000 cuentas de una agencia de corretaje de descuento durante el período transcurrido entre 1991 y 1996. Durante ese tiempo la producción del mercado se situó justo por debajo del 18 % anual. Los que operaron con mayor frecuencia (con un índice de rotación del 21,5 %) obtuvieron como media menos del 12 % anual neto (después del pago de comisiones). Los de menor rotación lograron ganar casi un 18 % anual (después del pago de comisiones). Cualquier información privilegiada de que dispusieran los individuos con gran rotación quedó más que erradicada por el coste de las operaciones.

En los estudios de psicología hay un grupo que ha demostrado tener más exceso de optimismo y de confianza que ningún otro. Por desgracia para mí, se trata de los hombres. Terry y Brad quisieron ver también si esto se reflejaba también en el comportamiento a la hora de invertir.[\[22\]](#) Efectivamente. Las mujeres presentaban índices de rotación claramente inferiores a los hombres, un 53 % frente a un 77 %. Fueron ellas las que acabaron obteniendo más beneficios netos que los hombres.

Por si esto no fuera suficientemente malo, Terry y Brad examinaron también el rendimiento de un conjunto de cuentas en las que se necesita el permiso del cónyuge para operar. Los hombres que necesitaban el permiso de sus mujeres para operar superaron ampliamente a los solteros. Desgraciadamente, las mujeres que necesitaban el permiso de sus maridos para operar obtuvieron peores resultados que las solteras. Así que los hombres no sólo son malos inversores, sino que también son una mala influencia.

Cuando expongo estos resultados a los profesionales, todos se burlan divertidos de la desgracia de los inversores individuales. Sin embargo, ellos no son precisamente inmunes a las insidiosas formas que adopta el exceso de confianza. El ejemplo más llamativo de exceso de confianza entre



profesionales es tal vez la creencia generalizada de que son más listos que todos los demás, es decir, que entran antes que nadie y se retiran antes de que el rebaño se apresure hacia la salida. Este fenómeno no es nuevo. Nada más y nada menos que el gran John Maynard Keynes escribió las siguientes líneas ya en 1936:

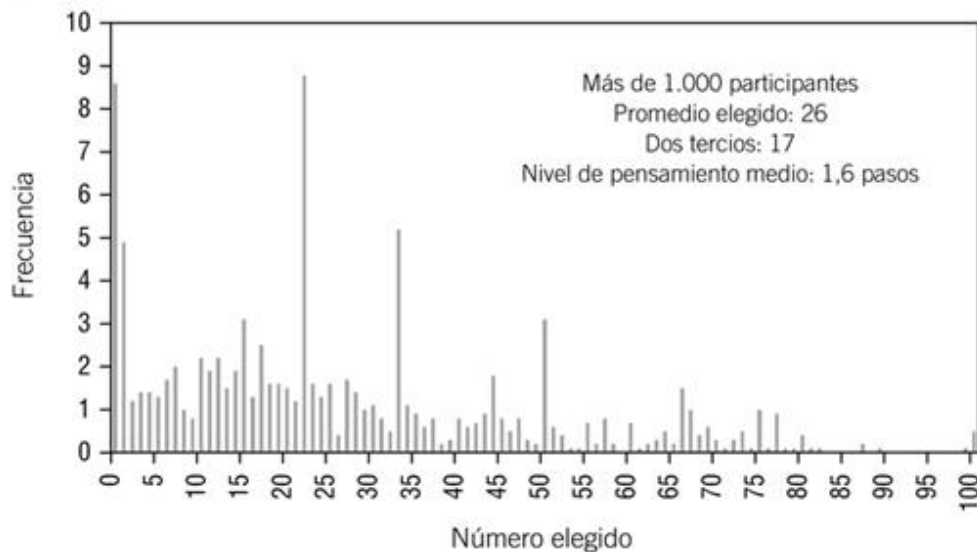
La inversión profesional puede compararse con las competiciones de los periódicos en las que los concursantes tienen que elegir las seis caras más bonitas entre un centenar de fotografías, y en las que el premio se concede al concursante cuya elección se corresponde con más exactitud a las preferencias del conjunto de los competidores como promedio; con lo cual, cada concursante tiene que elegir, no las caras que encuentra más atractivas, sino las que considera que tienen más probabilidades de agradar al resto de concursantes, quienes contemplan el problema desde el mismo punto de vista. No se trata de elegir las que, según la propia opinión, son las más atractivas, y ni siquiera las que la opinión generalizada encuentra más atractivas. Hemos alcanzado el tercer grado, en el cual ponemos nuestra inteligencia a anticipar qué opinión general es la que espera que sea la opinión general. Y algunos, creo, practican el cuarto y el quinto grado, y hasta más.

Este juego se puede reproducir fácilmente pidiendo a personas que elijan un número entre 0 y 100 y diciéndoles que el ganador será quien elija el número más próximo a dos tercios de la cifra media elegida. El gráfico 4.1 muestra los resultados del mayor juego en el que he participado; de hecho, se trata del tercer mayor juego jamás jugado y el único en el que los participantes eran sólo inversores profesionales.

La respuesta correcta más probable es 67. Para elegir el 67 has de creer que cada uno de los otros títeres del universo conocido ha elegido el 100. El hecho de que nos encontremos con un montón de respuestas por encima del 67 es más que alarmante. En el gráfico 4.1 se aprecian picos que representan varios niveles de pensamiento. El pico en el 50 señala a aquellos que (de forma un tanto grosera) denominamos personas de pensamiento cero. Son el equivalente inversor de Homer Simpson: 0, 100, pues claro, 50. ¡Para eso no hace falta hacer un gran esfuerzo cognitivo!

GRÁFICO 4.1

## El concurso de belleza de Keynes: resultados de los profesionales



Fuente: GMO.

Hay un pico en el 33 de los que creen que todo el resto de mundo es como Homer. Hay un pico en el 22 correspondiente a quienes piensan que todos los demás van a elegir el 33. Como puede verse, también hay un pico en el cero. Aquí nos encontramos con los economistas, teóricos de juegos y matemáticos del mundo; está claro que no tienen amigos. Son las únicas personas formadas para resolver estos problemas en un santiamén. Y de hecho, el único número que se ajusta al equilibrio de Nash es el cero (dos tercios de cero son cero). Sin embargo, sólo es la respuesta «correcta» cuando todo el mundo elige el cero.

El último pico destacable es el del 1. Los concursantes son economistas invitados (por error) a una cena (a los economistas nunca se les invita a más de una cena). Han salido a la calle y se han dado cuenta de que el resto del mundo no piensa como ellos, así que tratan de calcular la escala de irracionalidad. No obstante, acaban sufriendo la maldición del conocimiento. Una vez que sabes la respuesta correcta tiendes a aferrarte a ella. En este juego, que es bastante típico, el promedio elegido fue 26, cuyos dos tercios son 17. Con todo, sólo tres personas entre más de mil eligieron el número 17.

Planteo este juego para intentar ilustrar lo difícil que resulta estar sólo un paso por delante de todos los demás, entrar antes que todos los demás y

salir antes que todos los demás. Sin embargo, a pesar de este hecho, parece que es eso exactamente a lo que un gran número de inversores dedica su tiempo: a intentar ser la persona más lista de la sala.

Por tanto, si no podemos ser más listos que el resto, ¿cómo diablos podemos invertir? La buena noticia es que no hemos de ser más listos que los demás. Tenemos que seguir a pie juntillas nuestra disciplina de inversión, ignorar las acciones de los demás y dejar de escuchar a los llamados expertos.

Así pues, la próxima vez que un busto parlante financiero intente convencerte de que hagas algo, hazte un favor, ¡tápate los oídos y empieza a murmurar para ti!

Respuestas del examen sorpresa: treinta y nueve años; 6.756 kilómetros, trece países; treinta y nueve libros; 3.476 kilómetros; 180.985 kilogramos; 1.756; 645 días; 9.558 kilómetros; 11.034 metros.

## 5

### **La locura de predecir**

*Prepárate, no predigas*

Como señaló el poeta del siglo vi a.C., Lao-Tsé: «Los que tienen conocimiento no predicen. Los que predicen no tienen conocimiento». Con todo, la mayoría de la industria de las inversiones parece obsesionada en tratar de adivinar el futuro. Ello se debe a la forma en que a muchos inversores se les ha enseñado a analizar las inversiones. Por ejemplo, cuando aprendemos la valoración métrica favorita de las finanzas —el flujo de fondos descontados—, se nos enseña a predecir el flujo de fondos de la empresa en el futuro y luego a descontarlos en el momento actual. Sin embargo, tal como ha señalado Charlie Munger: «Algunas de las peores decisiones empresariales que he visto en mi vida son las que tienen que ver con proyecciones futuras y descuentos. Parece que las matemáticas superiores, con su falsa precisión, nos tendrían que ayudar, pero no lo hacen. Las enseñan en las escuelas de negocios porque, en fin, algo tienen que hacer».

Todo este proyecto de tratar de ser un adivino financiero parece estar en buena parte condenado al fracaso a causa del obstáculo conductual del capítulo anterior: el exceso de confianza.

Pongamos que inviertes según el siguiente proceso: previsión de la economía, previsión de la tendencia de los tipos de interés, previsión de los sectores que obtendrán buenos resultados en ese entorno y, por último, previsión de qué acciones tendrán éxito en el sector.

Ahora asumamos que eres muy bueno en este tema y que tus pronósticos son acertados el 70 % de las veces, lo cual está enormemente por encima de los índices de precisión reales con los que generalmente nos encontramos. Si es necesario que los cuatro pronósticos sean correctos, sólo tienes el 24 % de probabilidades de acertar realmente (asumiendo que cada uno de los pronósticos es un hecho independiente). Ahora pensemos en el número de pronósticos que contiene un modelo de análisis tipo: ventas, costes, márgenes, impuestos, etcétera. No resulta extraño que esos tipos no acierten nunca.

Además, incluso si por algún milagro o intervención divina tu pronóstico resulta acertado, sólo podrás obtener dinero de él en el caso (y sólo en el caso) de que sea diferente de la opinión general. Esto añade toda una nueva dimensión de complejidad al problema.

Las pruebas de la locura de las predicciones son apabullantes y llenarían muchos libros breves como éste por derecho propio. Así que, deslicémonos entre algunos datos y cifras para entender lo esencial del problema.

Empezaremos por arriba del todo, con los economistas. Estos tipos no tienen ni idea. Francamente, los tres ratones ciegos tienen más credibilidad a la hora de ver lo que se avecina que un analista macroeconómico. Por ejemplo, la opinión generalizada de los economistas ha fracasado totalmente en cuanto a predecir cualquiera de las cuatro últimas recesiones (incluso cuando ya estábamos inmersos en ellas).

Los analistas no son mejores. Su historial de predicciones es sencillamente horroroso en lo que respecta a problemas tanto a corto como a largo plazo. Cuando un analista realiza por primera vez un análisis de las expectativas de beneficio de una empresa con dos años de antelación, éstas son incorrectas como media un asombroso 94 % de las veces. ¡Incluso a doce meses vista, son incorrectas alrededor del 45 %! Por decirlo suavemente, los analistas no tienen ni idea de los beneficios futuros.

Su actuación al vaticinar el mañana a largo plazo no es mejor que su inexistente capacidad para preverlo a medio plazo.

Al comparar los pronósticos de crecimiento a cinco años realizados por los analistas con los resultados reales, se impone una evidencia ciertamente deprimente. ¡Las acciones que los analistas esperan que aumenten de valor más rápidamente no lo hacen a más velocidad que aquellas que suponen que lo harán más lentamente! Por supuesto, comprar las acciones que

esperan que aumenten más rápidamente de valor no significa otra cosa que condenarse a sufrir una enorme decepción. De momento, podemos limitarnos a decir que los analistas no tienen la menor idea de hacer predicciones de crecimiento a largo plazo.

Los analistas también presentan un historial penoso en lo relativo a precios objetivos. Como dijo Ben Graham: «Predecir los precios de los valores no es realmente una tarea propia de los analistas de valores», pero ello no les frena a la hora de realizar ridículas predicciones sobre el precio futuro de las acciones. Como media, sus expectativas se sitúan alrededor de un 25 % por encima del precio actual. Sin embargo, como pronosticadores no valen nada. Por ejemplo, en el año 2000, el precio objetivo medio de las acciones estaba un 37 % por encima del precio de mercado a principios de año. El resultado real fue de un 16 %. En 2008, los analistas predijeron un incremento del precio del 24 %, sin embargo las acciones cayeron casi un 40 %. De hecho, entre 2000 y 2008, los analistas no habían logrado siquiera determinar correctamente el sentido del cambio de precios de cuatro años en un intervalo de nueve.

El balance final de esta visita relámpago por el fracaso de las predicciones es que sería una absoluta locura basar un proceso de inversión en nuestra gravemente defectuosa capacidad para adivinar el futuro. A todos nos iría mejor si hiciéramos nuestra la respuesta que sugería Keynes cuando nos preguntan sobre el futuro: «Simplemente no lo sabemos».

## **Entonces, ¿por qué seguimos pronosticando?**

Si las predicciones son realmente tan malas, la pregunta natural que se plantea es: ¿por qué la gente sigue haciéndolas? En parte se trata de demanda que crea suministro. Si los inversores quieren una información tan absurda, alguien tiene que suministrársela. He mantenido innumerables discusiones tanto con analistas como con sus gestores a lo largo de los años sobre la total inutilidad de determinar precios objetivos; su argumento final siempre es «los clientes los quieren».

A pesar de todo, uno se pregunta si los analistas acabarán por aburrirse de equivocarse siempre por completo y dejarán de intentar adivinar el

futuro. Sin embargo, resulta que los expertos presentan una serie de excusas sobre el fracaso de sus pronósticos que les permite evitar tener que reconocer que no pueden predecir.

Philip Tetlock ha realizado uno de los estudios más exhaustivos sobre los analistas, su precisión y sus excusas. Al estudiar las opiniones de los expertos sobre una amplia gama de acontecimientos políticos mundiales a lo largo de una década, llegó a la conclusión de que, entre toda una serie de predicciones, los expertos que afirmaban estar un 80 % o más seguros de sus pronósticos, solamente acertaron alrededor de un 45 % de las veces.[\[23\]](#) En todas sus predicciones, no tuvieron mucho más éxito que si hubieran lanzado monedas al aire.

Después de cada uno de los acontecimientos, las predicciones resultaron ser o no ser las acertadas. Tetlock se dirigió otra vez a los expertos y les pidió que valorasen de nuevo si pensaban que habían entendido bien el proceso subyacente y las fuerzas en juego. A pesar de la indiscutible evidencia de que estaban equivocados, éstos no mostraron signo alguno de pérdida de fe en su comprensión de la situación.

En lugar de autoconocimiento, Tetlock sacó a la luz cinco excusas utilizadas frecuentemente por los expertos para justificar sus predicciones erróneas (lo que me recuerda a la antigua descripción del economista según la cual éste es un experto que mañana sabrá por qué las cosas que predijo ayer no han sucedido hoy).

Las excusas más habituales fueron:

1. La defensa del «si». Si la Reserva Federal hubiese aumentado los tipos, la predicción habría sido acertada. En realidad, los expertos afirman que habrían acertado si se hubiera seguido su consejo.
2. La defensa del *ceteris paribus*. Ha sucedido algo externo al modelo de análisis que ha invalidado la predicción; por lo tanto no es culpa mía.
3. La defensa del «casi acierto». Aunque el resultado pronosticado no ha tenido lugar, casi sucede.
4. La defensa del «simplemente es que todavía no ha sucedido». Yo no estaba equivocado, lo único que pasa es que todavía no ha sucedido. Personalmente, ésta es mi defensa favorita.

## 5. La defensa de la «única predicción». No me puedes juzgar por el resultado de una única predicción.

Estas excusas permitieron a los analistas fracasados continuar haciendo predicciones escandalosamente erróneas sin reconocer que realmente se equivocaban.

A pesar de proceder de un escenario muy diferente (la política), la lista de excusas esbozada anteriormente se puede encontrar también con mucha frecuencia en el mundo de las inversiones. Dos psicólogos[24] examinaron las excusas presentadas por analistas financieros (con un extremado exceso de confianza, como vimos en el capítulo anterior) y por los meteorólogos (más equilibrados) tras equivocarse. Los meteorólogos explicaron sus errores con una franqueza que desarmaba. La razón citada con más frecuencia fue la «falta de experiencia personal», seguida del reconocimiento de que estaban tratando de predecir lo que es intrínsecamente impredecible.

Aunque parezca extraño, por lo que respecta a los analistas financieros, nos encontramos con una serie de excusas muy diferentes. Su argumento más habitual fue que no se les debía juzgar sobre la base de un único pronóstico (lo que se conoce como la defensa de la única predicción), seguido de la excusa de que había sucedido algo fuera del ámbito de su modelo, es decir, la defensa *ceteris paribus*. Así pues, la próxima vez que oigas a un experto soltar una excusa para explicar por qué no ha predicho lo que realmente ha sucedido, puedes dedicarte a escuchar y ver cuál de estas ridículas excusas está esgrimiendo, pero te sugiero que te vayas corriendo, no andando.

## **¿Por qué utilizamos las predicciones?**

Ahora tenemos alguna idea de por qué la gente continúa haciendo predicciones, a pesar de que son inútiles. Sin embargo, nos queda todavía la pregunta más importante: ¿por qué continuamos siguiendo ciegamente estas predicciones inútiles?



Como mencionamos al comienzo de este capítulo, a todos se nos ha enseñado que necesitamos unas predicciones que nos ayuden a invertir. Este punto de vista fue tipificado en un artículo escrito por Joe Nocera para el *New York Times* el 1 de octubre de 2005, en el cual opinaba lo siguiente:

Al final he acabado por pensar que las predicciones son al mercado lo que la gravedad a la Tierra. Por mucho que nos burlemos de las predicciones incorrectas, no podemos funcionar sin ellas. Incluso si no estamos de acuerdo con, digamos, la opinión generalizada de los expertos sobre Cisco, esa opinión generalizada nos ofrece una base que nos ayuda a formar nuestro propio juicio sobre si está sobrevalorada o infravalorada. Sin predicciones, el mercado ya no estaría conectado a nada.

Ahora bien, yo tengo dudas de que realmente necesitemos que los analistas nos ayuden a invertir. Sin embargo, Nocera nos señala, sin darse cuenta, una de las razones por las cuales la gente sigue recurriendo a ellos: cuando se nos da un número tendemos a aferrarnos a él, aunque sea inconscientemente; se trata de un rasgo conocido como anclaje.

Por ejemplo, les he pedido a seiscientos gestores de fondos que escriban las cuatro últimas cifras de su número de teléfono y, a continuación, que calculen el número de médicos que trabajan en Londres. Curiosamente, los que tienen números de teléfono acabados en 7000 o una cifra superior, creen que en Londres trabajan alrededor de 8.000 médicos, mientras que aquellos cuyo número de teléfono acaba en 3000 o menos creen que en Londres hay alrededor de 4.000 médicos. ¡No tengo ni idea de cuántos médicos hay en Londres, pero estoy seguro de que mi cálculo no estaría relacionado con mi número de teléfono!

Otros estudios han mostrado que los expertos en Derecho estaban influidos por anclajes irrelevantes a la hora de determinar sentencias de prisión, incluso a pesar de que dichos expertos eran plenamente conscientes de la irrelevancia de los datos.[\[25\]](#)

En un estudio, se pidió a los participantes (que eran jueces) que lanzasen dados para determinar la petición de pena de la acusación. Los dos dados utilizados estaban trucados de manera que el número resultante fuera bajo (1, 2) o bien alto (3, 6). Una vez lanzados los dados, se les dijo que sumasen los resultados y que dicho número sería lo que solicitaría la acusación. Al ser los propios jueces los que lanzaban los dados, podían ver

claramente que el resultado era totalmente irrelevante. Sin embargo, el grupo que obtuvo un resultado total de tres dictó una sentencia de una media de 5,3 meses; los que obtuvieron un resultado total de nueve dictaron una sentencia de una media de 7,8 meses. Así que, incluso ante un pronóstico claramente fraudulento, es probable que la gente se aferre a él.

Por otro lado, pensemos en el peligro que entraña este problema cuando afecta a la llamada gestión de riesgos moderna. Ofrecer a alguien simplemente una medida como el valor en riesgo significa que se aferrará a ella, incluso siendo consciente de que ese tipo de medidas son sumamente defectuosas. Pero, ¡ay!, este tema queda fuera del ámbito de esta obra; no obstante, si quieres obtener más información sobre la gestión de riesgos moderna, te sugiero que consultes mi anterior libro, *Value Investing*.

## **Tiene que haber una manera mejor**

Entonces, si no podemos invertir según las previsiones, ¿cómo deberíamos hacerlo? Como señaló Ben Graham: «el análisis debe ser perspicaz, no profético». Es decir, si a los analistas se les llama analistas y no pronosticadores es por algo. Todos los inversores deberían dedicarse a entender la naturaleza del negocio y su valor intrínseco, en lugar de perder el tiempo tratando de adivinar el futuro incognoscible.

Distintos inversores han afrontado el problema de la predicción desde diferentes ángulos. Si estás muy apegado al manejo de valoraciones de flujo de fondos descontados, podrías muy bien beneficiarte dándole la vuelta al proceso. En lugar de intentar predecir el futuro, ¿por qué no tomar el precio de mercado actual y restar lo que implica para el crecimiento futuro? De esta forma, el crecimiento implícito puede compararse con la distribución de los índices de crecimiento que todas las empresas han obtenido a lo largo del tiempo. Si te encuentras ante una empresa que se encuentra justo al límite de lo que otras han obtenido anteriormente, deberías meditar muy cuidadosamente tu compra.

Por ejemplo, en enero de 2008, dirigí un modelo de flujo de fondos descontados inverso como el que acabo de mencionar, según el cual Google, Apple y RIMM cotizarían a un 40 % de crecimiento anual durante

los diez años siguientes. Si lo comparamos con la distribución histórica de los índices de crecimiento alcanzados por todas las empresas a lo largo de un período largo de tiempo, se aprecia que la mejor de las mejores (el percentil 99,99) únicamente había alcanzado un crecimiento del 22 % anual en una década. Así que el mercado estaba diciendo que esas empresas no sólo obtendrían mejores resultados que prácticamente cualquier otra empresa que hubiera existido jamás, sino que doblarían el registro anterior. Aquello me llenó de asombro, ya que era demasiado improbable. De hecho, las tres acciones bajaron el 53, el 52 y el 65 % respectivamente a lo largo del 2008.

Este enfoque aprovecha el poder de la visión externa (esto es, las pruebas estadísticas) para compensar la visión interna (es decir, nuestro propio punto de vista). Daniel Kahnemann, pionero del enfoque conductual, relata una historia maravillosa que muestra el poder de la visión interna. Él y un grupo de colegas estaban desarrollando un programa para enseñar criterio y toma de decisiones a alumnos de instituto. Después de un año aproximadamente, el grupo había escrito un par de capítulos del libro de texto y disponía de algunos esquemas para las clases prácticas. Surgió la pregunta de cuánto tiempo haría falta para finalizar el proyecto. Kahnemann pidió a cada miembro de equipo que calculase independientemente el tiempo necesario y, a continuación, hizo la media de los resultados. Descubrió que todos los cálculos se concentraban alrededor de los dos años, y todos oscilaban entre los dieciocho y los treinta meses.

Dado que uno de sus colegas tenía especial experiencia en este tipo de actividades, Kahnemann le pidió que pensase en sus pruebas anteriores y en lo que se desprendía de ellas. ¡El experimentado miembro respondió tímidamente que el 40 % de los grupos con los que había trabajado en proyectos similares nunca había llegado a finalizar la tarea, y que ninguno de los grupos la había finalizado en menos de siete años! Éste es el poder de la visión externa. Si se aplica adecuadamente, puedes utilizar las pruebas para que te ayuden a calcular las probabilidades subyacentes. Bruce Greenwald, de la Columbia University, fue el primero en promover un enfoque alternativo. El enfoque planteado por Bruce compara el valor del activo —un concepto en la línea de Ben Graham que básicamente contempla el valor de una empresa como si fuera a quebrar— con el valor de las ganancias potenciales, una fórmula para calcular el valor de las

ganancias actuales ajustadas. A continuación, Greenwald evalúa las diferencias entre las valoraciones en un entorno competitivo, lo que le proporciona una perspectiva de los beneficios futuros y del valor intrínseco. Dado que éste es un libro breve, no dispongo de espacio suficiente para profundizar mucho más, pero lo mejor que podrían hacer los lectores interesados es buscar el maravilloso libro de Greenwald.[26]

Un último enfoque con el que estoy muy de acuerdo tiene su principal representante en Howard Marks, de Oaktree Capital. Como señala sucintamente: «No puedes predecir, pero puedes prepararte». Marks comparte mi escepticismo hacia el uso de las predicciones. En un memorándum escrito en 2001 para los clientes de Oaktree escribió:

Hay unas cuantas cosas que descarto y unas cuantas en las que creo plenamente. Entre las primeras se encuentran las previsiones económicas, las cuales creo que no aportan valor, y la lista de las últimas empieza con los ciclos y la necesidad de prepararse para afrontarlos.

«Eh», dirás, «eso es una contradicción. La mejor manera de prepararse para afrontar los ciclos es prevenirlos, y acabas de decir que eso no se puede hacer». Es absolutamente cierto, pero, en mi opinión, no resta en absoluto fuerza al argumento. En las inversiones todo depende del futuro..., y el futuro es algo de lo que no podemos saber demasiado. Sin embargo, los límites de nuestro conocimiento previo no tienen que condenarnos necesariamente al fracaso mientras seamos conscientes de que existen y actuemos en consecuencia.

En mi opinión, la clave para tratar el futuro reside en saber dónde estás, incluso aunque no puedas saber adónde te diriges. Saber dónde te encuentras en un ciclo y lo que ello implica para el futuro es distinto de predecir el ritmo, el alcance y la forma del movimiento cíclico.

Esto se hace eco de las palabras de Ben Graham, quien decía que no necesitas saber el peso exacto de una persona para saber si tiene sobrepeso o pesa menos de lo normal.

Ninguno de los tres enfoques se aproxima siquiera a una predicción. Con todo, cada uno ha demostrado ser útil a la hora de invertir. Evidentemente, esto resultará odioso para al menos el 85 % de los trabajadores y profesores del mundo de las finanzas y de las inversiones. La idea de invertir sin pretender conocer el futuro te da una perspectiva muy diferente y, una vez rechaces las predicciones por la pérdida de tiempo que suponen, dispondrás de tiempo para concentrarte en las cosas que realmente importan. Así que,

cuando trates de superar este obstáculo conductual, recuerda lo que decía Keynes: «Prefiero estar aproximadamente en lo cierto que exactamente equivocado».

## 6

### **Sobrecarga de información**

#### *Distinguir la señal del ruido*

Cuando se trata de invertir, parecemos ser adictos a la información. Toda la industria de las inversiones está obsesionada con aprender cada vez más de cada vez menos, hasta que acabamos sabiendo absolutamente todo de nada. Muy raramente, si es que sucede alguna vez, nos detenemos a considerar cuánta información necesitamos realmente para tomar una decisión. Como opinaba Daniel J. Boorstin: «El principal obstáculo del descubrimiento no es la ignorancia, sino la ilusión del conocimiento».

La idea de que disponer de más información tiene que ser mejor parece evidente. Al fin y al cabo, si la información no es útil, simplemente se la puede ignorar. Sin embargo, estudios psicológicos ponen en duda la solidez de esta creencia aparentemente inocua.

#### **¿Más es mejor?**

En un estudio,[\[27\]](#) a ocho corredores de apuestas experimentados se les mostró una lista con ochenta y ocho variables extraídas de una estadística de resultados de carreras de caballos (por ejemplo, el peso soportado, número de carreras ganadas, resultado en diferentes condiciones, etcétera). A continuación se pidió a cada corredor de apuestas que ordenase los datos por orden de importancia.

Una vez hecho esto, a los corredores de apuestas se les facilitaron los datos de cuarenta y cinco carreras anteriores y se les pidió que ordenasen los cinco primeros caballos de cada carrera.

A cada corredor se le proporcionaron los datos con incrementos periódicos de las 5, 10, 20 y 40 variables que se había seleccionado como las más importantes. De este modo, cada corredor pronosticó el resultado de la carrera cuatro veces, una por cada información recibida. En cada una de las predicciones se pidió a los corredores de apuestas que informaran del grado de confianza que tenían en su clasificación. Con cinco conjuntos de datos, la precisión y la confianza estaban íntimamente relacionadas. Por desgracia, a medida que se disponía de más información, sucedieron dos cosas. En primer lugar, la precisión se congeló. Los corredores de apuestas fueron igual de precisos con cinco series de datos que con cuarenta. Basta ya de decir que más información ayuda a la gente a tomar mejores decisiones.

En segundo lugar, el grado de confianza expresado en la predicción aumentó enormemente en consonancia con la información. Con cinco conjuntos de datos los corredores de apuestas estaban seguros alrededor de un 17 %; cuando dispusieron de cuarenta, la confianza se disparó hasta más del 30 % (¡recordemos que sin ninguna mejora en cuanto a la precisión!). Así pues, toda la información adicional no hizo que los corredores de apuestas fueran más precisos, pero sí que les provocó un exceso de confianza cada vez mayor.

Otro grupo de psicólogos ha obtenido recientemente patrones parecidos en el ámbito del fútbol americano.[\[28\]](#) Examinaron la capacidad de los aficionados al fútbol para predecir el resultado y los marcadores de quince partidos de la NCCA. Para poder participar en el estudio, los participantes tenían que aprobar un examen demostrando que tenían grandes conocimientos sobre el fútbol universitario. Por consiguiente, a los sujetos se les podía calificar de expertos sin temor a equivocarse.

La información (seleccionada por supervisores aficionados al fútbol que no participaban en el estudio) se presentó en orden aleatorio en cinco rondas. En cada ronda se revelaron seis informaciones aleatoriamente. La información ofrecida excluía deliberadamente los nombres de los equipos, ya que eran demasiado punteros. En lugar de ello, incluía una amplia serie

de estadísticas sobre fútbol americano, como *fumbles*,[\[29\]](#) pérdidas de balón no forzadas y yardas avanzadas.

Con el fin de comprobar si más información equivalía realmente a mejor información, se introdujeron en un ordenador los mismos datos facilitados a los humanos. En cada ronda se introdujo en el ordenador más información, replicando las condiciones a las que se enfrentaban los participantes humanos.

Los resultados son tranquilizadores para quienes sostienen que más es mejor que menos. Con sólo la primera información (seis datos) el ordenador tuvo una precisión del 56 %. A medida que gradualmente se fue añadiendo más información, la precisión de las predicciones aumentó al 71 %. Así que, para el ordenador, disponer de más información realmente era mejor.

¿Qué sucede con los humanos? De forma muy parecida a los corredores de apuestas, la precisión de los expertos en fútbol americano no mejoró con la información adicional. No importó que se les dieran seis o treinta datos, su precisión fue más o menos la misma. Sin embargo, la confianza de los participantes aumentó espectacularmente a medida que se añadían datos. Por ejemplo, los participantes empezaron teniendo un 69 % de confianza con seis datos y llegaron a un 80 % cuando dispusieron de treinta. Exactamente igual que sucedió con los corredores de apuestas, pero la precisión no aumentó con la información disponible.

## **Cuando menos es más**

¿Por qué se produjo tanta diferencia entre el ordenador y los humanos?

La capacidad de los humanos para procesar información tiene límites. Simplemente no somos supercomputadoras que pueden llevar a cabo enormes cantidades de cálculos en una fracción de segundo. Tenemos una capacidad de procesamiento limitada. Un reciente estudio sobre la elección de coches aporta más pruebas sobre estos límites.[\[30\]](#) En el estudio, se pidió a los participantes que escogiesen entre cuatro automóviles diferentes. Se enfrentaron a dos posibles condiciones: se les informaba de cuatro o doce características por coche. En ambos casos, uno era claramente mejor que los otros, con un 75 % de características positivas. Dos coches tenían



un 50 % de características positivas y uno sólo el 25 %. Disponiendo de poca información, casi el 60 % de los sujetos eligió el coche mejor. Sin embargo, ante la sobrecarga de información (doce características que probar, en las que pensar y a las que darles vueltas) tan sólo el 20 % de los sujetos escogió el coche mejor.

Entre analistas financieros tuvo lugar un resultado similar.<sup>[31]</sup> La tarea que se les encomendó fue pronosticar las ganancias del último trimestre en cuarenta y cinco casos. De hecho, se trataba de cuarenta y cinco empresas, pero cada una se presentó en uno o tres formatos diferentes. Los formatos eran:

1. Datos de referencia consistentes en las ganancias por acción de los tres últimos trimestres, ventas netas y precio de las acciones.
2. Datos de referencia más información redundante o irrelevante, es decir, información ya contenida en los datos de referencia, como la relación entre el precio y los beneficios.
3. Datos de referencia más información no redundante que debería haber aumentado la capacidad de predicción, como el hecho de que hubiesen aumentado los dividendos.
4. Ninguno de los participantes se dio cuenta de que se trataba de la misma empresa presentada en tres formatos diferentes, tal vez debido a que cada presentación estaba separada por al menos siete perfiles.
5. A cada entrevistado se le preguntó no sólo cuál era su predicción, sino también su confianza en la misma. Tanto la información redundante como la no redundante incrementaron significativamente el error de predicción. Sin embargo..., el grado de confianza expresado en cada una de las predicciones aumentó enormemente en consonancia con la cantidad de información disponible.

## **De la sala de urgencias a los mercados**

A tenor de mis anteriores comentarios acerca de los problemas de la confianza en la profesión médica, puede que tiendas a pensar que poco

pueden aprender los inversores de los médicos. Sin embargo, estarías cometiendo un error, y te voy a decir por qué.

La historia empieza en un hospital de Michigan. Los médicos de este hospital en concreto acostumbraban a enviar a alrededor del 90 % de los pacientes con fuertes dolores en el pecho a la unidad cardiovascular. La unidad empezaba a estar masificada, el nivel de los tratamientos caía en picado y los costes aumentaban.

La decisión de enviar a tantos pacientes a la unidad cardiovascular reflejaba la preocupación reinante entre los médicos acerca del coste de un falso negativo (es decir, no ingresar a alguien a quien se debería haber ingresado). Muy bien, dirás, más vale un hospital masificado que la otra alternativa. No obstante, esto supone pasar por alto los riesgos inherentes al ingreso en la unidad cardiovascular. Alrededor de veinte mil estadounidenses mueren cada año a causa de enfermedades contraídas en hospitales. Los riesgos de contraer una enfermedad de ese tipo son claramente superiores en una unidad cardiológica que en una sala convencional.

El problema más crítico para los médicos del hospital de Michigan era que enviaban a la unidad cardiovascular a alrededor del 90 % de los que necesitaban ingresar y también al 90 % de los que no lo necesitaban. ¡No hacían más que probar suerte!

Esta actitud nos lleva a preguntarnos por qué era tan difícil para los médicos separar a los que necesitaban especial atención de los que no. Afortunadamente se ha estudiado esta pregunta.[\[32\]](#)

Los investigadores que han analizado este problema descubrieron un hecho sorprendente: los médicos se estaban fijando en factores equivocados. Tendían a dar excesiva importancia a factores de riesgo tales como los antecedentes familiares de enfermedades coronarias prematuras, la edad, el sexo, el consumo del tabaco, el hecho de padecer diabetes mellitus, el colesterol elevado y la hipertensión.

Si bien tener en cuenta estos factores de riesgo ayuda a determinar la probabilidad general de que alguien sufra una isquemia cardíaca, la capacidad de diagnóstico es mínima. Se trata de lo que se podrían denominar datosseudodiagnósticos. Existen otras señales mucho mejores para emitir un diagnóstico. Las investigaciones han revelado que la naturaleza y la localización de los síntomas de los pacientes, su historial de

dolencias isquémicas y determinados resultados electrocardiográficos son de largo los datos que mejor pueden predecir la isquemia aguda, el infarto y la mortalidad. Es en esos factores en los que los médicos tendrían que centrar su atención, más que en los factores de riesgo en los que se estaban fijando.

¿Se podía hacer algo para ayudar a los médicos a que se fijaran en lo correcto? A los investigadores se les ocurrió utilizar unas tarjetas plastificadas en las que había marcadas varias probabilidades frente a un diagnóstico. De este modo los facultativos podían seguir esas tablas y multiplicar las probabilidades según los síntomas y los resultados de las pruebas con el fin de valorar la verosimilitud de un problema. Si el resultado estaba por encima de un umbral establecido, entonces el paciente tenía que ingresar en la unidad cardiovascular; de lo contrario, una cama normal y un monitor serían suficientes.

Tras la introducción de este mecanismo de ayuda en la toma de decisiones se produjo una notable mejora en las resoluciones de los médicos. Siguieron diagnosticando gran número de casos problemáticos, pero redujeron drásticamente los ingresos en la unidad cardiovascular de pacientes que no lo necesitaban.

Por supuesto, esto puede indicar que la ayuda había funcionado. Sin embargo, como buenos y concienzudos científicos, Green y sus colegas decidieron que debían comprobar que aquello era efectivamente así. Lo hicieron proporcionando a los médicos la herramienta de ayuda unas semanas sí y otras no. Obviamente, si la herramienta era la causa de la mejora en su actuación, uno esperaría cierto empeoramiento en las semanas en las que se les prohibió el acceso a la ayuda.

Los resultados de este experimento mostraron algo inesperado. La toma de decisiones parecía haber mejorado independientemente del uso de la ayuda. ¿Cuál podía ser la causa de este sorprendente hallazgo? ¿Era posible que los médicos hubieran memorizado las probabilidades de las tarjetas y que las estuvieran utilizando incluso cuando no disponían de ellas? Esto parecía poco probable, ya que las combinaciones y permutaciones que figuraban en las tarjetas no eran fáciles de recordar. De hecho, los médicos habían logrado asimilar las señales correctas. Es decir, mostrándoles los puntos correctos que debían utilizar para hacer el diagnóstico, pasaron de

poner énfasis en los datos seudodiagnósticos a hacerlo en elementos verdaderamente informativos. ¡Empezaron a fijarse en lo correcto!

Basándose en esta experiencia, los investigadores diseñaron una ayuda muy fácil de utilizar; una serie de preguntas a las que responder sí o no. Si el paciente presentaba una anomalía concreta en el electrocardiograma (alteración en el segmento ST) era ingresado inmediatamente en la unidad cardiovascular. Si no, se tenía en cuenta otra señal: si el paciente sufría dolores en el pecho. En ese caso, era ingresado en la unidad, y así sucesivamente. Esta ayuda hizo que los elementos críticos de la decisión fuesen claros y relevantes para los médicos.

Estas sencillas listas de control también funcionaron excepcionalmente bien en la práctica. De hecho, aquellas preguntas básicas incrementaron el número de pacientes enviados correctamente a la unidad coronaria (95 %) y, al mismo tiempo, redujeron el número de los ingresados incorrectamente hasta el 50 %. Esto resultó incluso mejor que el complejo modelo estadístico.

El poder de las sencillas listas de control no debe infravalorarse. Un estudio muy reciente [\[33\]](#) analizó cómo la implantación de una sencilla lista de control quirúrgico podía ayudar a salvar vidas. Esta lista incluía cosas tan elementales como asegurarse de que alguien hubiera comprobado que el paciente era efectivamente el que todo el mundo pensaba que era, que las enfermeras habían verificado que todo el instrumental había sido esterilizado y que, al final de la intervención, alguien hiciese un recuento del instrumental quirúrgico y se asegurase de que el número de elementos era el mismo que al principio.

Éstas pueden parecer cosas que uno espera que sucedan de todas formas. Sin embargo, disponer de la lista obligaba a la gente a seguir los pasos. Los resultados de la implantación de esa lista de control fueron asombrosos. Antes de su introducción, el índice de mortalidad de los pacientes era del 1,8 % y el índice de complicaciones posquirúrgicas era del 11 %. Después de la entrada de la lista el índice de mortalidad cayó hasta el 0,8 % y el de complicaciones se desplomó hasta el 7 %.

Pero ya basta de médicos y pacientes; ¿qué pueden aprender de esto los inversores? Muy sencillo. Es mucho mejor centrarse en lo que realmente importa, que sucumbir a los cantos de sirena de los numerosos mercachifles de Wall Street. Nos iría mucho mejor si analizáramos las cinco cosas que

realmente necesitamos saber sobre una inversión, en lugar de intentar saber absolutamente todo de todo lo relativo a la inversión.

Jean Marie Eveillard, de First Eagle, ratifica mi afirmación diciendo: «Es muy habitual perderse en detalles o verse atraído por la complejidad, pero considero que lo más importante es saber qué tres, cuatro o cinco características principales de la empresa son las realmente importantes. Para mí, mi trabajo consiste fundamentalmente en hacer las preguntas adecuadas y enfocar el análisis con el fin de tomar una decisión».

Otro gran inversor que sabe cómo distinguir la señal del ruido es, por supuesto, Warren Buffett. Nunca le oirás discutir sobre las previsiones de beneficios del próximo trimestre o consultar una excesiva cantidad de datos a la hora de hacer una inversión. En lugar de eso dice: «Nuestro método es muy sencillo. Tratamos simplemente de comprar empresas con una economía subyacente buena o muy buena, gestionada por personas honradas y competentes, y hacerlo a un precio razonable. Eso es todo lo que intento».

No existe una forma correcta de abordar las inversiones, ni existen tres, cuatro o cinco factores que te puedan decir qué has de valorar siempre al hacer una inversión. Todo depende de cómo abordes la inversión. Yo invierto en acciones de bajo precio, así que puede que los puntos en los que centro mi atención quizá no sean de tu agrado. Me fijo básicamente en tres elementos:

1. Valoración: ¿la acción está claramente devaluada?
2. Balance: ¿la acción está cayendo?
3. Disciplina de capital: ¿qué hacen los gestores con el efectivo que les doy?

Estos puntos pueden resultarte útiles o no a la hora de invertir, pero la enseñanza importante que puedes sacar es que deberías determinar los factores que vas a emplear para evaluar tus oportunidades de inversión y luego ya te centrarás en tu propio análisis de cada uno de esos elementos.

## **¡Apaga la burbujavisión!**

*Inestabilidad equivale a oportunidad*

Un día cualquiera enciendo el televisor y encuentro al menos tres canales que se dedican a llenarme la cabeza de profundos análisis de lo que prácticamente son fluctuaciones aleatorias en los mercados. Como he mencionado anteriormente, un amigo denomina a esos canales «burbujavisión». Las nimiedades de los movimientos diarios nos son explicadas por una combinación de mujeres atractivas y hombres apasionados, con unas nociones rudimentarias comentadas por supuestos expertos encorbatados para aumentar su credibilidad.

Lo mismo sucede con la prensa económica; está llena, columna tras columna, de justificaciones a posteriori de por qué ayer sucedió lo que sucedió en el mercado.

Como discutimos en el capítulo anterior, demasiada información llevada al extremo nos conduce al exceso de confianza, pero no nos ayuda demasiado. No obstante, ése no es el único problema de la información; en realidad, incluso la información inútil nos resulta tranquilizadora y la procesamos de manera inconsciente.

Por ejemplo, los psicólogos han estudiado el papel de la información placebo en el comportamiento de la gente.[\[34\]](#) La información placebo no son simplemente palabras que no significan nada. ¿Es posible que una información así de redundante influya realmente en el comportamiento de alguien? Los psicólogos prepararon un ingenioso experimento en la cola de

una fotocopidora, con un cómplice que intentaba colarse. Las excusas para saltarse la cola eran tres:

1. «Disculpe, tengo cinco hojas. ¿Puedo usar la máquina Xerox?» Supuesto sin información.
2. «Disculpe, tengo cinco hojas. ¿Puedo usar la máquina Xerox? Es que tengo que hacer fotocopias.» Supuesto de información placebo; al fin y al cabo, todos los que hacen cola tienen que hacer fotocopias, de lo contrario no estarían allí.
3. «Disculpe, tengo cinco hojas. ¿Puedo usar la máquina Xerox? Es que tengo prisa.» Información real.

Un sorprendente 60 % de la gente permitió al cómplice saltarse la cola aunque no diese ninguna información. Cuando dio información real o placebo el porcentaje subió hasta el 90 %. Simplemente utilizando las palabras «es que» en una frase, alguien fue capaz de persuadir a la gente de que la justificación era cierta y coherente. Al parecer nos gustan las razones, por banales que sean.

Los mismos psicólogos llevaron a cabo un segundo experimento en el cual rebuscaron en las papeleras de las secretarías del Centro de Estudios de Posgrado de la City University de Nueva York. Recogieron una muestra de memorándums para hacerse una idea del tipo de información que recibían diariamente. Hecho esto, los investigadores enviaron memorándums falsos en nombre de una persona inexistente. En los memorándums se pedía simplemente que los propios documentos se enviaran a una determinada sala de la universidad, lo que constituía un ejercicio totalmente inútil, aunque estoy seguro de que le resultará familiar a todos aquellos que trabajan en grandes organizaciones.

Se planteó la hipótesis de que, cuando llegase la información de una manera considerada normal por las secretarías, éstas actuarían de forma mecánica. Tras examinar el estilo de los memorándums que las secretarías recibían regularmente, los investigadores pensaron que las solicitudes impersonales eran las más habituales.

Los resultados confirmaron el punto de vista de los investigadores. Cuando las secretarías recibieron un memorándum en el que había una

solicitud impersonal, el 90 % siguió las instrucciones y lo envió a otra sala de la universidad a través del correo interno.

Hace algunos años, me encontré con otro gran ejemplo de la maleabilidad de la gente. La iglesia católica había realizado una encuesta entre mil personas que reveló que, aquellos que habían leído *El código Da Vinci* tenían el doble de probabilidades de creer que Jesucristo había sido padre, y cuatro veces más probabilidades de creer que el Opus Dei era una secta asesina, que quienes no habían leído el libro.

Todas estas pruebas indican claramente que, cuando la gente recibe una información en un formato que le resulta familiar, la procesa incondicionalmente. De ahí que subsistan en los mercados financieros quienes no pueden calificarse más que como mercaderes de ruido. Los inversores que padezcan inseguridad crónica recurrirán a cualquier explicación vagamente factible y se aferrarán a ella.

## **Te presento al señor Mercado**

Como vimos en el capítulo 5, el poder de una visión externa puede aprovecharse para ayudar a mitigar nuestro procesamiento, de por sí mecánico. Por lo que respecta a las caprichosas subidas y bajadas de los mercados financieros, Larry Summers nos proporciona una visión externa. Es el coautor de un artículo<sup>[35]</sup> publicado en 1989 que estudió los cincuenta movimientos más importantes en el mercado de valores de Estados Unidos entre 1947 y 1987. Summers y sus colegas escudriñaron la prensa para ver si podían encontrar alguna razón por la que se hubieran producido dichos movimientos.

Llegaron a la conclusión de que «en la mayoría de los días en que los beneficios fueron considerables [...] la información citada por la prensa como causa del movimiento de mercado no es especialmente importante. Los artículos periodísticos de los días colindantes tampoco logran dar una explicación convincente del cambio de los beneficios futuros o de los índices de descuento». Dicho de otra forma, más de la mitad de los movimientos más importantes del mercado no tienen ninguna relación con nada que se pueda calificar como principio básico.



La inestabilidad de los precios es un hecho que está en la naturaleza de los mercados financieros. Ben Graham describió la realidad de la excesiva inestabilidad como tener un negocio con un socio llamado señor Mercado, un tipo muy servicial.

Cada día te dice lo que cree que vale tu interés y, además, se ofrece a comprarte o venderte un interés adicional... A veces sus ideas sobre el valor parecen convincentes y justificadas por el desarrollo empresarial y las perspectivas que conoces. Por otra parte, el señor Mercado a menudo se deja llevar por el entusiasmo o el miedo, y el valor que te propone te parece poco menos que una tontería.

En pocas palabras, el señor Mercado es un maníaco depresivo crónico (o sufre un trastorno bipolar, como se dice ahora). Los que se fijan en el precio de mercado para saber si invertir están condenados al fracaso. John Maynard Keynes señaló lo irónico de la situación: «Las fluctuaciones que generan gangas y la incertidumbre causada por éstas son en gran medida lo que impide que otra gente se aproveche de ellas».

Evidentemente, esta inestabilidad es justamente la razón por la cual existe la burbujavisión. Si los mercados fuesen tediosos y aburridos, los comentaristas no tendrían nada de que hablar.

¿Qué podemos hacer para protegernos de esos mercachifles de ruido? Uno de mis antiguos clientes tenía una solución novedosa. En toda su oficina solamente hay un terminal Bloomberg. Cualquiera que se acerque a la pavorosa máquina es sometido a una humillación ritual. Consideran el ruido como algo enormemente contraproducente para su trabajo como inversores. Apagar la burbujavisión es un gran paso para evitar convertirse en un esclavo del mercado.

## 8

### **No veas maldades, no escuches maldades**

*Es hora de que te demuestres que estás equivocado*

#### **Ahora toca otro rompecabezas**

Imagínate que tienes cuatro naipes delante de ti. Cada uno tiene una letra en una cara y un número en la otra. Los cuatro símbolos que están boca arriba son E, 4, K y 7. Te diré que si una carta tiene una E en una cara, en la otra cara tiene que tener un 4. ¿Qué cartas girarías para ver si estoy diciendo la verdad?

Piénsalo un poco.

Si eres como un increíble 95 % de los gestores de fondos que han contestado a esta pregunta, lo habrás hecho mal. ¡Así que no te presiones!

Esta pregunta es, con mucha diferencia, la que tiene el mayor índice de fallos de todas las que planteo. Se trata además de una de esas tendencias inmunes al uso de la reflexión cognitiva que tratamos en el capítulo 1. Por muy bien que lo hayas hecho, es muy probable que sigas padeciendo la tendencia que subyace tras este problema.

La respuesta más habitual es la E y la 4. La respuesta correcta es que es necesario girar dos cartas y éstas son la E y la 7. Me explicaré. La mayoría de la gente escoge la E, si la giras y no hay un 4 en el reverso habrás demostrado que he mentado. Si giras la 7 y hay una E en el reverso también habrás demostrado que mentía. Sin embargo, girar la 4 no sirve. Dije que la E tenía que tener un 4 en el reverso, no que la 4 tenía que tener una E. El

hábito de escoger la 4 se conoce como tendencia confirmatoria; buscar la prueba que nos dé la razón.

Probemos con otro. Imagínate que te presentan la siguiente serie de números: 2-4-6. Tu tarea consiste en deducir la regla que he seguido para formar esa secuencia. Para descubrir la regla puedes formar otra serie de tres números y yo te diré si cumple la regla que he seguido. Si estás seguro de que tienes la solución, puedes dejar de probar y decirme cuál crees que es la regla.

La mayoría de gente responde a esta prueba proponiendo 4-6-8, a lo cual la respuesta es «sí, se ajusta a la regla», entonces dice 10-12-14, que vuelve a obtener una respuesta afirmativa. Llegados a este punto, mucha gente cree que conoce la regla y dice algo en la línea de «números que se van incrementando de dos en dos» o «números pares que se incrementan de dos en dos», a lo cual la respuesta es: «Ésa no es la regla que he seguido para formar la serie».

De hecho, la regla utilizada era «números ascendentes», pero poca, muy poca gente, logra alguna vez descubrirla. La forma más fácil de hacerlo es identificar series que den lugar a la respuesta «no, no se ajusta a la regla», como una serie descendente de números o una serie de números mezclados. Sin embargo, a la mayoría de nosotros no se nos ocurre sugerir ese tipo de series. Una vez más, estamos demasiado ocupados buscando una información que confirme nuestras hipótesis.

Este obstáculo conductual que nos hace buscar la confirmación en lugar de la refutación de las pruebas es una violación directa de los principios planteados por el filósofo de la ciencia Karl Popper. Sostenía que la única forma de probar una hipótesis era buscar toda la información que la refutase; es un proceso llamado falsificación.

Charles Darwin buscaba a menudo pruebas refutatorias. Cada vez que se encontraba con un hecho que parecía contradecir su teoría de la evolución, lo anotaba y trataba de entender cómo encajaba. Desgraciadamente no muchos inversores son como Darwin.

La tendencia confirmatoria es una equivocación muy común cuando se trata de invertir, pero también en otros ámbitos. De hecho, resulta que tenemos el doble de probabilidades de buscar información que nos dé la razón que de buscar pruebas refutatorias. ¿A quién elegimos leer? A quienes están más de acuerdo con nosotros. ¡Se dice que Dick Cheney

insiste en que en el televisor del hotel en el que se aloja esté sintonizando las noticias de la Fox antes de que él llegue! ¿Con quién nos gusta reunirnos? Con la gente que tiene ideas más parecidas a las nuestras. ¿Por qué? Porque nos hace sentirnos queridos y felices como seres humanos el hecho de ver que se repiten nuestras ideas y, al final de la reunión, todos nos podemos ir y estamos de acuerdo en que somos muy listos.

Ésta es una pésima forma de comprobar una opinión. En lugar de eso, deberíamos sentarnos con las personas que están más en desacuerdo con nosotros. No tanto para que cambiemos de opinión, ya que la probabilidad de cambiar de parecer tras una sencilla conversación es aproximadamente de una entre un millón, sino más bien para poder oír la otra cara del argumento. Si no podemos hallar el fallo lógico del argumento, probablemente nuestros puntos de vista sobre el negocio no son tan sólidos como creemos.

## **La lastimosa historia de sir Roger**

No sólo buscamos información que nos dé la razón, sino que tendemos a pensar que toda la información respalda nuestra hipótesis. Un ejemplo extremo de esta tendencia puede hallarse en la lastimosa, pero real historia de sir Roger Tichborne. En 1854, se denunció la desaparición de sir Roger en el mar. Su madre se negó a creer que su hijo, al que había criado amorosamente en Francia, había desaparecido para siempre, y continuó haciendo averiguaciones y preguntando si alguien tenía alguna noticia de él.

Doce años después de la desaparición de sir Roger, pareció que las plegarias de lady Tichborne habían sido escuchadas. Recibió una carta de un abogado australiano que afirmaba haber encontrado a su hijo. La carta explicaba que, tras naufragar, sir Roger había logrado finalmente llegar a Australia, donde se embarcó en una serie de proyectos empresariales después de jurarse tener éxito por haberse salvado milagrosamente. Por desgracia, los negocios no le habían ido todo lo bien que esperaba y se había sentido demasiado avergonzado para ponerse en contacto con su madre.

Sin embargo, recientemente se había enterado de sus averiguaciones y estaba lleno de remordimientos por la preocupación que le había causado a lo largo de los años. La carta concluía con una petición de dinero para el pasaje de sir Roger, su mujer y sus hijos. Lady Tichborne estuvo encantada al enterarse de la noticia y envió el dinero solicitado para hacer posible la reunión familiar.

Cuando sir Roger llegó a Inglaterra, lady Tichborne le recibió como su hijo desaparecido hacía mucho tiempo y le concedió una renta de mil libras anuales.

No obstante, no todos los miembros de la familia Tichborne estaban convencidos de que el recién llegado fuese el auténtico sir Roger. Al fin y al cabo, razonaban, sir Roger había sido un hombre ágil, de complexión delgada, y el recién llegado era un hombre extremadamente obeso (véanse sus fotografías en [www3.hants.gov.uk/museum/community-history/tichborne-claimant.htm](http://www3.hants.gov.uk/museum/community-history/tichborne-claimant.htm)). Si bien es posible que la gente cambie de talla, es raro que sus tatuajes desaparezcan (sir Roger tenía algunos, el recién llegado ninguno). Tampoco resulta fácil que a uno le cambie el color de los ojos (sir Roger tenía ojos azules, el recién llegado marrones). Además era 2,5 centímetros más alto que sir Roger, no hablaba francés (cosa que sí hacía sir Roger) y tenía una marca de nacimiento en el torso, de la cual sir Roger carecía.

De algún modo, lady Tichborne logró ignorar todas las evidencias. Sólo después de su muerte, la familia consiguió por fin demostrar que el hombre llegado de Australia era un impostor. Acabó condenado a diez años de prisión por suplantación de personalidad y perjurio.

## **Prisioneros de las ideas preconcebidas**

Si bien la historia de la ceguera de lady Tichborne ante la evidencia es un caso extremo, a menudo encontramos ejemplos menos trascendentes. Por ejemplo, se pidió a un grupo de personas que leyese una serie de estudios seleccionados al azar sobre la eficacia disuasoria de la pena de muerte (y críticas a dichos estudios).[36] Se pidió también a los sujetos que calificasen los estudios en función del impacto que hubieran causado en su

opinión sobre la pena de muerte y su carácter disuasorio. La mitad de los participantes eran partidarios de la pena capital y la otra mitad contrarios a la misma.

Los que de entrada tenían una postura favorable a la pena de muerte pensaron que los estudios que la apoyaban estaban bien argumentados, eran sólidos e importantes. También pensaron que los estudios que argumentaban en su contra presentaban graves deficiencias. Los que empezaron defendiendo el punto de vista contrario llegaron exactamente a la conclusión opuesta. Los psicólogos concluyeron lo siguiente: «Preguntados por sus decisiones finales en comparación con la que sostenían al inicio del experimento, los partidarios afirmaron que estaban más a favor de la pena capital, mientras que los contrarios dijeron que estaban menos a favor de la misma». De hecho, la opinión de cada participante se polarizó, volviéndose mucho más extremista que antes del experimento.

En otro estudio de asimilación de tendencias[37] (asumir que todas las pruebas apoyan tu tesis), se dijo a los participantes que un soldado de la cárcel de Abu Ghraib estaba acusado de torturar a prisioneros. Reclamaba ejercer su derecho haciendo que compareciesen altos funcionarios de la administración y alegaba haber sido informado de que ésta había suspendido la Convención de Ginebra.

Los psicólogos suministraron a personas diferentes pruebas diferentes que respaldaban la alegación del soldado. En algunos casos las pruebas eran mínimas; en otros, aplastantes. Desgraciadamente, la cantidad de pruebas resultó ser básicamente irrelevante a la hora de formar el juicio de los participantes. El 84 % de las veces fue posible predecir si las personas creían que las pruebas eran suficientes para provocar la comparecencia de Donald Rumsfeld basándose simplemente en tres datos:

1. El grado de simpatía hacia el Partido Republicano.
2. El grado de simpatía hacia el estamento militar de Estados Unidos.
3. El grado de simpatía hacia grupos defensores de los derechos humanos como Amnistía Internacional.

Añadir las pruebas a la ecuación permitió a los investigadores incrementar la exactitud de su predicción del 84 % al 85 %.

Una y otra vez, los psicólogos han llegado a la conclusión de que la confianza y la asimilación de tendencias bailan un extraño tango. Parece ser que cuanto más segura estaba la gente de que su opinión era la correcta, más tergiversaba las nuevas pruebas para que se adecuasen a su opinión preconcebida, lo cual, a su vez, les provocaba un exceso de confianza aún mayor.

## **Matar la empresa**

Así que, ¿qué podemos hacer para defender nuestras finanzas de la insidiosa tendencia a buscar la información que nos da la razón? La respuesta obvia es que tenemos que aprender a buscar pruebas que desmientan nuestro análisis. Robert Williamson, uno de los muchos exitosos vástagos de Tiger Management, de Julian Robertson y co-director de Williamson McAree Investment Partners sostiene: «Julian Robertson siempre era categórico al buscar el punto de vista opuesto y, a continuación, era totalmente honrado contigo a la hora de decidir si tu análisis invalidaba el suyo. Eso es algo que tratamos de poner en práctica cada día».

Pero, como la mayoría de tendencias conductuales, aunque la respuesta pueda ser relativamente obvia, llevar la solución efectivamente a la práctica es por lo general, mucho más difícil.

Un inversor destaca realmente por haber tratado de protegerse frente a los peligros de la tendencia confirmatoria. Se trata de Bruce Berkowitz, de Fairholme Capital Management. En lugar de recabar toda la información que respaldaría una inversión, Berkowitz trata de matar la empresa. Dice:

Examinamos las empresas, contamos el dinero e intentamos matarla..., pasamos mucho tiempo pensando en qué puede afectar negativamente a una empresa, ya sea una recesión, una estanflación, una subida repentina de los tipos de interés o el estallido de una bomba sucia. Probamos cualquier forma de matar nuestras mejores ideas. Si no la podemos aniquilar, tal vez estemos detrás de algo. Si estás con las empresas preparadas para sobrevivir en tiempos difíciles, especialmente si van unidas a gestores capacitados para

trabajar en condiciones duras, casi quieres que lleguen esos tiempos porque plantan las semillas de la grandeza.

Berkowitz va más allá y llega incluso a presentar una lista de las formas en que «las empresas mueren y cómo son asesinadas... Éstas son las formas en las que implosionas: no generas efectivo, y quemas el que hay, tienes un apalancamiento excesivo, juegas a la ruleta rusa, tienes idiotas por directivos, tienes una junta incompetente, malversas, compras las existencias a un precio demasiado elevado, mientes para ajustarte a los PCGA».[38]

Tengo la sospecha de que los inversores podrían aprender mucho del enfoque defendido por Berkowitz. Básicamente pone patas arriba el punto de vista de la inversión (muy en la línea del flujo de fondos descontado inverso que vimos en el capítulo 5). Al fijarse en las cosas que pueden ir mal, en lugar de buscar pruebas de que todo va bien, Berkowitz se está protegiendo y, como todo pesimista, está preparado para que le sorprenda lo positivo —lo cual nunca es mala cosa— en lugar de lo negativo.



## 9

### **En la tierra del siempre-alcista y del siempre-bajista**

*Cuando cambien los hechos, cambia de opinión*

Ha llegado el momento de otro juego para que te devanes el cerebro.

Imagínate dos urnas llenas de fichas de póquer. En una de las urnas, el 70 % de las fichas son rojas y el 30 %, azules. En la otra se invierte la proporción, así que tenemos el 70 % de fichas azules y el 30 %, rojas. Supongamos que elegimos una de las urnas al azar y extraemos una docena de fichas: ocho rojas y cuatro azules. ¿Qué probabilidades hay de que procedan de la urna con mayoría de fichas rojas? (Da un porcentaje como respuesta.)

Si eres como la mayoría de la gente, probablemente habrás dicho una cifra entre el 70 y el 80 %. Sorprendentemente, la respuesta correcta es la friolera del 97 %. Para llegar a esta respuesta tendrías que aplicar el teorema de Bayes, una fórmula relativamente sencilla que demuestra que la probabilidad de que una teoría sea cierta se ve afectada por una prueba nueva. Sin embargo, muy pocas personas resuelven este problema correctamente. Acaban siendo demasiado conservadoras. Esta tendencia al conservadurismo no se aprecia únicamente en complejos problemas matemáticos. También asoma la cabeza en el mundo real. Doug Kaas, de Seabreeze, escribió un artículo para *RealMoney Silver* el 27 de mayo de 2009, que resumía muy bien el problema del conservadurismo. En este trabajo, Kaas advierte de los peligros de ser un siempre-alcista (siempre

optimista ante el mercado) o un siempre-bajista (siempre negativo ante el mismo).

A menudo he escrito que tanto los siempre-alcistas como los siempre-bajistas son captadores de atención, no amasadores de dinero. La secta de los siempre-alcistas, de la cual a menudo se me ha acusado de ser miembro, jamás o muy raramente gana dinero. Irónicamente, la multitud siempre-bajista acostumbra a estar formada por gestores monetarios. Por ejemplo, el mayor y más destacado vendedor al descubierto, Jim Chanos, de Kynico, no es un siempre-bajista. Jim busca sistemáticamente modelos empresariales arruinados o en fase de quiebra y entiende la relación riesgo-beneficio del mercado y de las empresas concretas.

Más que gestionar el dinero, la multitud siempre-bajista está compuesta típicamente por escritores de cartas de mercado, estrategias de inversiones y economistas convertidos en estrategias, los cuales no se juegan sus fondos. Además, pronuncian muchos discursos durante los baches económicos por los que cobran un montón de dinero y a menudo escriben editoriales en el *Financial Times*, el *New York Times* y el *Wall Street Journal*.

Por el contrario, el trabajo de un gestor monetario no consiste en ser dogmático... ni en hacer amigos; consiste en ganar dinero. La clase siempre-bajista es una raza caprichosa, especialmente por lo que respecta a su pasión por desterrar de sus filas a cualquiera que incumpla su fe. ¡Pobre del antiguo siempre-bajista al que se considere poco pesimista!

En resumen, los siempre-bajistas, igual que sus primos hermanos los siempre-alcistas, rara vez ganan dinero y, en general, la mayoría de veces no deberían ser escuchados, ya que cuando anuncian un bache económico, casi siempre se pasan de la raya y pueden ser perjudiciales para la salud financiera.

Por supuesto que puedo compartir la visión de Kaas acerca de los peligros que acechan a los siempre-bajistas que se vuelven optimistas. Tras ser cauteloso en el mercado durante varios años, tal como detallé en el capítulo 2, me volví optimista a finales de 2008 y pensé que los mercados (especialmente fuera de Estados Unidos) eran por lo general muy baratos en marzo de 2009. Cuando expresé este punto de vista, empecé a recibir correos electrónicos insultantes de los clientes siempre-bajistas.

También tengo experiencia de primera mano en la intervención del conservadurismo. En el pasado formé parte de un equipo de asignación de activos en un banco de inversiones. De vez en cuando nos reuníamos para analizar nuestras opiniones. Normalmente ello implicaba una visita al pub local (probablemente no el mejor lugar para ese tipo de discusiones), donde

tomábamos un par de pintas que nos animaban a hablar. A continuación procedíamos a discutir sobre dónde habíamos acertado (lo cual no requería mucho tiempo), dónde habíamos fallado (para lo cual se necesitaba mucho más tiempo) y, por último, acabábamos discutiendo sobre por qué nos habíamos equivocado y cómo acertaríamos en un futuro próximo. Te aseguro que aquélla era una forma muy agradable de pasar la tarde, pero una pésima forma de tomar decisiones.

Hacíamos gala del clásico conservadurismo; nos aferrábamos a nuestras opiniones durante demasiado tiempo y sólo las íbamos ajustando poco a poco. Pero no éramos en absoluto los únicos que padecíamos de conservadurismo. En un estudio sobre psicólogos llevado a cabo por un psicólogo[39] (probablemente el colmo de lo retorcido), a los participantes se les entregó el perfil de Joseph Kidd, un joven que solicitaba asistencia clínica psicológica.

En la primera fase, a los psicólogos se les entregó únicamente un breve análisis de Kidd basado en aspectos demográficos. Se les dijo que tenía veintinueve años, era blanco, soltero y veterano de la segunda guerra mundial. Se les informó también de que era diplomado universitario y que en la actualidad se encontraba trabajando como ayudante en un estudio de decoración floral.

Al final de cada presentación, los psicólogos tenían que responder a preguntas sobre los modelos conductuales, actitudes, intereses y reacciones típicas ante hechos de la vida de Kidd. La fase I fue mínima deliberadamente con el fin de establecer un tipo base con el que realizar comparaciones en fases posteriores. En la fase II se añadieron una página y media más de información acerca de la infancia de Kidd hasta los doce años. La fase III consistía en dos páginas sobre sus experiencias en el instituto y la universidad. La última fase cubría su servicio en el ejército y su vida posterior hasta la actualidad.

Si lees atentamente los capítulos anteriores, estoy bastante seguro de que tendrías que hacerte una idea de la clase de patrones descubiertos. La exactitud media tras la primera fase se situó justo por encima del 25 %, pero al final de la fase III la exactitud media final fue inferior al 28 %. A pesar del hecho de que la exactitud aumenta sólo de forma marginal a medida que aumenta la información, la confianza aumenta vertiginosamente (como

vimos en otros estudios recogidos en el capítulo 7). Subió enormemente de una media del 33 % en la fase I a un 53 en la fase IV.

Resulta especialmente interesante el hecho de que se controlase también el número de psicólogos que cambiaron de opinión en cada fase. A medida que aumentó la información, el número de participantes que cambiaron de opinión se desplomó del 40 % en la fase II al 53 en la fase IV. Según concluyeron los investigadores, los psicólogos frecuentemente se habían formado unas conclusiones estereotipadas y firmes desde la fase I, y a partir de entonces se mostraban reticentes a cambiarlas a medida que recibían nueva información. O, dicho de otra forma, los psicólogos tomaron en seguida una decisión y luego se negaron a cambiarla. Esto es un gran ejemplo de interacción entre el conservadurismo y la tendencia confirmatoria del capítulo anterior.

## **Aferrándote a tu opinión**

Este obstáculo conductual —aferrarse demasiado tiempo a la propia opinión— se observa frecuentemente en el mundo financiero. Por ejemplo, el gráfico 9.1 muestra que los analistas son excepcionalmente buenos en una cosa, y posiblemente sólo en una cosa: decirte lo que acaba de suceder.

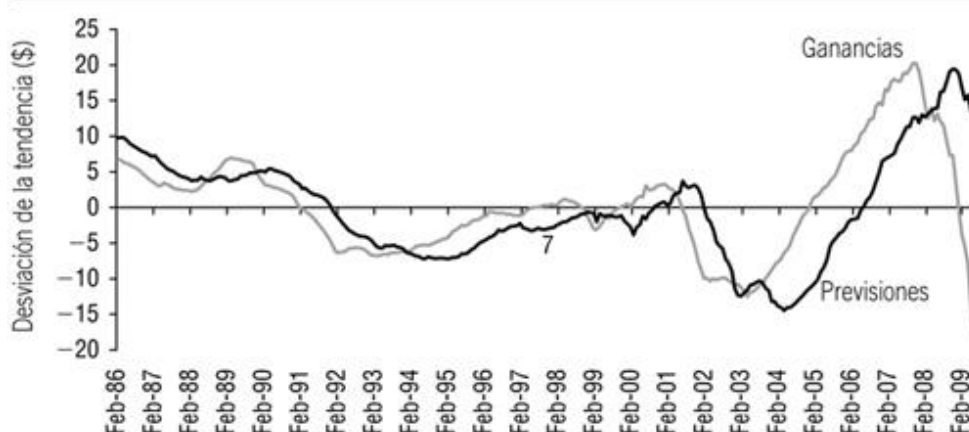
El gráfico 9.1 se ha elaborado eliminando las tendencias existentes de las ganancias operativas y las previsiones de esas ganancias por parte de los analistas para ver en la tabla las desviaciones de la tendencia en dólares por acción. Se aprecia claramente que los analistas van por detrás de la realidad. Solamente cambian de opinión cuando existe una prueba irrefutable de que estaban equivocados y, en tal caso, sólo lo hacen muy lentamente —un proceso conocido como anclaje y ajuste lento.

En muchos sentidos, 2008 fue un caso práctico de conservadurismo financiero. La recesión que atenazaba las principales economías era algo inquietante, como ver los restos de un tren siniestrado a cámara lenta. El jefe de investigación del banco de inversiones en el que yo trabajaba utilizó parte de mi trabajo para mostrar a los analistas que siempre estaban por detrás de la curva e incitarles a actuar mejor.

Aparentemente los analistas aprovecharon la oportunidad y redujeron sus cifras. Lo primero que hicieron, por supuesto, fue hablar con sus empresas (como si supieran más que el resto de nosotros, pero ésa es otra historia). Como era de esperar, las empresas dijeron que la recesión no les afectaría (incluso las expuestas cíclicamente). Tras oír esto, los analistas se dirigieron nuevamente a nosotros y nos dijeron: «¡No podemos reducir nuestras cifras!».

GRÁFICO 9.1

**Los analistas van por detrás de la realidad**



Fuente: GMO.

Los siguientes extractos de notas de prensa de algunas empresas tipifican esta actitud. El primero procede de una compañía que se define como especializada en «soluciones bancarias específicas (banca, recursos humanos e inmobiliaria)».

En el posicionamiento tomamos las decisiones adecuadas y hemos implantado un modelo empresarial eficaz, impulsado no sólo por el desarrollo tecnológico, sino también por la tendencia a la externalización y a la consolidación empresarial. No creemos que nuestro modelo empresarial esté sometido a los empeoramientos cíclicos de los que se oye a menudo hablar últimamente.

Sin embargo, mi favorito es el siguiente:

Somos conscientes de las preocupaciones actuales sobre la economía de los inversores. No obstante, nuestras previsiones continúan respaldando la confianza en nuestra capacidad para

llevar a cabo nuestro proyecto... Las iniciativas de los clientes han llevado a invertir en nuestras soluciones durante al menos dos años, y creemos que, en un entorno económico más difícil, los clientes no harán más que acelerarlas.

Básicamente, esta empresa está diciendo que una recesión es justamente lo que su negocio necesita (¡y no se trataba de síndicos!). Este tipo de afirmaciones me recuerda a un retorcido experimento científico en el que se aplica radiación a ratas y se llega a la conclusión de que las que sobreviven son las más fuertes. Bueno, ¡son más fuertes que las que no han sobrevivido, pero seguro que no son más fuertes que antes de recibir la radiación!

Estas afirmaciones ayudan a explicar por qué rara vez vemos que los analistas pasen de comprar a vender o viceversa. Por lo general se produce un cambio de recomendaciones más suave: de comprar a añadir, de añadir a retener, de retener a reducir y de reducir a vender. Por supuesto, cuando se recomienda vender la acción acostumbra a ser momento de comprarla de nuevo.

El estudio clásico sobre el conservadurismo[\[40\]](#) (del que se ha extraído el ejemplo de la urna del principio de este capítulo) concluye su análisis diciendo: «Una primera aproximación adecuada a los datos indicaría que son necesarias entre dos y cinco observaciones para que una de ellas pueda llevar al sujeto a cambiar de opinión». En otras palabras, la gente no reacciona adecuadamente ante las cosas que deberían hacerle cambiar de opinión. Eso parece definir claramente al analista medio.

Debería señalar también que, aparentemente, la gente es especialmente inepta a la hora de reconocer los cambios de régimen. Investigadores[\[41\]](#) han demostrado que en una serie de experimentos utilizando urnas como en el ejemplo anterior, la gente tiende a reaccionar de manera insuficiente en entornos inestables con señales precisas (puntos decisivos), pero a reaccionar en exceso en entornos estables con señales poderosas (mercados en tendencia). Esto ayuda a explicar por qué los economistas y los analistas tienden a no apreciar los puntos decisivos del mercado. Quedan atrapados en el entorno estable y reaccionan excesivamente ante él; por ello se pierden las cosas importantes que suceden cuando el entorno se vuelve más inestable (empieza una recesión) y reaccionan insuficientemente ante dichos acontecimientos.

## **Costes asumidos en la raíz del conservadurismo**

Entonces, ¿por qué los analistas y el resto de nosotros somos tan reticentes a cambiar de opinión? ¿Cuál es la causa originaria de este conservadurismo? Creo que la respuesta está en la falacia del «coste asumido». Es una tendencia a permitir que gastos irre recuperables pasados afecten a las decisiones actuales. Dicho groseramente, tendemos a no cambiar nuestras opiniones aferrándonos a ellas, simplemente porque hemos empleado tiempo y esfuerzo en adoptarlas.

Por ejemplo, imaginemos el siguiente escenario:[\[42\]](#) como presidente de una compañía aérea, has invertido diez millones de dólares del dinero de la propia empresa en un proyecto de investigación. La finalidad es construir un avión que no pueda ser detectado por un radar convencional, en otras palabras, un avión invisible. Cuando el proyecto está completado en un 90 %, otra empresa empieza a comercializar un avión indetectable por el radar. Además, es obvio que su avión es mucho más rápido y económico que el que está fabricando tu empresa. La pregunta es: ¿deberías invertir el último 10 % de los fondos destinados a investigación en finalizar el avión invisible?

Bastante más del 80 % de los encuestados responde que invertiría el último 10 % de los fondos destinados a investigación en finalizar el avión invisible.

Ahora imaginemos este otro escenario: como presidente de una compañía aérea, has recibido una sugerencia de uno de tus empleados. La sugerencia consiste en utilizar el último millón de dólares de tus fondos para investigación en desarrollar un avión que no pueda ser detectado por un radar convencional; en otras palabras, un avión invisible. Sin embargo, otra empresa acaba de empezar a comercializar un avión indetectable por el radar. Además, es obvio que su avión es mucho más rápido y económico que el que puede construir tu empresa. La pregunta es: ¿deberías invertir el último millón de dólares de tus fondos para investigación en construir el avión indetectable que propone tu empleado?

En esta ocasión, más del 80 % de los encuestados respondió que no.

Hay muy poca diferencia material entre estas dos preguntas. Sin embargo, la primera pone en marcha un marco de coste asumido (ya hemos

destinado fondos al proyecto), mientras que en el segundo escenario no aparece dicha asignación previa. Este simple cambio tiene verdaderamente un impacto enorme en las respuestas. Resalta la importancia de los costes asumidos y el papel que éstos desempeñan en la formación del conservadurismo.

¿Qué podemos hacer para protegernos del conservadurismo?

Anteriormente me he referido a la forma en que uno de mis antiguos equipos había analizado las decisiones de asignación de activos. En lugar de aferrarnos a nuestras opiniones, lo que deberíamos haber hecho es coger una hoja de papel en blanco, imaginar que nuestras posiciones eran cero, y decirnos, «dado que no sabemos nada, ¿tendríamos que abrir una nueva posición larga o una nueva posición corta?». Si la respuesta es sí y se refiere a una posición, todo correcto. Sin embargo, si la respuesta es no, pero la posición sigue abierta, entonces tendría que liquidarse.

Tendríamos que animarnos a revisar nuestros proyectos de inversión y enfocarlos partiendo de cero. ¿Se han llevado a cabo basándose en supuestos erróneos (a saber, continua expansión del margen)?

¿Seguimos creyendo que son verdaderos? ¿O se nos ha escapado algo? En este último caso, tal vez una amnistía de los analistas, sin recriminarles que cambien sus recomendaciones, ayudaría a eliminar la tendencia conservadora.

Evidentemente, coger una hoja de papel en blanco es algo fácil de decir pero difícil de hacer. Así que, la alternativa podría ser introducir un pequeño cambio en el método de trabajo. En un escenario profesional, los analistas deberían revisar las inversiones de sus colegas antes que las propias y ofrecer una perspectiva contraria. Esto debería contribuir a reducir el anclaje en una postura simplemente porque es la propia.

Otra forma de derrotar al conservadurismo consiste en jugar al juego del abogado del diablo, en el que determinadas personas desarrollan deliberadamente el punto de vista contrario y cuestionan sus ideas frente a las tuyas. Edward Studzinski, de Oakmark, es un defensor de este enfoque para paliar el problema del conservadurismo.

Periódicamente llevamos a cabo revisiones de todas nuestras participaciones desde la perspectiva del abogado del diablo y un analista independiente se encarga de exponer el caso negativo. Es más que un grupo de debate, el abogado del diablo debería creer sinceramente



que el argumento negativo es el correcto. Obviamente, cometemos muchos errores, pero esta disciplina nos ayuda a reducir la frecuencia y gravedad de los mismos. Al invertir, eso supone ganar la mitad de la batalla.

Michael Steinhardt, el legendario gestor de fondos de cobertura fue tal vez quien se opuso más radicalmente al conservadurismo. En su autobiografía, titulada *No Bull*, escribe:

Intentaba mirar la cartera cada día como si fuera nueva... De manera irregular... decidía que no me gustaba la condición inapelable de la cartera. No creía que estuviéramos en sintonía con el mercado y, si bien había un cierto grado de convicción respecto a títulos individuales, llegaba a la conclusión de que nos iría mejor partiendo de cero. Llamaba, o bien a [...] Goldman Sachs [...], a Salomon Brothers, y les pedía que nos descargasen de toda la cartera. En las operaciones rápidas, una de esas empresas compraba nuestras posiciones largas y cubría las cortas [...]. En un momento, mi hoja de posiciones estaba en blanco. A veces era reconfortante empezar de nuevo, sólo con efectivo, y crear una cartera de nombres que representaban nuestras convicciones más firmes y nos liberaba de valores que nos resultaban indiferentes.

Si bien es cierto que la idea de vender toda la cartera puede sonar un tanto exagerada, muestra la disciplina necesaria para superar nuestras tendencias conductuales. Aferrarse a una opinión por el simple hecho de que es la nuestra es muy probable que acabe mal. Como dijo Keynes. «Cuando los hechos cambian, cambio de opinión, ¿y usted qué hace, señor?»

## El canto de sirena de las historias

### *Centrarse en los hechos*

De todos los peligros a los que se enfrentan los inversores, quizá ninguno resulta tan seductor como el canto de sirena de las historias. Básicamente, las historias rigen nuestra manera de pensar. Dejaremos de lado cualquier prueba en favor de una buena historia. Taleb dice que esta tendencia se debe al embaucamiento de la falacia narrativa. En *The Black Swan* escribe: «La falacia está relacionada con nuestra vulnerabilidad a la hora de reinterpretar y a nuestra predilección por historias concisas antes que por la cruda realidad. Distorsiona gravemente nuestra imagen mental del mundo».

Para ilustrar el peligro de las historias, imaginemos que formas parte de un jurado durante el juicio de un asesinato en primer grado. Es un juicio como cualquier otro; la acusación y la defensa presentan sus argumentos. Sin embargo, en lugar de deliberar como miembro del jurado, te limitas a escribir si crees que el acusado es culpable o inocente. Digamos que el 63 % de las personas cree que el acusado es culpable.[\[43\]](#)

Ahora imaginemos que sucede lo mismo pero con un pequeño cambio. En esta ocasión se permite a la acusación explicar una historia, mientras que la defensa solamente puede utilizar testigos para refutar las alegaciones. Se exponen los mismos hechos, tan sólo cambia el formato en el que se aporta la información. La acusación expone los hechos en un prolijo orden narrativo, pero la defensa tiene que depender de los hechos que surgen de manera aleatoria a medida que declaran los testigos. En un mundo racional, obviamente esto no debería tener ninguna influencia. Sin embargo, ¿sabes

qué porcentaje de gente dijo que el acusado era culpable esta vez? ¡Un asombroso 78 %!

Está bien, invirtamos los papeles. Ahora, la defensa puede explicar una historia, pero la acusación tiene que depender de los testigos para construir sus alegaciones. ¿Alguien se atreve a adivinar el porcentaje de miembros del jurado que consideraron culpable al acusado en este caso? Un modesto 31 %. Esto demuestra claramente el poder que ejercen las historias sobre nosotros: el número de personas que dijeron que alguien es culpable de asesinato en primer grado cambió casi cincuenta puntos porcentuales en función de que se explicase o no una historia.

Otro ejemplo aterrador proviene del campo de la medicina.<sup>[44]</sup> En esta ocasión a los participantes se les informó de la eficacia de los tratamientos en función del porcentaje total de pacientes curados (entre el 90 y el 30 %), lo que se conoce como información tipo. Por otro lado, se les entregó una historia que podía ser positiva, negativa o ambigua. Por ejemplo, en la positiva se leía lo siguiente: la decisión de Pat de someterse a un tratamiento a base de Tamoxol tuvo un resultado positivo. El parásito fue eliminado por completo. Los médicos estaban convencidos de que la enfermedad no volvería a aparecer. Un mes después del tratamiento la recuperación de Pat se consideraba segura.

En la historia negativa se podía leer: la decisión de Pat de someterse a un tratamiento a base de Tamoxol tuvo un resultado negativo. El parásito no fue destruido por completo. La enfermedad reapareció. Un mes después del tratamiento, Pat había perdido la vista y la capacidad de andar.

A continuación, se preguntó a los sujetos si se someterían al tratamiento si se les manifestase la enfermedad. Evidentemente, deberían haber confiado en la información tipo respecto a la eficacia del tratamiento, ya que representaba una muestra de experiencia completa. Pero ¿fue realmente así? Por supuesto que no. En lugar de ello, la información tipo fue básicamente ignorada en favor de la historia anecdótica. Por ejemplo, cuando a los participantes se les proporcionó una historia positiva y se les dijo que el tratamiento era eficaz en un 90 %, el 88 % de los sujetos pensó que se sometería al mismo. Sin embargo, cuando a los participantes se les entregó una historia negativa y se les volvió a decir que el tratamiento era eficaz en un 90 %, solamente el 39 % optó por seguir dicho tratamiento.

En cambio, cuando se les dijo que el tratamiento sólo era eficaz en un 30 % y se les proporcionó una historia negativa, únicamente el 7 % de los sujetos dijo que lo seguiría. No obstante, cuando la poca eficacia iba acompañada de una historia positiva, el 78 % de la gente dijo que tomaría el medicamento. Como se puede ver, las pruebas sobre la eficacia del tratamiento fueron ignoradas en favor del poder de la historia.

De forma tal vez un tanto extraña, el precio puede llegar a actuar como una historia en sí mismo. Por ejemplo, ¿qué va mejor, un analgésico que cuesta dos dólares y medio por dosis, o el mismo analgésico rebajado que se vende por sólo diez centavos?[45]

Racionalmente, por supuesto, los dos deberían causar exactamente el mismo efecto (especialmente debido a que ambas pastillas no eran más que píldoras de azúcar). Sin embargo, como sin duda habrás imaginado, los efectos declarados fueron muy diferentes. Un 85 % de la gente declaró sentir menos dolor cuando creía que la medicina costaba más de dos dólares. En cambio, solamente el 61 % dijo que el analgésico era eficaz cuando pensaba que costaba diez centavos.

Si prefieres la bebida a las pastillas, piensa en la siguiente historia de precios.[46] Imagina que te dan a catar un vino que te dicen que cuesta diez dólares la botella y otro que te dicen que cuesta noventa dólares la botella. La mayoría de gente que se encontró en esa envidiable situación dijo que el vino de noventa dólares era casi el doble de bueno que el de diez dólares. ¡El único problema es que ambos eran exactamente el mismo vino! Lo que sucedió fue simplemente que el precio indujo a la gente a error.

## **Historias del mercado de valores**

¿Podría pasar algo parecido en el mercado de valores? Es posible que los inversores descarten acciones valiosas a causa de historias negativas y de su bajo precio. Como ha observado Joel Greenblatt, una de las razones por las cuales la gente se mantiene al margen de las inversiones en valor es que las acciones van acompañadas de una historia negativa. Lo expone del modo siguiente: «Las empresas que aparecen en las pantallas pueden dar miedo y es probable que no les vayan las cosas demasiado bien, así que es posible

que a la gente le resulte difícil comprar». Esta opinión viene respaldada por investigadores[47] que han estudiado las características y el comportamiento de las acciones más «admiradas» y de las más «despreciadas» según el informe anual de la revista *Fortune*.

Las empresas más apreciadas suelen ser aquellas que han obtenido buenos resultados en el pasado, tanto en el mercado de valores como en su rendimiento financiero. También suelen ser relativamente caras. Por ejemplo, el crecimiento medio de las ventas de una empresa de las que figuran en la lista de las más admiradas es de un 10 % anual durante los últimos dos años. Por el contrario, las más despreciadas parecen haber sido desastrosas, con un crecimiento medio de las ventas de tan sólo un 3,5 %. Así, las acciones más admiradas llevan aparejadas grandes historias y precios elevados, mientras que las despreciadas van acompañadas de historias terribles y presentan valoraciones bajas.

¿Cuáles preferirías poseer? Sabemos que psicológicamente te sentirás atraído por las acciones apreciadas, pero, a pesar de todo, las acciones despreciadas suponen, por lo general, una inversión preferible. Se comportan considerablemente mejor que el resto del mercado y que las acciones admiradas.

En el otro extremo del espectro de los valores se encuentra otro grupo de acciones que llevan aparejadas historias muy diferentes. Me refiero a las ofertas públicas de ventas. Las OPV son empresas que han salido al mercado por primera vez para ofrecer sus acciones al público. Suelen llevar aparejadas grandes historias. Un excelente ejemplo que despertó la imaginación de los inversores fue una empresa de juegos por internet. Las acciones presentaban una gran historia, internet todavía era sexy y apostar era sexy al cuadrado. Todo el mundo estaba sobreexcitado por las perspectivas de crecimiento de la empresa. A los inversores simplemente las acciones nunca les parecían suficientes; la OPV recibió catorce veces más solicitudes de lo esperado. Sin embargo, los inversores pagaron claramente en exceso. No había margen ni garantía en las adquisiciones. Así que, cuando la empresa no logró alcanzar sus expectativas de beneficios tan sólo seis meses después de salir a bolsa, su precio se redujo a la mitad, para disgusto de los inversores. Desgraciadamente, éste no es un caso aislado. Las OPV siempre parecen inducir a los inversores a desprenderse de su dinero. No obstante, las OPV son, en general, inversiones

verdaderamente terribles. Por ejemplo, en Estados Unidos, la OPV tipo ha obtenido un rendimiento inferior al del mercado en un 21 % anual durante los tres años posteriores a su salida a bolsa (en el período comprendido entre 1980 y 2007). En la mayoría de países pueden encontrarse ejemplos similares.

Un estudio empleó la metodología descrita en el capítulo 6 para investigar la causa potencial de este pésimo rendimiento.<sup>[48]</sup> Invirtieron artificialmente el precio de salida de la empresa al mercado con el fin de conocer la tasa de crecimiento del flujo de caja correspondiente que los inversores creían que tenía. El precio medio implicaba un crecimiento anual del 33 %. ¿Qué generaron realmente esas empresas? Nada que merezca otro calificativo que el de desastre. El flujo medio de efectivo disponible fue de -55 % en cinco años. ¡Eso sí que es pagar en exceso basándose en la esperanza de crecimiento!

A pesar de que la rentabilidad por debajo de lo esperado de las OPV a largo plazo es un hecho muy bien documentado, los inversores continúan saliendo a la palestra y adquiriéndolas. Sospecho que ello se debe a que las historias aplastan las pruebas, como ocurría en el estudio médico mencionado anteriormente.

## **Cuidado con la esperanza de capitalización**

El problema del pago excesivo en la esperanza de que haya crecimiento no es exclusivo de las OPV. Ben Graham advirtió de los peligros inherentes a «la capitalización de perspectivas futuras totalmente basadas en conjeturas» o, lo que hoy en día podría denominarse capitalización de la esperanza. Me temo que se trata del error más habitual con el que me encuentro al hablar con inversores.

Rob Arnott y sus colegas han descubierto que los inversores pagan casi siempre en exceso con la esperanza de que se produzca crecimiento.<sup>[49]</sup>

Utilizan un enfoque novedoso para valorar el problema. Partiendo del precio de una acción en 1956, comparan el precio con el dinero en efectivo recibido realmente por los inversores (esencialmente los dividendos y las adquisiciones) durante los cincuenta años siguientes. Esto es un ejemplo

de lo que se conoce como previsión perfecta. Se trata de imaginar que sabíamos exactamente lo que nos iba a deparar el futuro. ¿Qué precio deberíamos haber pagado según los beneficios obtenidos?

Arnott señala:

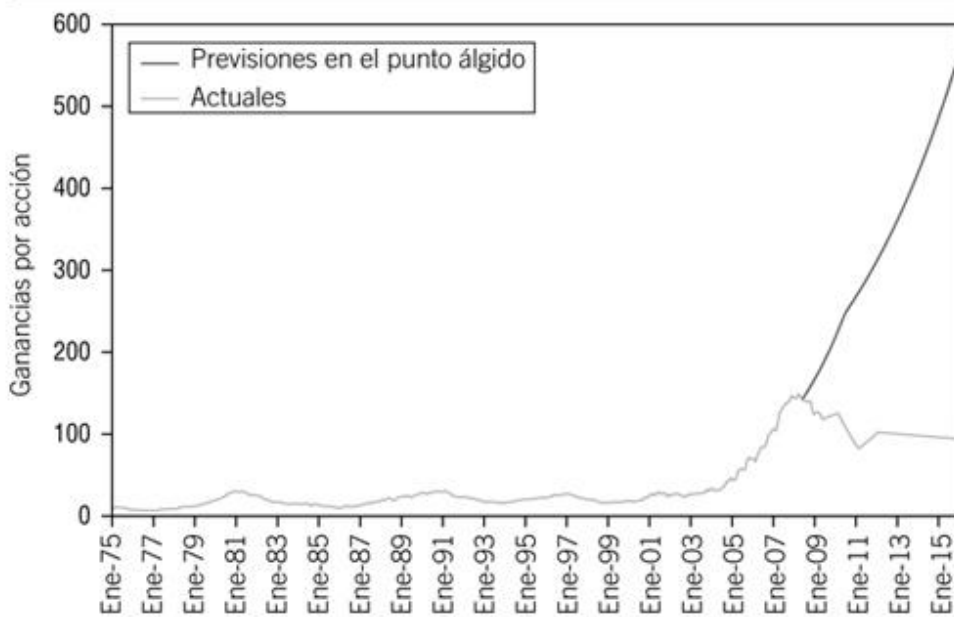
El mercado no dejó nunca de pagar en exceso por los éxitos a largo plazo de las compañías en expansión, incluso a pesar de que el propio mercado decidía con extraordinaria exactitud qué compañías merecían primas múltiples [...]. Casi la mitad de las expectativas de crecimiento de las acciones de valor en expansión con repercusiones en el precio no lograron materializarse, así que los inversores estaban pagando el doble de la prima justa por las acciones de empresas en expansión en relación con su valor.

Permíteme que te ponga otro ejemplo reciente de los peligros de las historias sencillas en el campo de las inversiones. Aunque podría haber elegido entre muchos ejemplos, como la disociación de los mercados emergentes, me he centrado en el sector minero con fines ilustrativos.

La sencilla historia que circuló durante el período comprendido entre 2003 y 2008 fue que China iba a crecer hasta ponerse por las nubes. Historias en la línea de «la demanda china está revolucionando los mercados de materias primas; China ya ha superado a Estados Unidos como el mayor consumidor de hierro, acero y cobre; el factor chino parece imparable» eran habituales. Como suele ser el caso, no cabe duda de que en aquella sencilla historia había una pizca de verdad. Pero no debería constituir la base de una inversión. No obstante, el sector minero se contagió del virus chino y empezaron a proliferar las voces que hablaban de un «superciclo» de la minería.

Veamos cómo reaccionaron los analistas que se basaron en estas historias ante esta situación. El gráfico 10.1 muestra las ganancias por acción del total del sector minero. Se puede apreciar el masivo aumento de los beneficios que tuvo lugar en el período comprendido entre 2003 y 2007.

GRÁFICO 10.1

**Beneficios y previsiones del sector minero mundial**

Fuente: GMO.

Ante un aumento de ese calibre, cabría pensar que los analistas habrían pronosticado una cierta regresión a la media. Pero, no; en lugar de eso hincharon el superciclo, se tragaron todo a pie juntillas y proclamaron: «Esta vez es diferente». Lejos de predecir una vuelta a tiempos más normales, los analistas predijeron que el crecimiento del que habíamos sido testigos no era más que el principio de algo verdaderamente extraordinario. Los analistas pronosticaban un crecimiento del 12,5 % anual en el futuro inmediato. Aquello era bastante más del doble de lo sucedido a lo largo de la historia. Evidentemente, estaban totalmente equivocados, igual que los inversores que les habían estado siguiendo ciegamente. En lugar de ante un enorme superciclo, el mundo se encontró ante la mayor crisis económica desde la Gran Depresión. Esto no sólo resulta obvio a toro pasado. La extrapolación directa de las previsiones de crecimiento es un signo típico de la inmediata aparición de problemas.

**Centrarse en los hechos**



Así que, ¿qué podemos hacer para librarnos de los cantos de sirena de las historias? La respuesta es relativamente sencilla: hemos de centrarnos en los hechos. Como recuerdan los seguidores de Dragnet,[\[50\]](#) «solamente en los hechos». Normalmente las historias tienen un componente emocional, de ahí que resulten atractivas al sistema X (el pensamiento rápido y burdo), así que hay que centrarse en los hechos. Por lo general, los hechos carecen de emotividad, y de esta forma pasaremos del sistema X al sistema C.

Ben Graham insistía en que «la seguridad ha de basarse en estudios y criterios» y en que las valoraciones tienen que estar «justificadas por los hechos; esto es, los activos, los beneficios, los dividendos, las perspectivas confirmadas, en oposición a, digámoslo así, las cotizaciones del mercado establecidas por medio de manipulaciones artificiales o distorsionadas por los excesos psicológicos». Estas sabias palabras suenan hoy igual de ciertas que cuando Graham las escribió en 1934, pero muy pocos inversores parecen capaces de tenerlas en cuenta. Centrarse en los fríos y duros hechos (sólidamente basados en cifras reales) posiblemente sea la mejor defensa de que disponemos frente a los cantos de sirena de las historias.

## **Esta vez es diferente**

### *Tu principal ventaja frente a los profesionales*

Tal vez el punto de contacto más evidente del público con la economía conductual, y sin duda el más preponderante, sea la formación de burbujas. Según los modelos financieros más habituales, en realidad las burbujas no deberían existir. Sin embargo, nos han acompañado con mucha asiduidad desde tiempos inmemoriales. El primer mercado de valores se fundó en 1602. La primera burbuja del mercado —la burbuja del mar del Sur— tuvo lugar tan sólo ciento dieciocho años más tarde. Antes de eso, por supuesto, se produjo la tulipomanía de 1637.

En GMO, definimos «burbuja» como un movimiento de precios (real) que se desvía al menos dos veces de la tendencia normal. Así pues, si los rendimientos del mercado se distribuyesen normalmente como predicen las hipótesis de los mercados eficientes, una desviación que se apartase dos veces de la tendencia normal debería producirse aproximadamente cada cuarenta y cuatro años. Sin embargo, nos encontramos con la friolera de más de treinta burbujas desde 1925, lo que equivale a algo más de una cada tres años. No sólo nos encontramos con un enorme número de burbujas, sino que cada una de ellas ha acabado por estallar, desviándonos dos veces de la tendencia normal. ¡Esto debería suceder solamente una vez cada dos mil años, no veinte veces en ochenta y cuatro años! Ésta es la realidad palmaria que no quieren ver quienes creen en los mercados eficientes.

Existe también otra opinión que considera que las burbujas son, en cierta medida, «cisnes negros». Taleb definió al cisne negro como un

acontecimiento altamente improbable con tres características principales:

1. Es imprevisible.
2. Tiene un impacto enorme.
3. Ex post, se preparan explicaciones que hacen que el acontecimiento parezca menos azaroso y más predecible de lo que fue.

Sería enormemente tranquilizador que las burbujas fuesen cisnes negros, ya que entonces quedaríamos absueltos de nuestro comportamiento. Sin embargo, dicha defensa es en gran medida una abdicación de responsabilidad. La creencia de que las burbujas son cisnes negros ha encontrado apoyos en las más altas esferas. Tanto Alan Greenspan como Ben Bernanke han sido firmes defensores de esta idea, ya que afirmaban continuamente que era imposible diagnosticar una burbuja antes de que estallase y, por tanto, sostenían que lo mejor que podía hacer un banco central era tratar de limpiar el desastre después de que todo saliese mal.

### **¿Por qué no podemos calcular las sorpresas predecibles?**

Evidentemente, esto es una absoluta estupidez. Es un intento de no asumir la responsabilidad. Las burbujas y sus estallidos no son cisnes negros. Son «sorpresas predecibles».[\[51\]](#) Esto puede sonar como un oxímoron, pero no lo es. Las sorpresas predecibles también tienen tres características que las definen:

1. Por lo menos algunas personas son conscientes del problema.
2. El problema empeora con el tiempo.
3. Finalmente, el problema desemboca en una crisis, para sorpresa de la mayoría.

El problema de las sorpresas predecibles es que, si bien hay una cierta inseguridad respecto al hecho de que nos espera un desastre, existe gran incertidumbre acerca del momento en que se producirá.

Tomemos la crisis crediticia de 2007-2008, la cual Jeremy Grantham ha definido como la crisis más ampliamente prevista de todos los tiempos. Una algarabía de agoreros hacía cola para advertir del peligro; incluso algunos de los gobernadores de la Reserva Federal estaban avisando de los problemas que traerían los relajados criterios a la hora de conceder créditos. Robert Shiller reeditó su libro *International Exuberance* en 2005, añadiendo un nuevo capítulo dedicado al mercado inmobiliario. Yo mismo (sentado al otro lado del Atlántico), escribí un artículo en 2005 en el que sostenía que el mercado inmobiliario de Estados Unidos mostraba todos los rasgos distintivos de la locura.

Hablar de gente advirtiendo del peligro de esta burbuja crediticia puede parecer extraño tan sólo unos capítulos después de mi diatriba contra la locura de las predicciones. Sin embargo, creo que se puede trazar una línea muy clara entre análisis y predicción. Como dice Ben Graham: «El análisis connota el estudio metódico de los hechos de que disponemos con la intención de sacar conclusiones basadas en principios establecidos y en una lógica sólida».

Así que la gran pregunta es: ¿qué nos impide ver estas sorpresas predecibles? Existen al menos cinco obstáculos psicológicos que nos estorban. Ya nos hemos encontrado con algunas de esas barreras. En primer lugar, está nuestro viejo amigo, el exceso de optimismo. Todo el mundo se limita a creer que tiene menos probabilidades que la media de tener un problema de alcoholismo, de divorciarse o de que le despidan. Esta tendencia a mirar el lado bueno nos hace cerrar los ojos ante los peligros que acarrearán las sorpresas predecibles.

Además de nuestro exceso de optimismo, padecemos la ilusión de control; la creencia de que podemos influir en el resultado de acontecimientos incontrolables. Aquí es donde nos encontramos con gran parte de la pseudociencia financiera; cosas como el valor en riesgo (VaR). La idea de que si podemos cuantificar el riesgo podemos controlarlo es una de las grandes falacias de la economía moderna. El VaR nos dice cuánto podemos esperar perder con una determinada probabilidad, como por ejemplo la máxima pérdida diaria con una probabilidad del 95 %. Estas técnicas de gestión de riesgo son equiparables a un coche que tenga un airbag que se nos garantiza que funcionará a menos que choquemos. Sin

embargo, como vimos anteriormente, simplemente disponer de una cifra puede hacer que la gente se sienta más segura: la ilusión de la seguridad.

También nos hemos topado con el tercer obstáculo que nos impide ver las sorpresas predecibles. Se trata de la tendencia interesada; el deseo innato de interpretar la información y actuar de manera que respalde nuestro propio interés. La cita de Warren Buffett empleada anteriormente resulta nuevamente apropiada y vale la pena repetirla: «No le preguntes a un peluquero si necesitas un corte de pelo». Si hubieras sido gestor de riesgos en 2006 y hubieras sugerido que algunas de las obligaciones de deuda garantizada (CDO) de tu banco podían tal vez ser ligeramente dudosas, evidentemente habrías sido despedido y sustituido por un gestor de riesgos que estuviese encantado de aprobar la transacción. Siempre que mucha gente gana mucho dinero, es poco probable que dé un paso atrás y señale los evidentes errores de sus actos.

La burbuja de las empresas punto com de finales de la década de los noventa dejó al descubierto algunos ejemplos de primer orden de la entrada en escena de la tendencia interesada. El máximo exponente de una conducta equivocada fue Henry Blodget, que en aquel momento trabajaba en Merrill Lynch. Su grado de hipocresía fue realmente impresionante. Al mismo tiempo que en un informe de investigación decía a los clientes que «no apreciamos demasiadas desventajas en las acciones», a nivel interno escribía que la empresa era «¡una mierda!». También escribió en un informe: «Creemos que LFMN representa una inversión atractiva», al mismo tiempo que internamente escribía, «no puedo creer la M (mierda) que es esto». Blodget, por supuesto, no estaba solo (recordemos a Jack Grubman y a otros como Mary Meeker), se trata simplemente de un ejemplo especialmente terrible.

El penúltimo obstáculo es la miopía, centrarse manifiestamente en el corto plazo. Con demasiada frecuencia nos encontramos con que las consecuencias que tendrán lugar con posterioridad suelen tener mucha menos influencia en nuestras decisiones cuanto más lejano es el futuro en el que han de producirse. Se puede resumir como «a vivir, que son dos días». Esto, por supuesto, pasa por alto el hecho de que un día cualquiera tenemos aproximadamente 260.000 probabilidades más de equivocarnos que de acertar en lo que respecta a llegar al día siguiente. La miopía se puede resumir en la súplica de San Agustín: «Señor, hazme casto, pero todavía

no»; ¡un año bueno más, otra buena bonificación, y entonces prometo irme y hacer algo de provecho con mi vida en lugar de dedicarme a las finanzas!

La última barrera que nos impide ver las sorpresas predecibles es un tipo de ceguera por falta de atención. Por decirlo claramente, simplemente no esperamos ver lo que no estamos buscando. El experimento clásico en este campo[52] muestra una breve grabación en vídeo de dos equipos que juegan a baloncesto. Un equipo viste de blanco y el otro de negro. Se te pide que cuentes cuántas veces se pasan la pelota los miembros del equipo blanco. A mitad de la grabación un hombre disfrazado de gorila entra en el campo, se golpea el pecho y vuelve a salir. Al final de la grabación, se te pregunta cuántos pases se han dado y normalmente las respuestas oscilan entre catorce y diecisiete. Entonces se te pregunta si has visto algo poco habitual. ¡Alrededor de un 60 % de la gente no ha logrado ver al gorila! Cuando el investigador señala al gorila y vuelve a reproducir la cinta, la gente siempre dice que la has cambiado y que el gorila no salía en la primera grabación. Básicamente, este estudio demuestra que la atención de la gente está demasiado centrada en contar los pases. Sospecho que en el mundo de las finanzas sucede algo parecido; los inversores ponen toda su atención en los detalles y el ruido, y se olvidan de echarle un ojo a la situación general.

## **Guía de detección de burbujas para principiantes**

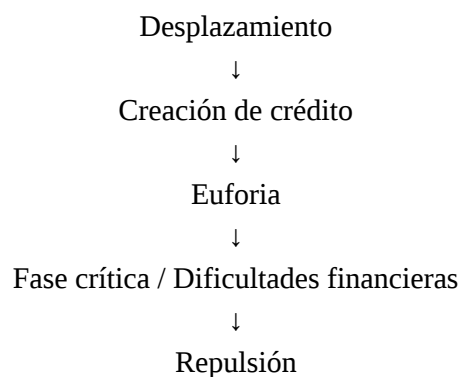
Entonces, ¿qué podemos hacer para mejorar esta situación lamentable? Básicamente, tenemos que recordar las prosaicas y proféticas sabias palabras de Herb Stein: «Si algo no puede durar para siempre, no lo hará». Es una frase aparentemente simple, pero enormemente perspicaz. Si los mercados parecen demasiado buenos para ser ciertos, probablemente no lo son. Aprender a recordar este sencillo hecho nos ayudaría a evitar gran parte de la angustia provocada cuando estalla la burbuja.

Unos buenos conocimientos básicos de la historia de las burbujas puede ayudarte también a conservar tu capital. Ben Graham sostenía que un inversor debería «tener una idea adecuada de la historia del mercado de valores, especialmente en lo tocante a las principales fluctuaciones. Con

esta formación, estaría en situación de juzgar correctamente el atractivo o los peligros... del mercado». En ningún otro campo es tan importante conocer la historia como cuando se trata de entender las burbujas.

Aunque los detalles de las burbujas cambian, los patrones y las dinámicas subyacentes son inquietantemente parecidos. El marco que llevo utilizando desde hace tiempo para reflexionar sobre las burbujas tiene su origen en 1867, en un artículo escrito por sir John Stuart Mill.[\[53\]](#) Mill era un hombre ciertamente extraordinario, erudito, filósofo, poeta, economista y parlamentario. Estaba claramente dotado para los temas de justicia social y escribió artículos en contra de la esclavitud y a favor de la ampliación del sufragio. Desde nuestra estrecha perspectiva, su obra sobre la comprensión de los patrones de las burbujas es la que nos resulta más útil. Como dijo Mill: «La enfermedad de la crisis del comercio no es, en esencia, una cuestión del bolsillo, sino de la mente».

Su modelo ha sido usado una y otra vez y constituye la base del marco utilizado para estudiar las burbujas por visionarios como Hyman Minsky, uno de los pocos economistas a los que merece la pena escuchar, y Charles Kindleberger, el ilustre cronista de las locuras financieras. Básicamente, su modelo divide el auge y la caída de una burbuja en las cinco fases siguientes:



**Desplazamiento. El nacimiento de un *boom*.** Generalmente, el desplazamiento es un impacto externo que provoca la creación de oportunidades de beneficio en algunos sectores, mientras cierra las puertas a la posibilidad de beneficio en otros. Mientras las oportunidades creadas sean mayores que las eliminadas, las inversiones y la producción decidirán

explotar dichas nuevas oportunidades. Es probable que haya inversiones tanto en activos físicos como financieros. De hecho, estamos siendo testigos del nacimiento de un *boom*. Como dice Mills: «Una nueva confianza empieza a germinar en seguida durante este período, pero su crecimiento es lento».

**Creación de crédito. La alimentación de una burbuja.** Del mismo modo que el fuego no puede propagarse sin oxígeno, un *boom* necesita crédito del que alimentarse. Minsky sostenía que la expansión monetaria y la creación de crédito son en gran medida endógenas al sistema. Es decir, el dinero no sólo puede crearse por los bancos existentes, sino también por la formación de nuevos bancos, por el desarrollo de nuevos instrumentos de crédito y por la expansión del crédito personal fuera del sistema bancario. Mill señaló que, durante esta fase: «El tipo de interés [es] casi uniformemente bajo [...]. El crédito [...] se vuelve más sólido, la iniciativa aumenta y los beneficios se amplían».

**Euforia. Todo el mundo empieza a comprar participaciones de la nueva era.** Se cree que los precios no pueden hacer otra cosa que subir. Se abandonan los criterios tradicionales de valoración y se introducen nuevas medidas para justificar el precio actual. Se desata una oleada de exceso de optimismo que lleva a la gente a sobrevalorar las ganancias, infravalorar los riesgos y, por lo general, a pensar que se puede controlar la situación, la nueva era domina los debates y las cuatro palabras más peligrosas según sir John Templeton, «Esta vez es diferente», resuenan por todo el mercado.

Como escribió Mill: «Hay un exceso de fe malsano [...] la confianza sana [...] ha degenerado en una enfermedad de fe demasiado superficial [...]. La multitud de inversores, excitados como están, no se plantean las preguntas adecuadas, si su capital se volverá productivo rápidamente y si su compromiso no guarda proporción con sus medios [...]. Sin embargo, desgraciadamente, ante la ausencia de previsión adecuada y autocontrol, la tendencia es que la especulación alcance su crecimiento máximo justo cuando ello es más peligroso».

**Fase crítica. Dificultades financieras.** Esto nos lleva a la fase crítica que a menudo se caracteriza por el hecho de que quienes disponen de información privilegiada retiran su dinero, seguido rápidamente por dificultades financieras, en las cuales el exceso de apalancamiento



producido durante el *boom* se convierte en un problema de primer orden. A menudo, durante esta fase de la vida de la burbuja también surgen estafas.

Mill era consciente de los peligros que entraña el uso del apalancamiento y de cómo ello podría conducir fácilmente a la venta de activos a precio de liquidación. «El [...] operador que utiliza, además de sus propios medios, una parte de capital prestado [...] descubre, cuando llega la crisis, que el poder de su nombre ha desaparecido por completo, y para hacer frente a sus obligaciones, inexorablemente próximas al vencimiento, se ve obligado a la venta forzosa de bienes o a producir a unos precios tentadores para el capital reacio».

**Última fase. Repulsión.** La última fase del ciclo de vida de una burbuja es la repulsión. Los inversores están tan marcados por los acontecimientos en que han participado, que ya no quieren formar parte del mercado en absoluto. Esto tiene como resultado que los activos se sitúen a precios de saldo.

Según Mills: «Por regla general, los pánicos financieros no destruyen capital, simplemente revelan hasta qué punto ha sido destruido previamente al no haberse visto correspondida la confianza depositada en obras absolutamente improductivas [...]. El fracaso de los grandes bancos [...] y de las sociedades mercantiles [...] son síntomas asociados a la enfermedad, no la enfermedad en sí».

Mill también era consciente de la prolongada naturaleza de la recuperación que sigue a una burbuja: «El ahorro, al que gran número de personas se ven forzadas a causa de las pérdidas provocadas por las quiebras y la depreciación de las inversiones, restringe su poder adquisitivo [...]. Los beneficios se mantienen bajos, en consonancia con las raquíticas proporciones de la demanda [...]. Sólo el tiempo puede calmar los nervios destrozados y hacer que cicatricen bien heridas tan profundas».

La práctica totalidad de las burbujas de la historia pueden delimitarse en este marco. Ello debería contribuir a regir nuestros análisis y nuestra manera de pensar a la hora de evitar las burbujas.

**¡Tu ventaja sobre los profesionales!**

Lo creas o no, en realidad tienes una enorme ventaja sobre los profesionales en lo que se refiere a salvar este obstáculo: no tienes por qué someterte a un punto de referencia arbitrario.

Como señaló Keynes: «Es el inversor a largo plazo, el que más promueve el interés público, quien en la práctica será objeto de la mayoría de críticas dondequiera que los fondos de inversión sean gestionados por comités, consejos o bancos, puesto que en la esencia de esta conducta está el ser excéntrica, poco convencional y precipitada a los ojos de la opinión generalizada. Si tiene éxito, esto no hará más que confirmar la creencia general en su precipitación, y si fracasa a corto plazo, cosa muy probable, no recibirá demasiadas muestras de compasión».

Según la teoría financiera clásica, las burbujas deberían evitarse mediante la presencia de arbitrajistas. Estos tipos están por ahí esperando oportunidades para explotar a la masa e impulsar los precios de nuevo en busca de un cierto equilibrio. Desgraciadamente, no muchos profesionales actúan así. Los pocos que efectivamente tratan de enfrentarse a las burbujas tienen que hacerlo evitando recurrir al apalancamiento. Como Mill señalaba anteriormente, los que intentan desempeñar ese papel, a menudo acaban como el rosario de la aurora (mira el final de LTCM en 1998). Como dijo Keynes: «El mercado seguirá siendo irracional durante más tiempo del que tú puedas mantenerte solvente».

Con todo, hay otro grupo de profesionales que, de hecho, decide subirse a la burbuja. Hacen que aumente en lugar de reducirla, confiados en su capacidad para salir a la superficie o muy cerca de ella. El Hoare's Bank hizo exactamente eso durante la burbuja del mar del Sur en 1720 y algunos fondos de cobertura representaron un papel parecido durante la locura de las empresas punto com.[\[54\]](#)

No obstante, la inmensa mayoría de los inversores profesionales, simplemente no recurre al arbitraje ante las burbujas a causa de la tendencia interesada y a la miopía. Toman un índice como referencia y temen por encima de todo obtener malos resultados (lo que se conoce como riesgo profesional); así, no les apetece hacer frente a la burbujas. Esto se ve amplificado por el hecho de que la mayoría de gestoras de fondos cobran en función de los activos gestionados, con lo cual la manera más fácil de evitar el despido es llevar a cabo una actuación próxima a los parámetros de referencia (lo que se denomina riesgo empresarial). Estos dos elementos de

la tendencia interesada colisionan impidiendo a muchos gestores «hacer lo correcto».

Afortunadamente, por supuesto, hay excepciones. Jean Marie Eveillard, de First Eagle, dice: «Preferiría perder a la mitad de mis clientes, que la mitad del dinero de mis clientes». De manera parecida, la negativa de Jeremy Grantham a participar en la burbuja de las punto com le costó unos dos tercios de su libro de asignación de activos. Esta voluntad de asumir riesgos profesionales y empresariales es, por desgracia, una mercancía extremadamente escasa. No obstante, como inversor individual, tú no tienes que preocuparte por el riesgo profesional o empresarial. Ésta es tu gran ventaja sobre los profesionales.

Los inversores deberían recordar que las burbujas son un producto derivado de la conducta humana, y la conducta humana es demasiado previsible. Cada burbuja presenta diferencias sutiles, pero su patrón general sigue siendo inquietantemente parecido. Las burbujas y sus estallidos no son, como tales, cisnes negros. Evidentemente, el momento del estallido final de la burbuja sigue siendo igual de incierto que siempre, pero el patrón de los acontecimientos en sí es demasiado previsible. Como señaló Jean Marie Eveillard: «A veces lo que importa no es tanto lo pequeñas que sean las probabilidades de que las circunstancias se vuelvan negativas, sino cuáles serían las consecuencias si eso sucede». Dicho de otro modo, en ocasiones los resultados negativos potenciales a largo plazo son tan graves que los inversores simplemente no pueden permitirse ignorarlos, ni siquiera a corto plazo.

## **En lo correcto por el motivo equivocado, o en lo equivocado por el motivo correcto**

*Toma nota de tus errores y tendencias*

En el capítulo anterior vimos que las burbujas siguen caminos muy parecidos, aunque los detalles cambian con el tiempo. Esto plantea la pregunta más importante: ¿por qué no aprendemos de nuestros errores? El paisaje financiero histórico está plagado de ejemplos de burbujas, desde la burbuja del mar del Sur de 1700, hasta la burbuja japonesa de finales de la década de los ochenta, pasando por la burbuja de las empresas punto com en la transición del siglo pasado al actual y, por supuesto, la contemporánea burbuja hipotecaria/inmobiliaria. Uno podría pensar que los humanos deberíamos haber aprendido de la historia. Sin embargo, otro obstáculo más del sistema X es la falta de voluntad para reconocer nuestros errores y equivocaciones como tales. En lugar de ello, les quitamos importancia.

John Kenneth Galbraight, un economista excepcionalmente perspicaz, dijo que los mercados se caracterizan por:

[...] la extrema brevedad de la memoria financiera. En consecuencia, los desastres financieros se olvidan rápidamente. Además, cuando vuelven a darse las mismas o parecidas circunstancias, a veces en cuestión de unos pocos años, son jaleados por una nueva generación, a menudo inexperta, y siempre sumamente segura de sí misma, como un descubrimiento genial e innovador en el mundo de las finanzas y de la economía en general. Hay pocos ámbitos de la actividad humana en los que la historia importe tan poco como en el mundo de las finanzas.

Mi cita favorita sobre la falta de valoración histórica en el campo financiero es de Jeremy Grantham, el jefe de estrategias de inversión de GMO (le conocimos en el capítulo 2 y volvimos a verlo en el capítulo 11), el cual, a la pregunta «¿Cree usted que sacaremos alguna enseñanza de esta inestabilidad?», respondió: «Aprenderemos mucho a corto plazo, bastante a medio plazo y absolutamente nada a largo plazo. Así lo dicen los precedentes históricos».

Por supuesto, para aprender de un error, tenemos que entender que se trata de un error. Esto puede sonar obvio, pero tenemos que superar al menos dos tendencias psicológicas: la tendencia a la autoatribución y la tendencia retrospectiva.

## **No es culpa mía. Es simplemente mala suerte**

La tendencia a la autoatribución consiste en el hábito de atribuir los buenos resultados a nuestra habilidad como inversores, mientras que culpamos de los malos a otras cosas o a otras personas. Los acontecimientos deportivos son un magnífico ejemplo de esta manera de pensar. Los psicólogos[55] han estudiado las explicaciones ofrecidas en las páginas deportivas de los periódicos con el fin de analizar la presencia de la tendencia a la autoatribución entre los atletas. Al valorar la opinión de un entrenador o deportista sobre su actuación, se preguntan si dicha actuación se debió a un factor interno (es decir, algo relacionado con la habilidad del equipo) o a un factor externo (como, por ejemplo, un mal arbitraje). Como era de esperar, se encontraron con que la autoatribución estaba presente. El 75 % de las veces que se produjo una victoria, se hizo una atribución interna (era resultado de la habilidad), mientras que después de una derrota esa atribución interna tuvo lugar sólo el 55 % de las veces.

La tendencia fue aún más evidente cuando las explicaciones se clasificaron según proviniesen de un deportista o entrenador, o bien de un periodista deportivo. Los deportistas y entrenadores atribuyeron su éxito a un factor interno más del 80 % de las veces. En cambio, en caso de derrota, sólo se culpó a un factor interno el 53 % de las ocasiones.

Lo mismo sucede cuando se trata de inversiones. Para los inversores resulta demasiado fácil quitar importancia a los malos resultados achacándolos a la mala suerte. En algunas ocasiones, ése puede ser realmente el caso pero, en otros, la causa puede radicar en un análisis equivocado.

En un discurso pronunciado recientemente, David Einhorn, de Greenlight Capital señaló: «Cuando algo sale mal, me gusta reflexionar sobre las decisiones equivocadas y aprender de ellas con la esperanza de no volver a cometer el mismo error». Continúa dando un ejemplo de un error que cometió una vez. En 2005 recomendó la compra de MDC Holdings, una constructora, a sesenta y siete dólares la acción. En los cuatro años siguientes, MDC se desplomó alrededor de un 40 %. Tal como afirmó Einhorn: «La pérdida no se debió a la mala suerte, sino a un mal análisis». Dicho llanamente, no logró entender la importancia de la imagen global, en este caso la burbuja de crédito e inmobiliaria de Estados Unidos.

Desgraciadamente, pocos de nosotros somos tan introspectivos como Einhorn, así que, para combatir el omnipresente problema de la autoatribución realmente necesitamos llevar un registro por escrito de las decisiones que tomamos y de las razones que existen tras dichas decisiones; un diario de inversiones, por así decirlo. Llevar un diario de inversiones puede parecer una tontería, pero es justamente lo que hacía George Soros. En su libro *Alchemy of Finance* escribe: «Llevaba un diario en el que anotaba los razonamientos que me habían conducido a tomar las decisiones a la hora de invertir en tiempo real [...]. El experimento fue un éxito aplastante financieramente hablando; mi fondo de inversiones nunca obtuvo mejores resultados. Además, también tuvo un resultado inesperado: después del experimento mis expectativas sobre el futuro eran bastante diferentes».

Una vez llevamos dicho diario, tenemos que situar los resultados de las decisiones y las razones que hay detrás de las mismas en un diagrama de cuadrantes como el que se muestra más adelante. Esto es, ¿acerté por el motivo correcto (puedo reivindicar que se debe a cierta habilidad, puede que siga siendo suerte, pero al menos puedo reivindicar mi habilidad), o acerté por alguna razón espuria? (en cuyo caso tomaría nota del resultado porque mejora el aspecto de mi cartera, pero no debería engañarme pensando que realmente sabía lo que hacía). ¿Me equivoqué por el motivo erróneo (cometí un error y tengo que aprender de él), o me equivoqué por el

motivo correcto? (al fin y al cabo, la mala suerte existe y la inestabilidad de los precios hace que la inestabilidad del resto de cosas del mundo parezca pequeña).

Solamente relacionando nuestras decisiones y las razones de las mismas con los resultados podemos aspirar a entender cuándo hemos tenido suerte y cuándo hemos empleado una auténtica habilidad y, lo que es más importante, dónde estamos cometiendo una y otra vez errores recurrentes.

---

	Buen resultado	Mal resultado
Razonamiento correcto	Habilidad (tal vez)	Mala suerte
Razonamiento equivocado	Buena suerte	Error

---

## No seas un experto a toro pasado

Una de las razones por las que aconsejo a la gente que lleve un registro de sus decisiones y de las razones que hay tras las mismas, es que, de no hacerlo, corre el riesgo de padecer la tendencia que nos impide aprender de nuestros errores a la hora de invertir: la tendencia retrospectiva. Esto sencillamente hace referencia a la idea de que, una vez conocemos el resultado, tendemos a pensar que lo conocíamos desde el principio.

En el mundo de las finanzas parece ser que, cual Orwell, nos gusta reescribir la historia tras cada burbuja. Después de cada una, aparece una avalancha de textos que nos dicen qué ha fallado y por qué, habitualmente escritos por aquellos que no habían atisbado siquiera el problema en su momento. Esta es una manifestación de la racionalización a posteriori que hace que los acontecimientos parezcan mucho más predecibles de lo que lo eran de antemano.

Los psicólogos[56] han demostrado que esta tendencia aflora con una regularidad alarmante. Por ejemplo, en un experimento se describió a unos estudiantes la ocupación británica de la India y los problemas de los gurkas del Nepal. La información facilitada era del tipo siguiente: En 1814, Hastings (el gobernador general) decidió que tenía que hacer frente a los gurkas de una vez por todas. La campaña distó mucho de ser gloriosa y las tropas padecieron condiciones extremas. Los gurkas eran expertos en la guerra de guerrillas y, al ser pocos, no había demasiadas opciones de llevar a cabo combates a gran escala. Los británicos aprendieron a ser cautelosos sólo después de sufrir varias derrotas.

Tras leer una versión mucho más larga de lo anterior, se pidió a los estudiantes que asignasen probabilidades a cada uno de los cuatro resultados siguientes:

1. Victoria británica.
2. Victoria gurka.
3. Cese de las hostilidades sin acuerdo de paz.
4. Cese de las hostilidades con acuerdo de paz.

Otro grupo de estudiantes leyó lo mismo, pero a ellos se les facilitó el resultado «verdadero». La única pega era que cada uno de los resultados estaba marcado como verdadero. Así pues, a algunos estudiantes se les dijo que el resultado real era el primero, a otros se les dijo que era el segundo, y así sucesivamente.

Curiosamente, cuando a los sujetos se les dijo el resultado supuestamente verdadero, aumentaron las probabilidades que asignaban a ese resultado. De hecho, comparados con el grupo al que no se le facilitó ninguna información acerca del resultado, casi duplicaron la probabilidad que asignaron al suyo. Es decir, que la gente no fue capaz de ignorar el resultado a posteriori en su toma de decisiones.

Este estudio demuestra por qué un diario de inversiones en tiempo real puede ser realmente beneficioso para los inversores, ya que nos ayuda a mantenernos fieles a nuestras ideas en el momento concreto, en lugar de a nuestra nueva versión de los hechos después de conocer el resultado. Un diario de inversiones es un método sencillo pero muy eficaz para aprender



de los errores y debería ocupar un lugar destacado en nuestro método de inversión.

## Los peligros de invertir con TDAH

*Nunca subestimes el valor de no hacer nada*

En este libro hemos aprendido que una de las barreras que impide a muchos inversores actuar contra las burbujas es la miopía, centrarse manifiestamente en el corto plazo. Sin embargo, esta tendencia a pensar a corto plazo no es exclusiva de las burbujas. La vemos constantemente. Hoy en día, los inversores parecen sufrir un trastorno de déficit de atención con hiperactividad (TDAH) en lo que respecta a su cartera.

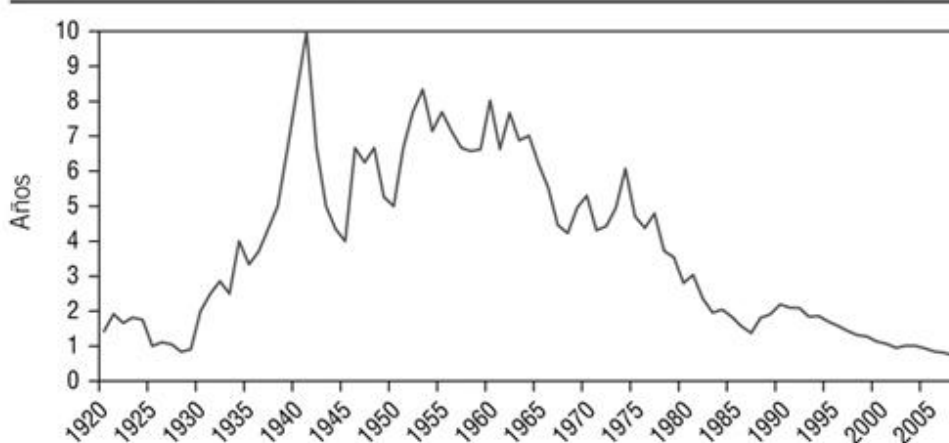
El gráfico 13.1 ilustra el problema. Muestra el período medio de tenencia de una acción en la Bolsa de Nueva York. ¡Actualmente el período medio de tenencia es de alrededor de seis meses! En las décadas de los cincuenta y de los sesenta los inversores conservaban las acciones durante seis o siete años; resulta interesante que esto fuese antes del auge de las inversiones institucionales tal como las conocemos hoy. Naturalmente, si conservas una acción durante sólo seis meses, no te preocupas en absoluto de lo que sucederá a largo plazo, simplemente te preocupas de las cifras de beneficios de los dos trimestres siguientes.

Centrarse en el corto plazo es difícil de reconciliar con cualquier visión fundamental de las inversiones. Podemos examinar a los principales generadores de beneficios del capital para ver qué necesitamos para invertir. A un año vista, la inmensa mayoría de los beneficios totales procede de cambios en la valoración, que, en realidad, son fluctuaciones aleatorias del precio. Sin embargo, a cinco años vista, el 80 % de los beneficios totales viene generado por el precio pagado por la inversión más el crecimiento del

flujo de efectivo subyacente. Éstos son aspectos de las inversiones que los inversores fundamentales deberían comprender, y está claro que sólo importan a largo plazo.

GRÁFICO 13.1

Período medio de tenencia de acciones en la Bolsa de Nueva York (años)



Fuente: GMO.

Por desgracia, como Keynes señaló adecuadamente: «La naturaleza humana desea resultados rápidos, hay un curioso entusiasmo por conseguir dinero rápidamente [...], comparados con sus predecesores, los inversores modernos se concentran demasiado en las valoraciones anuales, trimestrales, e incluso mensuales de sus acciones, y en la revalorización del capital». Lamentablemente, los trimestres y meses a los que aludía Keynes, se han convertido en días y minutos para los inversores de hoy.

## ¿Qué podemos aprender de los porteros?

No sólo deseamos resultados rápidos, sino que también nos encanta que parezca que hacemos algo (en lugar de no hacer nada); tenemos una clara tendencia a la acción. Los porteros de fútbol nos ofrecen un gran ejemplo de esta desafortunada tendencia. Para que conste, a pesar de la imagen estereotipada de obsesionados por el fútbol que tenemos los británicos, conozco muy poco ese deporte. Como crecí jugando a rugby durante el

invierno y a cricket durante el verano, nuestro llamado deporte nacional me deja algo indiferente.

Sin embargo, podemos aprender de la experiencia de los porteros. Aunque normalmente no son las estrellas del equipo, resulta que cuando hay un lanzamiento de penalti los mejores porteros son hombres de acción. Un estudio reciente[57] ha revelado algunos patrones fascinantes cuando se trata de intentar parar penaltis. En el fútbol, cuando se pita la pena máxima, la pelota se sitúa a once metros de la portería y se produce una única contienda entre el portero y el lanzador. El portero no se puede mover de la línea de meta hasta que se efectúa el disparo.

Dado que en un partido de fútbol normal se marcan como media 2,5 goles, un penalti (que tiene un 80 % de probabilidades de acabar en gol) puede influir drásticamente en el resultado del partido. Así que, a diferencia de lo que sucede en muchos experimentos psicológicos, lo que está en juego es importante.

Nuestros intrépidos investigadores estudiaron trescientos once lanzamientos de penalti de las principales ligas y campeonatos del mundo. Se utilizó a un grupo de tres jueces para analizar la dirección del disparo y la dirección en que se lanza el portero. Para evitar confusiones, las direcciones (izquierda o derecha) se determinaron desde el punto de vista del guardameta.

En términos generales, los lanzamientos se distribuyeron equitativamente, una tercera parte fue al lado izquierdo, otra al centro y otra a la derecha de la portería. No obstante, los porteros mostraron una clara tendencia a la acción: se lanzaron a la izquierda o a la derecha (el 84 % de las veces), sin decidir casi nunca permanecer en el centro de la meta.

Con todo, habrían tenido mucho más éxito si se hubieran limitado a quedarse en el centro de la portería. Según las estadísticas, cuando el portero permanece inmóvil, detiene un 60 % de los disparos dirigidos al centro, un porcentaje de paradas muy superior al que logra cuando se lanza tanto a la izquierda como a la derecha. A pesar de todo, los porteros solamente se quedan en el centro un 6 % de las veces.

A los guardametas se les preguntó por qué optaban por lanzarse en lugar de quedarse en el centro. Su argumento fue que, cuando se lanzan a la izquierda o a la derecha, al menos sienten que están haciendo un esfuerzo, mientras que si permaneces en el centro y ves que un gol se cuelga por la

izquierda o por la derecha te sientes mucho peor. Bueno, no sé tú, pero, en mi opinión, no puede haber nada peor que perder, independientemente de dónde te sitúes.

## **Una mala actuación aumenta el deseo de actuar**

Un último aspecto de la tendencia a la acción es especialmente digno de mención: el impulso de actuar tiende a intensificarse después de una derrota, o, en términos de cartera de inversiones, después de un período de bajo rendimiento. Los psicólogos[58] han pedido a un grupo de personas que se planteen el escenario siguiente:

Steenland y Straathof son entrenadores de equipos de fútbol. Steenland es el entrenador del Blue-Black y Straathof del EDO. Ambos entrenadores perdieron el partido anterior por un resultado de cuatro a cero. Este domingo, Steenland decide actuar: saca al terreno de juego a tres nuevos jugadores. Straathof decide no cambiar su equipo. En esta ocasión, ambos equipos pierden por un resultado de tres a cero. ¿Quién se arrepiente más? ¿El entrenador Steenland o el entrenador Straathof?

A los participantes se les planteó el supuesto en una de las tres formas siguientes: a unos tal como se ha presentado anteriormente, condicionado a una derrota previa; a otros solamente se les facilitó la segunda mitad del enunciado, sin información sobre resultados previos; y al último grupo se le ofreció una versión en la que ambos entrenadores habían ganado la semana anterior pero habían perdido en la actual.

Si los equipos habían sido derrotados la semana anterior, el 90 % de los encuestados pensó que el entrenador que introdujese cambios se arrepentiría más cuando su equipo perdiese la semana siguiente. Sin embargo, cuando la situación se presentó diciendo que los dos equipos perdían las dos semanas, cerca del 70 % de los encuestados consideró que el entrenador que no tomaba ninguna medida se arrepentiría más. La lógica era que «si» el entrenador hubiese realizado algún cambio, puede que no hubiera perdido por segunda semana consecutiva. Esto pone de manifiesto el papel del pensamiento hipotético en nuestros juicios. Ante las derrotas, el impulso de pasar a la acción es excepcionalmente grande.

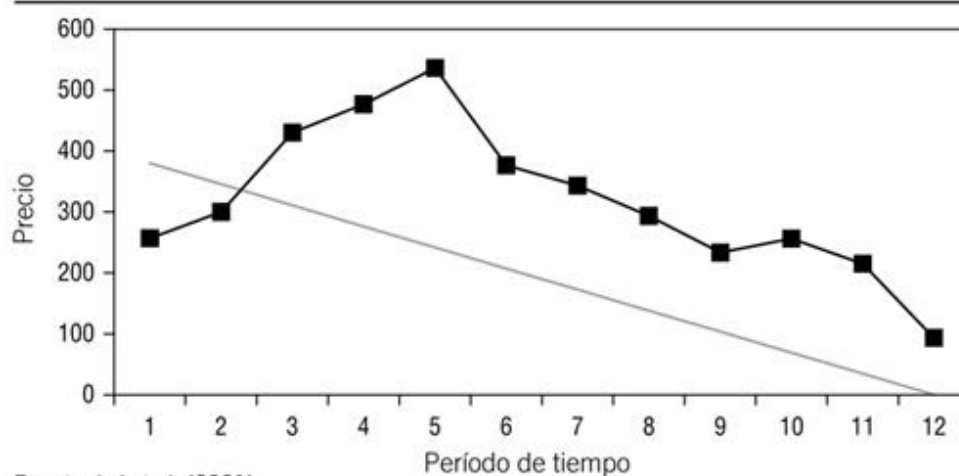
## Los inversores y la tendencia a la acción

Para presentarte las pruebas de la existencia de una tendencia a la acción entre los inversores, antes de nada tengo que referirme al campo de los experimentos de laboratorio sobre temas económicos, en concreto a los mercados de activos experimentales. Se trata de excelentes mecanismos para investigar el comportamiento de la gente en un contexto de mercado financiero sin factores que lo compliquen.

En estos experimentos los mercados son muy sencillos; consisten solamente en un activo y efectivo. El activo es una acción que genera un dividendo cada período. El dividendo obtenido depende de la situación mundial (hay cuatro situaciones posibles). Cada situación tiene la misma importancia, es decir, existe un 25 % de posibilidades de que se produzca cada una de ellas en un momento determinado.

GRÁFICO 13.2

### Resultados de mercados de activos



Fuente: Lei et al. (2001).

Una vez se conocen los pagos en cada situación mundial, resulta fácil calcular el valor previsto (simplemente los beneficios multiplicados por sus probabilidades y posteriormente multiplicados por los períodos pendientes). El valor fundamental de ese activo disminuye claramente con el tiempo en función de la cantidad de beneficios prevista en cada período. Pensarás que se trata de un activo con el que resulta sencillo operar; sin embargo, las pruebas indican lo contrario.

El gráfico 13.2 muestra un resultado típico de uno de esos mercados de activos. El activo comienza considerablemente infravalorado y, a continuación, aumenta enormemente hasta situarse por encima de su valor razonable, antes de desplomarse de nuevo durante el último período hasta alcanzar su valor fundamental.

Esto no es más que una simple burbuja que se forma y estalla. ¿Qué tiene que ver con la tendencia a la acción? Bien, el gráfico refleja una versión especialmente interesante del mercado de activos experimental.[\[59\]](#) En esta versión concreta del juego, una vez compras acciones está prohibido revenderlas. Esto descarta la posibilidad de que la llamada teoría del tonto aún mayor (*greater fool theory*) impulse la burbuja.

Es decir, dado que no puedes revender las acciones, no tiene sentido comprarlas por más de su valor razonable con la esperanza de venderlas a alguien para ganar todavía más. ¡De hecho, los participantes operaban simplemente a causa del aburrimiento! Así, pues, al parecer, también los inversores tienen tendencia a actuar.

## Esperando el lanzamiento perfecto

La antítesis de esta tendencia a la acción es, por supuesto, la paciencia. La paciencia es una arma que puedes emplear para evitar ser un inversor con TDAH. Es necesaria, porque la maldición del inversor es actuar con demasiada premura, tanto a la hora de comprar (lo que se conoce afectuosamente como acumulación prematura), como a la de vender. Desgraciadamente, a corto plazo, actuar con demasiada rapidez equivale a equivocarse. La paciencia y la disciplina son extremadamente necesarias cuando la búsqueda ascendente del valor no logra descubrir ninguna inversión interesante. Si no puedes encontrar algo en lo que invertir, lo mejor que puedes hacer es no hacer nada. Warren Buffett habla a menudo de la importancia de esperar el lanzamiento perfecto.

Digo que invertir es el mayor negocio del mundo [...] porque nunca tienes que batear. Te quedas quieto en tu posición, el *pitcher* te lanza General Motors a 47, US Steel a 39, y nadie te canta un *strike*. No hay más penalización que la oportunidad perdida. Cada día esperas el

lanzamiento que te gusta; entonces, cuando los jardineros están dormidos, te levantas y bateas.

Sin embargo, la mayoría de inversores institucionales se comportan como si fuesen Babe Ruth ante cincuenta mil aficionados y con el dueño del club gritando, «¡Batea, vago!» y un tipo intentase darle una base intencional. Saben que si no golpean el siguiente lanzamiento, el tipo les dirá que «devuelvan su uniforme».

Abundando en esta analogía, Buffett hace referencia a menudo a *The Science of Hitting*, un libro escrito por la leyenda de los Red Sox, Ted Williams. En su libro, Williams describe parte del secreto de su sensacional promedio de bateo de .344 a lo largo de su carrera. La teoría tras el extraordinario éxito de Williams era en realidad bastante sencilla (como suelen serlo las mejores ideas). Dividía la zona de *strike* en setenta y siete celdas, cada una de las cuales tenía el tamaño de la pelota de béisbol, y en lugar de intentar golpear todas las bolas que entrasen en la zona de *strike*, sólo lo hacía con las que pasaban por las mejores celdas —el punto óptimo—, las que sabía que podía batear. Si la pelota no entraba en una de esas celdas, simplemente esperaba a la siguiente, incluso si ello suponía perder su turno y quedar eliminado de vez en cuando.

Igual que Williams no podía batear todas las pelotas, los inversores deberían esperar el lanzamiento perfecto. De esta forma, cuando fracasa la búsqueda ascendente de oportunidades, lo aconsejable para los inversores sería conservar su efectivo. Como ha dicho el sabio de Omaha: «Conservar el efectivo es molesto, pero no tanto como hacer una tontería».

Seth Klarman recoge la metáfora del béisbol en su fenomenal libro *Margin of Safety*, y escribe: «La mayoría de inversores institucionales se sienten obligados a invertir la totalidad de su efectivo en todo momento. Actúan como si un árbitro estuviera decidiendo si los lanzamientos son malos o buenos —la mayoría buenos—, forzándoles a tratar de golpear casi todos los lanzamientos renunciando a seleccionar los golpes en favor de una mayor frecuencia». Por consiguiente, exhorta a los administradores de fondos a que permanezcan apoltronados; en definitiva, sólo quieres poner las cosas en marcha cuando ves oportunidades muy buenas, y deberías tener la paciencia necesaria para mantenerte a la espera. Como dice Klarman:



En un mundo en el que la mayoría de los inversores parecen estar interesados en averiguar cómo ganar dinero a cada segundo y tener la idea genial del día, también hay algo de cierto en el mensaje de que está bien no hacer nada y esperar a que las oportunidades se presenten o den buenos resultados. Esta postura es aislada e inusitada la mayoría de veces, pero resulta de gran ayuda recordar que es lo que hay que hacer de todos modos.

Parte del problema de los inversores es que esperan que invertir sea emocionante, en gran medida gracias a la burbujavisión. Sin embargo, como opinó Paul Samuelson en una ocasión: «Invertir debería ser aburrido, no emocionante. Invertir tendría que ser parecido a mirar cómo se seca la pintura o cómo crece la hierba. Si quieres emociones, coge ochocientos dólares y vete a Las Vegas, aunque no es fácil hacerse rico ni en Las Vegas, ni en Churchill Downs, ni en la sucursal local de Merrill Lynch».

El legendario Bob Kirby escribió una vez sobre «la cartera de la lata de café» —en la que los inversores tendrían que meter las acciones y no tocarlas—, una idea que definió como «mantenerse pasivamente activo». Expuso lo siguiente:

Tengo la sospecha de que esta postura no tiene muchas probabilidades de hacerse popular entre los gestores de inversiones, porque, si se adoptase ampliamente, cambiaría radicalmente la estructura de nuestra industria y podría reducir sustancialmente el número de personas capaces de mantener un opulento estilo de vida ejerciendo la profesión de gestores de fondos.

El concepto de la cartera de la lata de café tiene su origen en el viejo Oeste, cuando la gente ponía sus artículos de valor en una lata de café que guardaba bajo el colchón. La lata no comportaba costes de transacción, administrativos, ni de ningún otro tipo. El éxito del plan dependía totalmente de la sabiduría y la previsión empleada para seleccionar los objetos depositados en ella.

¿Qué resultados obtendrían los buenos gestores de fondos sin realizar toda esa actividad? La respuesta se encuentra en otra pregunta: ¿somos operadores o somos en realidad inversores? En el fondo, la mayoría de buenos gestores de inversiones probablemente sean inversores. Sin embargo, las pantallas en las que aparecen las cotizaciones y los ordenadores que escupen los resultados diarios de las inversiones les hacen actuar como operadores. Empiezan realizando una investigación rigurosa para identificar las empresas atractivas en industrias prometedoras en un horizonte a largo plazo y, a continuación, operan con esas acciones dos o tres veces al año basándose en la evolución mensual de las noticias y en rumores de todo tipo y condición».[60]

Tal vez fue Blaise Pascal quien mejor lo expresó cuando dijo: «Todas las desgracias del hombre derivan de su imposibilidad de mantenerse sentado solo en una habitación tranquila». O bien, como señaló Winnie-the-Pooh: «Nunca subestimes el valor de no hacer nada».

## En la mente de un lemming

*Convertirse en un inversor que va contra corriente*

Como observó Warren Buffett: «Una tribu de *lemmings* parece un grupo de curtidos individualistas si la comparamos con Wall Street cuando tiene un concepto entre los dientes». Esta afirmación es, por supuesto, claramente difamatoria contra los *lemmings*.

La disposición a someter los propios pensamientos en favor de los de un grupo es una dolencia conductual tristemente habitual. Echa una ojeada a las cuatro líneas del gráfico 14.1 de la página siguiente.

Tu tarea consiste en escoger la línea de la derecha que más se aproxime a la de la izquierda.

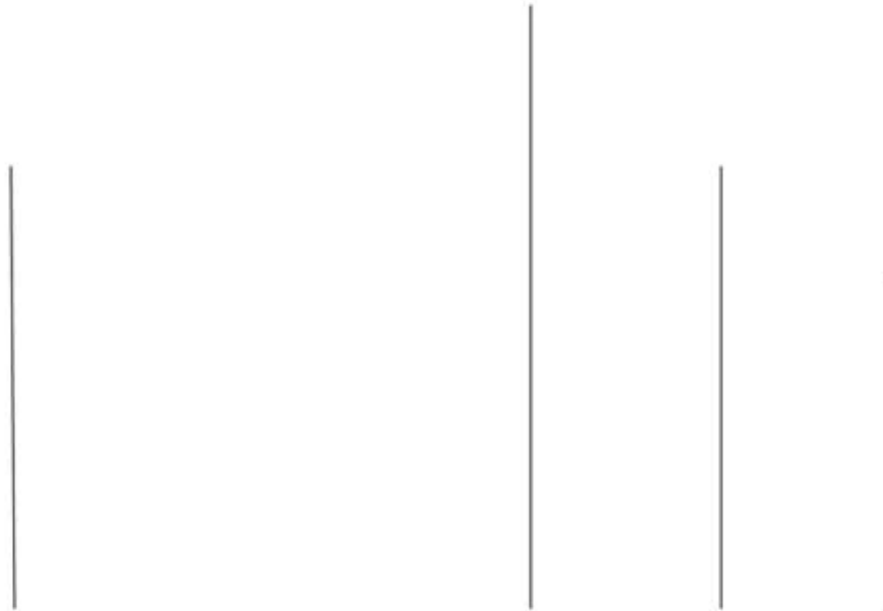
Si eres como la mayoría, no te supondrá un gran reto. Una de las líneas es claramente demasiado corta, otra es obviamente demasiado larga, y la otra encajaría perfectamente hasta para Ricitos de Oro.

Pero ¿qué pasaría si estuvieras en una habitación con otras siete personas y cada una de ellas declarase que la línea más larga es la que más se aproxima? ¿Seguirías en tus trece o cederías ante la unanimidad manifiesta?

Por supuesto, un redomado individualista como tú se mantendría en sus trece, ¿verdad? Pues bien, las pruebas plantean serias dudas acerca de la capacidad de las personas para mantener su independencia ante la presión.

GRÁFICO 13.2

Escoge la línea



Experimentos como el descrito aquí han sido habituales desde la década de los cincuenta.[61] El montaje básico consiste en que tú formas parte de un grupo de unas ocho personas. Sin que lo sepas, el resto de participantes trabaja para el investigador. La habitación está dispuesta para que cada sujeto responda por turno, quedando el auténtico sujeto siempre en último lugar. Bajo estas condiciones, los psicólogos han descubierto que la gente se aviene a la opinión incorrecta de la mayoría aproximadamente un tercio de las veces. Tres cuartas partes de los sujetos se sometieron en al menos una ronda, y una tercera parte lo hizo en más de la mitad.

Curiosamente, los experimentos han demostrado que variar el tamaño del grupo no tiene prácticamente ninguna influencia en la probabilidad de que la gente se adapte a la opinión mayoritaria. Sólo con que hubiera al menos tres personas que respondiesen incorrectamente, alrededor de una tercera parte de los sujetos empezaría a someterse a la decisión del grupo.

Nuevas pruebas aportadas recientemente por neurobiólogos nos ayudan a entender mejor qué sucede realmente cuando las personas se adaptan... [62] En lugar de emplear el test habitual, los investigadores utilizaron una prueba en la que se mostraban imágenes rotatorias en tres dimensiones, y había que decidir si la segunda imagen era una rotación de la primera.

A pesar de que era más difícil que el sencillo test de la línea recta, cuando los sujetos realizaron la prueba solos el resultado fue considerablemente bueno, acertando casi el 90 % de las respuestas. Desgraciadamente, se pudo comprobar que su actuación fue muy diferente cuando pudieron conocer las respuestas de otros miembros del grupo. El índice de respuestas correctas se desplomó al 59 %, lo que desde el punto de vista de la estadística no es mejor que el que habrían obtenido de haber lanzado una moneda al aire para tomar la decisión.

Dado que el juego estaba organizado por neurobiólogos, mientras los sujetos jugaban fueron sometidos a un escáner cerebral (una resonancia magnética). Los investigadores descubrieron que cuando las personas se adaptaban a la respuesta del grupo parecían mostrar un descenso de la actividad de las zonas del cerebro asociadas al pensamiento lógico (el sistema C). Dicho claramente, parecía que dejaban de pensar.

## **El dolor de ir contra la multitud**

Los participantes no sólo dejaron de pensar, sino que, cuando un sujeto entraba en conflicto con el grupo, se encendía una parte muy concreta del cerebro, nuestra vieja amiga, la amígdala cerebral, el centro neurálgico del procesamiento de las emociones y del miedo. De hecho, la no conformidad desencadenaba el miedo en la gente. Ir contra la multitud causa temor.

Apartarse del rebaño no sólo provoca miedo, sino que también puede causar dolor.[\[63\]](#) En este experimento se pidió a los participantes que jugasen a un juego de ordenador mientras se les escaneaba el cerebro. Los jugadores creían que estaban participando en un juego a tres bandas con otras dos personas, lanzando una bola de un lado a otro. En realidad, los otros dos jugadores estaban controlados por ordenador. Tras un período de juego a tres bandas, los otros dos «jugadores» empezaron a excluir al participante pasándose la bola entre ellos. Esta exclusión social generó actividad cerebral en el córtex cingulado anterior y en la ínsula, los cuales se activan también cuando existe un dolor físico real.

En el mundo de las inversiones, hacer algo distinto a la masa equivale a buscar dolor social. Como inversor que va contra corriente, compras las

acciones que todos los demás venden y vendes las que todos los demás compran. Eso es dolor social. Los resultados psicológicos indican que seguir dicha estrategia es en realidad como romperte habitualmente el brazo, ¡no es agradable!

Afortunadamente, aunque dolorosa, la estrategia consistente en ir contra corriente es esencial para realizar inversiones de éxito. Como dijo sir John Templeton: «Es imposible realizar una actuación óptima a menos que hagas algo diferente a la mayoría», o, como señaló Keynes: «El principio fundamental de las inversiones es ir en contra de la opinión general, ya que si todo el mundo estuviera de acuerdo en las ventajas de una inversión, ésta sería forzosamente demasiado cara y por lo tanto poco atractiva».

Las investigaciones demuestran que Templeton y Keynes dieron en el clavo.<sup>[64]</sup> Las acciones que los inversores institucionales se obstinan en comprar tienen un rendimiento inferior que las que se dedican a vender. Por ejemplo, si las acciones se asignan a diferentes carteras, basándose en la persistencia del comercio neto institucional (es decir, se registra el número de trimestres consecutivos durante los cuales las instituciones son compradoras o vendedoras netas), y se controla su rendimiento durante un horizonte temporal de dos años, se aprecia un 17 % de diferencia en los beneficios; la acción más vendida por las instituciones tuvo un rendimiento superior al del mercado de un 11 %, mientras que el de las acciones que más se compraron estuvo un 6 % por debajo.

## **La zanahoria del conformismo**

Obviamente, evitar el dolor es un factor clave a la hora de determinar si la gente elige adaptarse o no. Sin embargo, si el dolor es el palo, el elogio es la zanahoria. Dado que muchos inversores profesionales toman decisiones en grupo, es importante entender esta dinámica. Los psicólogos han realizado estudios con grupos y les han pedido que opinen sobre sus miembros en función de su competencia. No debería sorprenderte demasiado (dado todo lo que ya sabes acerca de los obstáculos mentales como la tendencia confirmatoria) el hecho de que los miembros de los grupos tengan una mejor opinión de sí mismos y que sean también considerados mejores por el

resto cuando aportan información conocida por el grupo o compartida con él. De hecho, los que aportaron puntos de vista divergentes fueron rechazados.

Efectivamente, los grupos tienen el inquietante hábito de centrarse en la información común. Los investigadores prepararon un ingenioso experimento que demuestra la esencia del problema.<sup>[65]</sup> Los participantes trataban de elegir entre tres candidatos a la presidencia del consejo estudiantil. La información aportada se manipuló de manera que el candidato A fuese el mejor.

Al estudiar los perfiles utilizando toda la información sobre los diferentes candidatos, el 67 % de los sujetos individualmente eligió al A. Con el fin de ver cómo actuaban los grupos, el experimento se realizó dos veces más. La primera vez, todos los participantes disponían de toda la información, exactamente igual que sucedía cuando tomaron la decisión solos. De hecho, los grupos obtuvieron un resultado mejor y el 83 % seleccionó al candidato A.

Sin embargo, en la tanda siguiente, se facilitó parte de la información a todos los participantes, pero otra parte se distribuyó en el grupo de manera que sólo uno de los miembros la conocía. En realidad, la información relevante sobre el candidato A estaba ampliamente repartida entre el grupo. Ante esta situación, aparentemente los grupos emplearon la mayor parte del tiempo en hablar de la información de que disponían todos en lugar de tratar de descubrir y recopilar la información diseminada. Sólo el 18 % seleccionó al candidato A.

## **Los peligros del pensamiento grupal**

Los grupos tienen poderosos mecanismos de autorreafirmación que pueden conducir a la polarización del propio grupo; los miembros presentan una tendencia a acabar adoptando una posición más extremista que cuando empezaron, ya que han oído las mismas opiniones repetidas frecuentemente.

En el límite extremo del comportamiento del grupo se encuentra el pensamiento grupal. Tiene lugar cuando un grupo toma decisiones

equivocadas debido a que las presiones del colectivo provocan un deterioro de «la eficiencia mental, de la comprobación de la realidad y del juicio moral».[66] El trabajo original se llevó a cabo en relación con la guerra de Vietnam y el fiasco de Bahía Cochinos. Sin embargo, asoma la cabeza una y otra vez, ya sea en relación con el desastre del transbordador espacial *Challenger* o del fracaso del espionaje de la CIA sobre las armas de destrucción masiva de Saddam Hussein.

El pensamiento grupal suele presentar ocho síntomas:

1. *Ilusión de invulnerabilidad*. Esto genera un optimismo excesivo que anima a correr riesgos extremos. Es muy parecida al exceso de optimismo y de confianza que tratamos en los capítulos 4 y 5.
2. *Racionalización colectiva*. Los miembros del grupo desoyen las advertencias y no reconsideran sus suposiciones. Se ciegan de la misma manera que vimos en el capítulo 10 al hablar sobre el conservadurismo.
3. *Creencia en la moralidad inherente*. Los miembros creen en la justicia de su causa y, por consiguiente, ignoran las consecuencias éticas o morales de sus decisiones.
4. *Visión estereotipada de las personas ajenas al grupo*. La opinión negativa del «enemigo» hace que las respuestas efectivas al conflicto parezcan innecesarias. Recordemos cómo los que no aceptaron participar en la burbuja de las empresas punto com fueron despreciados como si no se enterasen de nada.
5. *Presión directa sobre los disidentes*. Los miembros del grupo son presionados para que no expresen argumentos contrarios a cualquiera de las opiniones del grupo.
6. *Autocensura*. Las dudas y las desviaciones de lo que se considera consenso colectivo no se expresan.
7. *Ilusión de unanimidad*. La opinión y el juicio de la mayoría se asumen como unánimes.
8. *Se designan «guardianes mentales»*. Los miembros protegen al grupo y al líder de la información problemática o contradictoria



con la cohesión, la opinión y/o las decisiones del colectivo. Ésta es una forma acentuada de la tendencia confirmatoria.

Nada menos que un sabio como el poderoso Robert Schiller ha descrito su lucha contra el conformismo y el pensamiento grupal. En un artículo del *New York Times* escrito a finales de 2008, dice: «Cuando advertí sobre las burbujas que creía que se estaban formando en los mercados bursátil e inmobiliario, lo hice con extremada delicadeza y me sentía vulnerable al expresar unas opiniones tan estrafalarias. Desviarse demasiado del consenso hace que uno se sienta potencialmente aislado del grupo y que corra el riesgo de estar acabado».

Haciéndome eco del punto de vista de Schiller, he reflexionado a menudo sobre la posibilidad de que la economía académica sea un ejemplo perfecto de lo que es el pensamiento grupal. Aquellos que desafían la ortodoxia son rechazados, y se intenta que los profesores jóvenes que aspiran a una plaza de titular renuncien a expresar sus dudas e inquietudes. Las publicaciones y sus editores actúan como guardianes de la mente de la comunidad, eliminando las opiniones que contradigan la opinión ortodoxa.

## **Solo en medio de un rebaño de borregos**

Una última advertencia a todos los conformistas en ciernes: a todos nos gusta pensar que somos pensadores independientes. Lamentablemente, se trata solamente de otro de nuestros fracasos a la hora de ver nuestra conducta como realmente es (lo que se conoce como tendencia a la introspección y que tratamos en la introducción). Vemos el comportamiento de los demás como una demostración de su naturaleza subyacente, mientras que consideramos que nuestras acciones están motivadas por las circunstancias a las cuales nos enfrentamos (el fundamental error de atribución).

Estas dos tendencias se unen para convencernos de que somos pensadores independientes. Sin embargo, los psicólogos han estudiado los fundamentos de la convicción que nos lleva a creer que cada uno de nosotros actúa sin verse influido por la masa, mientras que consideramos

que los demás están notablemente influidos por el comportamiento colectivo.[67]

Preguntaron a cuarenta usuarios de iPod hasta qué punto se habían visto influidos por sus coetáneos en cuanto a la modernidad del producto. La escala iba de uno (mucho menos que la media) a nueve (mucho más que la media), con cinco como término medio, así que, obviamente, la respuesta neutral era cinco. Sin embargo, la respuesta en general de los participantes fue de sólo 3,3, lo que indica que pensaban que estaban mucho menos influidos por la moda del iPod que la media.

En otro experimento se pidió a los participantes lo siguiente: «Imagínate que [estás/Carol está] comprando en una tienda de ropa y [estás/está] decidiendo qué pantalones tejanos comprar». A continuación se les pidió que indicaran qué supondría más conformismo en dicha situación eligiendo entre dos posibilidades. Una opción se centraba en información interna: «Mientras [estás/Carol está] mirando diferentes tejanos [piensas/piensa] si [tus/sus] amigos los llevan». La otra posibilidad ponía énfasis en el comportamiento perceptible: «[Acabas/Carol acaba] comprando unos pantalones tejanos que muchos de [tus/sus] amigos han llevado últimamente».

De esta manera se plantearon múltiples escenarios. Los resultados mostraron que, cuando las situaciones se plantearon en relación con otros (es decir, a Carol), las opciones que implicaban un comportamiento perceptible fueron las elegidas con mucha más frecuencia que las basadas en información interna (un 65 % frente a un 35). No obstante, cuando las situaciones se plantearon en primera persona, la opción de la información interna (menos concordante con el conformismo) fue seleccionada muchas más veces (un 65 % frente a un 35).

No es fácil ir contra corriente. No te equivoques, hasta los mejores inversores tienen que vencer al demonio del conformismo. Para vencer eficazmente a este demonio en concreto, se requieren tres elementos. El primero es el que puso de relieve el legendario gestor de fondos de cobertura Michael Steinhardt, el cual instó a los inversores a que tuviesen el valor de ser diferentes: «A lo largo de los años, lo más duro ha sido tener el valor de ir contra la sabiduría dominante de la época, tener una opinión que difiere del consenso del momento y apostar por ella».

El segundo elemento consiste en ser un pensador crítico. Como ha señalado Joel Greenblatt: «No se puede ser un buen inversor en valor sin ser un pensador independiente, ya que se trata de ver variaciones que pasan desapercibidas para el mercado, pero es sumamente importante entender por qué el mercado no aprecia el valor».

Por último, has de tener la perseverancia y las agallas necesarias para mantenerte fiel a tus principios. Según Ben Graham: «Si el enfoque de valor es intrínsecamente sólido, dedícate de lleno a ese principio, aférrate a él y no permitas que las modas y quimeras de Wall Street y su búsqueda constante de dinero fácil te desvíen de tu objetivo. Permíteme que haga hincapié en que no hace falta ser un genio para ser un analista de valores de éxito; lo que se necesita es, en primer lugar, una inteligencia razonable; en segundo lugar, sólidos principios de actuación y, en tercer lugar, lo más importante, firmeza de carácter.

Únicamente dominando estos tres elementos es posible oponerse al rebaño y recoger los beneficios de la inversión».

## **Tienes que saber cuándo no ir**

### *Cuándo es momento de vender una inversión*

Ha llegado la hora de otro juego, si te atreves.

Esta vez lancemos al aire una moneda sin trucar. Si pierdes me tienes que pagar cien dólares.

¿Cuál sería la cantidad mínima que tendrías que ganar para que la apuesta resultase atractiva?

Supongamos que sólo puedes apostar en unidades de un dólar. En tal caso, la respuesta racional ha de ser una cantidad superior a cien dólares. Si eres insensible al riesgo deberías estar dispuesto a jugar por esa cantidad. Sin embargo, cuando pregunto, generalmente me responden que tendrían que ganar más, pero que mucho más de cien dólares. De hecho, la respuesta media de los seiscientos gestores de fondos que han realizado esta prueba se sitúa justo por encima de los doscientos dólares. Es decir, necesitan ganar el doble de lo que pueden perder para considerar que se trata de una buena apuesta.

Este resultado es típico en esta clase de preguntas. Por lo general, la gente odia perder entre dos veces y dos veces y media más de lo que disfruta ganando una cantidad equivalente. Esta característica se denomina aversión a la pérdida.

En mi muestra de gestores de fondos obtuvimos toda la gama de respuestas posibles, desde las de aquellos que exigían mil dólares (cien veces más de lo que podían perder) hasta la de quienes habrían aceptado ganar sólo cincuenta. Intuyo que los primeros pensaban que yo era

patológicamente incapaz de usar una moneda no trucada y a los últimos simplemente les gustaba tirar el dinero.

En general, la actuación de la gente en el test de reflexión cognitiva (CRT) de la introducción de este libro está bastante relacionada con el grado de aversión a perder que muestra. Por ejemplo, aquellos que sólo respondieron correctamente a una de las preguntas, querían una media de trescientos dólares para aceptar la apuesta. Los que respondieron correctamente a dos querían doscientos cincuenta dólares, y los que lograron responder bien a las tres preguntas del CRT querían ciento sesenta y cinco dólares. Cuantas más preguntas del CRT aciertes, menos probabilidades tienes de sufrir una aversión extrema a perder.

La aversión a perder se manifiesta en todo tipo de campos, incluyendo la práctica profesional del golf.[\[68\]](#) En un estudio reciente, los investigadores examinaron 1,6 millones de *putts* en torneos de la PGA. En cada torneo, el objetivo de cada golfista es, obviamente, realizar el mínimo número de golpes para completar setenta y dos hoyos; por consiguiente, los golfistas solamente deberían preocuparse por su puntuación global en el torneo.

No obstante, los investigadores descubrieron que los golfistas padecían aversión a perder. Cuando golpeaban para hacer un *birdie* (que supondría situarse con un golpe bajo par) o para hacer un *eagle* (dos golpes bajo par), eran considerablemente menos precisos que cuando realizaban golpes similares en el par o sobre el par. Como media, cuando golpean para hacer un *birdie*, los golfistas consiguen hacer *birdie* con una frecuencia dos o tres puntos porcentuales menor que otros golpes parecidos. Por ejemplo, si nos fijamos en todos los golpes a menos de seis centímetros del hoyo, los golfistas profesionales aciertan aproximadamente el 86 % de los golpes de par. Sin embargo, cuando los golpes son para hacer un *birdie*, sólo el 82 % de los golpes logran su objetivo. Estos resultados concuerdan con la aversión a perder; los jugadores se centran más cuando golpean para evitar perder.

De hecho, en una entrevista, Tiger Woods declaró: «En cualquier momento haces buenos golpes de par. Creo que son más importantes que los de *birdie*. Nunca quieres fallar un golpe. Existe una diferencia psicológica entre fallar un golpe y hacer un *birdie*; yo creo que es mejor lograr hacer el par».

Esta tendencia no sale barata. En el golf profesional, mejorar el marcador en un golpe resulta enormemente provechoso. Los veinte jugadores de golf más importantes obtuvieron como media cerca de cuatro millones de dólares en concepto de ganancias de torneos en 2008. Si cada jugador hubiese mejorado su marcador en un golpe en cada uno de los torneos en los que participó (dando por hecho que el del resto de jugadores permaneciese inalterable), los golfistas habrían ganado como media 1,1 millones de dólares más (lo que supone un aumento de sus ganancias del 22 %).

## **No estamos solos (¡o tal vez ni siquiera somos tan evolucionados!)**

Los investigadores han estudiado la aversión a perder en los monos capuchinos.<sup>[69]</sup> Estos simios se separaron de nuestro árbol filogenético en algún punto hace treinta y cinco millones de años, así que se trata de unos parientes bastante lejanos en comparación, por ejemplo, con los chimpancés, los cuales se separaron de nosotros hace tan sólo unos seis millones de años más o menos.

Te estarás preguntando cómo diablos se puede analizar si los monos capuchinos sufren aversión a perder. La respuesta es jugando con ellos a dos juegos. En el primero, a los capuchinos se les dio una uva y, dependiendo del lanzamiento de una moneda, se la quedaban, o bien ganaban otra. En el segundo juego, el capuchino empezaba teniendo dos uvas y, dependiendo nuevamente del lanzamiento de una moneda, se quedaba con las dos, o bien perdía una. Estos dos juegos son en realidad el mismo, con exactamente las mismas probabilidades, pero uno está formulado como un ganancia potencial y el otro como una pérdida potencial.

¿Cómo reaccionaron los capuchinos? Prefirieron con mucha diferencia apostar por la posible ganancia que por la posible pérdida. Por si acaso te estás preguntando cómo se puede saber qué juego prefirieron, la respuesta es que había dos investigadores jugando, y los monos acudieron predominantemente a uno de ellos, mostrando de este modo su preferencia.

Este comportamiento no es el que predeciría un manual de economía. Las leyes de la economía afirman que esos dos juegos, al implicar un riesgo muy pequeño, deberían tratarse de igual forma. Los monos mostraron claramente una aversión a perder, exactamente igual que nosotros.

## **Miopía y aversión a perder**

Por si el hecho de que la aversión a perder esté arraigada en nuestro código genético no fuese suficientemente malo, lo empeoramos con nuestra miopía (centrarse manifiestamente en el corto plazo). Cuanto más compruebes tu cartera, más posibilidades tienes de toparse con una pérdida, debida simplemente a la naturaleza inestable de los precios de las acciones. ¡Si pudiéramos evitar la tentación de comprobar nuestras carteras! Los investigadores han descubierto que la gente está dispuesta a invertir más cuando ve el rendimiento de sus valores con menos frecuencia.[\[70\]](#)

Imagínate que participas en una lotería. Se te asigna un color de tres posibles: rojo, blanco o azul. Que ganes o no, depende de que alguien saque tu color de un sombrero en el que están los tres colores en igualdad de número. Las probabilidades de que ganes son, obviamente, del 33 %. En cada ronda se te entregan cien dólares y tienes que decidir cuánto te gustaría apostar. Si ganas, consigues dos veces y media la cantidad apostada. Si pierdes, pierdes la cantidad jugada.

Se llevaron a cabo dos versiones de este juego en concreto. Cada una consistía en nueve rondas. En la primera versión, los jugadores anunciaban cuánto estarían dispuestos a apostar en cada ronda. En la segunda, anunciaban cuánto apostarían por ronda, pero las rondas se agrupaban en grupos de tres.

En el juego participaron tanto estudiantes como operadores profesionales. Cuando se les preguntó ronda a ronda, los estudiantes apostaron una media de cincuenta y un dólares, pero cuando se les preguntó cuánto jugarían en los grupos de tres rondas estuvieron dispuestos a apostar sesenta y dos dólares. Los operadores sólo apostaron cuarenta y cinco dólares cuando lo hicieron en cada ronda, mientras que quisieron apostar setenta y cinco cuando la apuesta era en grupos de tres. Los operadores

mostraron una mayor aversión miope a perder que los estudiantes. Descartemos de una vez la idea de que la experiencia y los incentivos acabarán con las tendencias conductuales. En su maravillosa obra *El pequeño libro que bate al mercado*, Joel Greenblatt señala que nuestra aversión a perder es una de las muchas tendencias conductuales que nos impiden invertir siguiendo las directrices de su fórmula mágica. Escribe lo siguiente: «Imagínate que contemplas cada día diligentemente cómo esas acciones obtienen resultados por debajo de la media del mercado durante el transcurso de muchos meses o incluso años [...]. A la cartera de la fórmula mágica le ha ido mal en relación con la media del mercado en cinco de los doce meses analizados. Durante períodos de años completos la cartera de la fórmula mágica no ha logrado superar la media del mercado una vez cada cuatro años». Muchos de nosotros, gestores de inversiones en valor, sabemos lo que se siente.

Nunca deja de sorprenderme que algunos gestores de fondos tengan acceso al rendimiento de su cartera en tiempo real; pueden ver exactamente cuánto están ganando o perdiendo segundo a segundo. No puedo imaginarme una práctica más destructiva que ésta. Si he hecho los deberes y he seleccionado las acciones que creo que tendrán un alto valor a largo plazo, ¿por qué diablos querría sentarme a contemplar su rendimiento día tras día y mucho menos segundo tras segundo? Rara vez examino el rendimiento de mi cartera personal, ya que está repleta de posiciones que deberían dar buenos resultados a largo plazo, pero que está claro que no existe ninguna garantía de que lo hagan sin experimentar pérdidas a corto plazo.

Seth Klarman comparte este punto de vista. Afirma que si existiese una tecnología que permitiese la evaluación del rendimiento de su cartera en tiempo real, no querría disponer de ella, ya que sería completamente contraria al enfoque a largo plazo. Con todo, habitualmente se puede ver a gestores de inversiones correteando para lograr un mayor rendimiento diario o semanal, a pesar de que su verdadero objetivo debería ser obtener beneficios sustanciales más adelante. Este tipo de comportamiento no tiene mucho sentido y realmente puede hacer mella en tus beneficios a largo plazo.



## Por qué no puedes vender

Ya hemos visto qué sucede cuando los inversores experimentan una pérdida: sufren una parálisis terminal (capítulo 2). Sin embargo, hay algunas sutiles pero importantes diferencias entre la conducta posterior a la pérdida y la conducta que implica el riesgo de experimentar una pérdida.

Planteémonos las siguientes opciones simultáneas:

A. Una ganancia segura de 24.000 dólares.

O bien:

B. Una probabilidad del 25 % de ganar 100.000 dólares y una probabilidad del 75 % de no ganar nada.

Y

C. Una pérdida segura de 75.000 dólares.

O bien:

D. Una probabilidad del 75 % de perder 100.000 dólares y una probabilidad del 25 % de no perder nada.

Un experimento tras otro han revelado que la mayoría de la gente escoge las opciones A y D, sin embargo, dicha combinación no tiene mucho sentido. La ganancia estimada de la opción B es de 25.000 dólares, así que elegir A en lugar de B es una consecuencia de la aversión al riesgo. No obstante, elegir D en lugar de A implica buscar el riesgo. El valor estimado de la opción D es -75.000 dólares, pero la opción C supone una pérdida segura, mientras que en la D es posible que pierdas 100.000 dólares.

La aversión a perder, unida a la disposición a apostar ante la posibilidad de pérdidas potenciales, nos proporciona una poderosa herramienta para comprender la conducta de los inversores. Por alguna razón, en un estafalario universo mental, se cree que una pérdida no es una pérdida

hasta que se realiza. Esta creencia suele llevar a los inversores a conservar sus acciones con pérdidas y a vender las que producen beneficios; es lo que se conoce como efecto disposición.

Terry Odean (al que conocimos en el capítulo 4) ha estudiado este hábito negativo entre los inversores individuales.<sup>[71]</sup> Ha examinado los datos de unas diez mil cuentas de una agencia de corretaje de descuento entre 1987 y 1993. Las compras y las ventas de cada cuenta habían sido registradas. Odean descubrió que los inversores conservaban acciones con pérdidas durante una media de ciento veinte cuatro días, mientras que con las que generaban beneficios lo hacían una media de ciento dos días. Asimismo, calculó el porcentaje de posiciones con pérdidas realizadas (como porcentaje de todas las acciones con beneficios poseídas).

¡Y quién lo iba a decir! Odean descubrió que esos inversores individuales vendieron una media del 15 % de todas las posiciones con beneficios y sólo el 9 % de todas las posiciones con pérdidas. Es decir, los inversores individuales tienen 1,7 probabilidades más de vender una acción con beneficios que una con pérdidas.

Una de las razones más habituales para aferrarse a una acción es la creencia de que posteriormente se recuperará. Esto podría deberse a una serie de errores psicológicos potenciales que van del exceso de optimismo (capítulo 3) y de confianza (capítulo 4) a la tendencia a la autoatribución (capítulo 12). Odean decidió estudiar si los inversores estaban en lo cierto al apostar por la recuperación de las acciones con pérdidas que seguían conservando. Desgraciadamente descubrió que las acciones con beneficios que habían sido vendidas superaban a las acciones con pérdidas que mantenían una media del 3,4 % anual.

Como he mencionado anteriormente, a menudo los inversores profesionales desprecian profundamente estas conclusiones. Por lo general, asumen que todas estas teorías sobre economía conductual afectan a inversores individuales, pero no a ellos (¡hablando de exceso de confianza!).

Ese exceso de confianza parece ser una lamentable equivocación. Andrea Frazzini ha estudiado el comportamiento de gestores de fondos comunes de inversión, y ha llegado a la conclusión de que, incluso esos curtidos profesionales parecen sufrir aversión a perder.<sup>[72]</sup> Frazzini analizó la tenencia y las transacciones de fondos comunes entre 1980 y 2002 y

acabó con una muestra de casi 30.000 fondos domésticos comunes de Estados Unidos.

Entre todos los fondos, descubrió que el 17,6 % de los beneficios fueron realizados, mientras que sólo lo hicieron el 14,5 % de las pérdidas totales. Así pues, los inversores profesionales tenían 1,2 veces más probabilidades de vender una acción con beneficios que una con pérdidas. No obstante, Frazzini llevó su análisis un paso más allá; clasificó los fondos comunes según el rendimiento obtenido en los últimos doce meses. Los fondos con mayor rendimiento fueron aquellos con el máximo número de pérdidas realizadas (es decir, los que tenían menos aversión a perder). Los fondos con mayor rendimiento tienen menos de 1,2 veces más probabilidades de vender una posición ganadora que una posición perdedora. Los fondos con peor rendimiento presentaron el porcentaje más bajo de pérdidas realizadas. De hecho, estos fondos reflejaron aproximadamente el mismo grado de aversión a perder que los inversores individuales. Tenían 1,7 veces más probabilidades de vender una posición ganadora que una perdedora. Por tanto, los inversores profesionales tienen exactamente las mismas probabilidades de sufrir el efecto disposición que el resto de nosotros.

Limitar las pérdidas podría ser una forma útil de compromiso previo para ayudar a paliar el efecto disposición en los mercados que están experimentando un impulso. En realidad, el efecto disposición puede generar la reacción insuficiente que caracteriza al impulso. Supongamos que una acción presenta un buen informe de beneficios y su precio sube.

El mercado verá cómo se produce su venta, ya que los inversores no parecen tener demasiados problemas a la hora de vender posiciones ganadoras; de esta forma, el precio no alcanzará su máximo nivel a la primera. Por el contrario, si una empresa presenta un informe de beneficios negativo, el precio de sus acciones bajará, pero los inversores no están dispuestos a realizar sus pérdidas. Mantienen las acciones con la esperanza de que se recuperen. Por consiguiente, los precios se ajustan poco a poco a la nueva información en un mundo en el que los inversores ponen de manifiesto el efecto disposición. Limitar las pérdidas puede ser lo que evite que te deslices por la resbaladiza pendiente del efecto disposición.

## El efecto de certidumbre

Imagínate que compraste una botella por quince dólares hace unos años. Ahora el precio del vino ha aumentado enormemente, de forma que en una subasta una botella alcanzaría una cifra superior a ciento cincuenta dólares. ¿Estarías dispuesto a comprar una botella o a vender la tuya? La respuesta más frecuente a ambas preguntas es «no». Ante esta situación, por lo general la gente no está dispuesta a comprar ni a vender el vino.

Probemos con otro caso. Imagínate que posees una acción que ha perdido el 30 % de su valor en los últimos tres meses. Teniendo en cuenta lo que sabemos acerca de la aversión a perder, lo más probable es que te la quedes. Sin embargo, imagínate que vas a prepararte una taza de té y, mientras estás junto a la tetera, tu sobrino de cuatro años empieza a apretar botones aleatoriamente en tu ordenador en busca de su juego favorito de La Locomotora Thomas. Vuelves a tu mesa y te das cuenta de que, de alguna forma, tu sobrino ha vendido sin querer toda tu posición. ¿Qué haces? ¿Comprarás las acciones que antes eras tan reacio a vender? La respuesta a esta pregunta es que casi nadie quiere volver a comprar la acción.

Estos dos escenarios nos proporcionan un ejemplo de la predisposición a la inactividad, también conocida como tendencia al statu quo. Constituye asimismo un ejemplo del efecto de certidumbre. Dicho claramente, el efecto de certidumbre significa que, una vez que posees algo, empiezas a darle más valor que el resto de la gente.

El efecto de certidumbre es relativamente fácil de demostrar en un aula. Se reparte aleatoriamente una taza (o un bolígrafo, o cualquier otra cosa) a la mitad de los estudiantes. Entonces se le dice a la clase que se creará un mercado en el que los estudiantes con taza podrían venderlas a los que no tienen, los cuales tal vez no las quieran. Presumiblemente, dado que las tazas se repartieron de forma aleatoria, alrededor de la mitad de los alumnos debería querer comerciar; así que el volumen estimado es del 50 %. Sin embargo, en ese tipo de mercados los volúmenes acostumbra a ser una fracción de la cantidad estimada. De hecho, en muchos experimentos el volumen real se aproxima más bien al 10 %. La razón fundamental de la falta de transacciones se debe a la enorme diferencia de precio entre los vendedores y compradores potenciales.

Una taza como las utilizadas en este experimento se vende por seis dólares en la tienda de la universidad. Los que tenían tazas estaban dispuestos a venderlas por una media de 5,25 dólares. Los que no tenían taza no estaban dispuestos a pagar más de 2,50 dólares para adquirir una. Así que, a pesar de que las tazas se habían entregado tan sólo unos minutos antes, el hecho de ser propietarios llevó a los vendedores a pedir el doble de la cantidad que los compradores estaban realmente dispuestos a pagar por una. Al parecer, la propiedad distorsiona enormemente la percepción del valor por parte de las personas.

¿Proviene este efecto de certidumbre de una renuencia a comprar (tacañería) o a vender (pedir demasiado)? La importancia relativa de estos dos factores puede evaluarse introduciendo una tercera categoría de jugador en el mercado. En lugar de contar sólo con compradores y vendedores, los investigadores incorporan a los electores. Como antes, se distribuyen tazas aleatoriamente entre la clase. Se preguntó a los vendedores si estarían dispuestos a vender sus tazas por un precio que oscilaba entre 0,25 y 9,25 dólares. Al segundo grupo, el de los compradores, se le preguntó si estarían dispuestos a comprar una taza por un precio comprendido en ese rango. A un tercer grupo, los electores, no se les entregó una taza, pero se les pidió que decidieran si, para cada precio, preferirían recibir una taza o la cantidad de dinero equivalente.

En teoría, los electores y los vendedores se encuentran exactamente en la misma situación, ya que ambos grupos escogen la taza o el dinero según el precio. La única diferencia entre los dos grupos es que los electores no poseen físicamente una taza. Sin embargo, tal como señaló Yoga Berra: «En teoría, no hay diferencia entre teoría y práctica. En la práctica, sí la hay».

Los precios de los electores son por lo general más elevados (una media de alrededor del 50 %) que los de los compradores, pero siguen estando bastante por debajo de los establecidos por los vendedores. Éstos propusieron precios que eran, como media, tres veces más altos de lo que los compradores estaban dispuestos a pagar y casi el doble de la cantidad por la cual los electores habrían estado dispuestos a comerciar. Esto representa una prueba determinante de que el efecto de certidumbre se ve impulsado por la renuencia de los propietarios a separarse de su activo, incluso a pesar de que en realidad sólo hayan sido propietarios del artículo en cuestión durante unos pocos minutos.

Piensa en estos efectos la próxima vez que valores una empresa en concreto. Si ya posees acciones, puede que simplemente por ese hecho les atribuyas más valor del garantizado. Lee Ainslie, de Maverick Capital, es consciente de este tipo de problemas. Pone a prueba su convicción calculando si hay que comprar o vender; nada de aguantar. Según Ainslie: «O este título merece un incremento de capital al precio actual, o no lo merece, en cuyo caso, vendámoslo y pongamos el dinero a trabajar en un título que sí lo merezca».

Entender cómo actuamos ante las pérdidas es uno de los mayores retos a los que se puede enfrentar un inversor. Como dice el gestor de fondos Richard Pzena: «Creo que la mejor manera de añadir valor a tu actuación como inversor en valor depende de cómo te comportes en esas situaciones, que suponen menos del 25 % del total. A veces deberías comprar más, a veces deberías retirarte y a veces deberías aguantar «...». Probablemente nos mantenemos firmes el 40 % del tiempo y divididos el 50 % entre comprar más y retirarnos».

Christopher Browne, de Tweedy Browne, establece una distinción aún más útil cuando se trata de vender una inversión. Señala que deberíamos:

Distinguir claramente a la hora de vender, entre acciones «compuestas» y «colillas». Cuando las colillas se recuperan, sabes que te has de retirar porque simplemente volverán a bajar. Sin embargo, en casos como Johnson & Johnson, cuando alcanza su valor intrínseco tienes que tomar una decisión basada en la confianza que tengas en que genere beneficios y en cuáles son tus alternativas.

Es importante que los inversores entiendan la dicotomía entre colillas y compuestas. Warren Buffett ha descrito el estilo inversor de Ben Graham (su mentor) como «inversión en colillas», es decir, comprar acciones realmente baratas ignorando prácticamente la economía de la industria subyacente, para luego venderlas cuando se aproximan al valor intrínseco. El valor intrínseco de las acciones a las que Browne califica como compuestas tenderá a aumentar con el tiempo, permitiendo al inversor recoger los beneficios durante un período más largo (asumiendo que el precio de mercado no se alejará demasiado del valor intrínseco).

No soy demasiado aficionado a la música *country* (francamente, prefiero el rock duro), pero mi padre era un gran fan de Kenny Rogers, y la

letra de su canción *The Gambler*[\[73\]](#) puede ser un recordatorio útil para los inversores: «Tienes que saber cuándo no ir, cuándo aguantar, cuándo irte y cuándo correr. Nunca cuentes el dinero mientras estés sentado a la mesa, ya habrá tiempo de contarlo cuando acabe el juego».

## Proceso, proceso, proceso

*Lo único que puedes controlar*

Al mirar por televisión los juegos olímpicos y escuchar a varios de los atletas triunfadores, a menudo una de las estúpidas preguntas de los entrevistadores suele ser: «¿Qué te pasaba por la cabeza antes de la prueba? ¿Pensabas en la medalla de oro?», una y otra vez, los competidores responden que estaban centrados en el proceso, no en el resultado. En el mismo sentido, he encontrado la siguiente entrada del 10 de junio de 2008 en el *blog* de Paul DePodesta: «It Might Be Dangerous... You Go First»<sup>[74]</sup> (si quieres leerlo, la dirección es <http://itmightbedangerous.blogspot.com>). Para quienes no saben quién es DePodesta, se trata del ayudante de dirección del equipo de béisbol de los San Diego Padres, y anteriormente director general de Los Angeles Dodgers. Para quienes hayan leído el libro *Moneyball*, de Michael Lewis, DePodesta no necesita presentación.

Hace muchos años estaba jugando al *blackjack* en Las Vegas un sábado por la noche en un casino atestado de gente. Estaba sentado en la tercera base, y el jugador que estaba en la primera estaba jugando fatal. No cabía duda de que se estaba aprovechando de las bebidas gratis y, aparentemente, cada veinte minutos se llevaba la mano al bolsillo para sacar más dinero. En una de las manos, el jugador tenía diecisiete con las dos primeras cartas. La repartidora se disponía a dar la siguiente ronda de cartas y se saltó al jugador, pero éste la detuvo y le dijo: «Repartidora, quiero dar el golpe». Ella hizo una pausa, casi sintiendo pena por él, y le dijo: «¿Está seguro, señor?». Él respondió que sí, y la repartidora le dio otra carta. Efectivamente, era un cuatro.



El lugar enloqueció, la gente hacía chocar las manos, todo el mundo gritaba y chillaba alborozado y, ¿sabes qué dijo la repartidora de cartas? Miró al jugador y, con toda sinceridad, le dijo: «Buen golpe». «¿Buen golpe?», pensé. ¡Puede que fuese un buen golpe para el casino, pero era un golpe terrible para el jugador! La decisión no está justificada por el hecho de que le hubiera salido bien.

El resto del fin de semana lo pasé dando vueltas por el casino, en gran medida porque había perdido todo mi dinero jugando al *blackjack*, pensando en todos aquellos juegos y en cómo funcionaban. Lo cierto es que todos los juegos del casino tienen un proceso ganador. La casa siempre tiene ventaja. Esto no significa que gane todas y cada una de las manos, ni que cada lanzamiento de los dados le sea favorable, pero sí que gana más veces de las que pierde. No me malinterpretes, al casino le preocupan enormemente los resultados.

Sin embargo, su forma de asegurarse un buen resultado consiste en centrarse como un láser en el proceso [...] hasta llegar al implacable jefe de mesas. Podemos mirar al béisbol desde la misma perspectiva. Indudablemente, el béisbol es un negocio impulsado por los resultados, ya que ganamos o perdemos ciento sesenta y dos veces al año (o ciento sesenta y tres, de vez en cuando). Además, sabemos que no es posible ganar siempre. De hecho, ganar solamente el 60 % de las veces supone hacer una gran temporada, un porcentaje que supera de largo las posibilidades de la casa en la mayoría de juegos. Como en el casino, parece que el béisbol depende de los resultados, pero párate a pensar en todos los procesos en juego durante un partido o incluso durante un bateo.

Hace años, hablando de esto con Michael Mauboussin, autor de *More Than You Know* (un gran libro), me enseñó un diagrama muy sencillo de Russo y Schoemaker que aparece en *Winning Decisions* y que explica este concepto:

	Buen resultado	Mal resultado
Buen proceso	Éxito merecido	Mala suerte
Mal proceso	Buena suerte	Justicia poética

Todos queremos estar en la casilla superior izquierda, éxito merecido, resultante de un buen proceso. Ahí es donde, por lo general, se sitúa el casino. Me gustaría pensar que ahí es también donde han estado los Oakland Athletics y los San Diego Padres durante las temporadas regulares. La casilla superior derecha es, sin embargo, la dura realidad que todos

tenemos que afrontar en las industrias dominadas por la incertidumbre. En el mundo real, un buen proceso puede dar lugar a un mal resultado. De hecho, sucede constantemente. Es lo que le pasó al casino cuando el jugador pidió carta con diecisiete y ganó. Me gustaría pensar que eso es también lo que les pasó a los Athletics y a los Padres durante las eliminatorias finales.

Por dura que sea la combinación buen proceso/mal resultado, no puede compararse con la inferior izquierda: mal proceso/buen resultado. Es el lobo con piel de cordero que permite un éxito puntual, pero que prácticamente siempre paraliza cualquier posibilidad de éxito prolongado (el jugador que apuesta con diecisiete y saca un cuatro). He aquí el problema: es increíblemente difícil mirarse en el espejo después de una victoria, cualquier victoria, y reconocer que has tenido suerte. Sin embargo, si no consigues reconocer ese hecho, el mal proceso continuará y el buen resultado que obtuviste una vez se te escapará en el futuro. Francamente, ésta es una de las cosas que hacen que Billy Bean (Director General de los Oakland Athletics) sea tan bueno. Identifica rápidamente la buena suerte que se esconde tras un buen resultado, y se niega a darse palmaditas en la espalda.

«En los Padres, queremos ganar cada partido que jugamos a todos los niveles, y queremos acertar en cada decisión que tomamos relativa a todos y cada uno de los jugadores. Sabemos que eso no va a suceder porque hay demasiada incertidumbre [...], demasiadas cosas que no podemos controlar. Dicho esto, lo que sí que podemos controlar es el proceso».

Los equipos campeones ocasionalmente tendrán un mal proceso y un buen resultado.

Las organizaciones campeonas, sin embargo, se sitúan exclusivamente en la parte superior del diagrama.

En mi opinión, las similitudes entre los argumentos de DePodesta sobre el proceso en el béisbol y el proceso en el campo de las inversiones saltan a la vista. Nos obsesionamos con resultados sobre los cuales no tenemos control directo. No obstante, podemos controlar, y de hecho controlamos, el proceso a través del cual invertimos. Como inversores, es en esto en lo que deberíamos centrarnos. La gestión del beneficio es imposible, la gestión de riesgo es ilusoria, pero el proceso es la única cosa sobre la que podemos influir.

Ben Graham era consciente de la importancia de centrarse en el proceso. Escribió:

Os recuerdo a todos los que seáis jugadores de *bridge*, que los expertos en ese juego ponen más énfasis en jugar bien una mano que en ganarla. Porque, como sabéis, si juegas bien ganas dinero y si juegas mal lo pierdes (a la larga). Hay una bonita historia sobre un hombre

que juega al *bridge* formando pareja con su mujer y es el peor de los dos. Resulta que apuesta por un *grand slam* y, al final, le dice triunfalmente a su mujer: «He visto cómo me hacías muecas todo el rato, pero ya ves, no sólo he apostado por un *grand slam*, sino que lo he hecho. ¿Qué dices a esto?»

La mujer le responde cortante: «Si hubieses jugado bien, habrías perdido».

## La psicología del proceso

La necesidad de centrarse en el proceso en lugar de en los resultados es fundamental a la hora de invertir. Como hemos visto en este libro, no existen atajos mágicos para ser un buen inversor. Los inversores que he citado en los capítulos anteriores también se han topado con tendencias conductuales y han tratado de superar esas predisposiciones innatas.

En el mundo de las inversiones, los resultados son muy inestables, ya que hay implícito un componente temporal. Efectivamente, resulta perfectamente posible «acertar» desde una perspectiva de cinco años y «equivocarse» desde una perspectiva de seis meses y viceversa. También hemos de asumir el hecho de que la inestabilidad de los precios es de una magnitud varias veces mayor que la inestabilidad fundamental.

A menudo, la gente juzga una decisión pasada según su resultado último, en lugar de basarse en la adecuación de la misma en el momento en que fue tomada y en función de lo que se sabía en dicho momento. Ésta es la tendencia resultadista.

Imagínate que te piden que valores la sensatez del proceso de decisión (no del resultado) de un médico en el caso siguiente:

Un hombre de cincuenta y cinco años presenta una dolencia cardíaca. Tiene que dejar de trabajar debido a que sufre dolores en el pecho. Le gusta su trabajo y no quiere dejarlo. El dolor también le afecta en otros aspectos, como los viajes y el ocio. Una determinada operación para realizarle un *bypass* le aliviaría el dolor y aumentaría su esperanza de vida de sesenta y cinco a setenta años. Sin embargo, el 8 % de las personas que se someten a esa intervención mueren a consecuencia de la misma. El médico decide realizar la operación. La operación es un éxito.

Evalúa la decisión del médico de seguir adelante con la operación según la escala siguiente:

3. Claramente correcta. La decisión contraria sería imperdonable.
2. Correcta, teniendo en cuenta las circunstancias.
1. Correcta, pero la decisión contraria también sería razonable.
0. La decisión tomada y la contraria son igualmente buenas.
- 1. Incorrecta, pero no irrazonable.
- 2. Incorrecta, teniendo en cuenta las circunstancias.
- 3. Incorrecta e imperdonable.

Ahora imagina un ejercicio igual, salvo por el hecho de que, en este otro planteamiento, la operación fracasa y el paciente muere. Evidentemente, la corrección de la decisión del médico no debería depender del resultado, puesto que está claro que no podía conocerlo con antelación. Sin embargo, cuando a la gente se le plantean escenarios de este tipo, la decisión se valora mucho más positivamente cuando el resultado es bueno.[\[75\]](#)

Las pruebas psicológicas muestran también que centrarse en los resultados puede provocar todo tipo de acciones no deseadas. Por ejemplo, en un mundo en el que el rendimiento a corto plazo lo es todo, los gestores de fondos pueden acabar comprando acciones que pueden justificar fácilmente a sus clientes, en lugar de comprar aquellas que representan la mejor opción.

En general, responsabilizar a la gente de los resultados tiende a hacer aumentar lo siguiente:[\[76\]](#)

- Fijarse en los resultados con mayor certeza, lo que se conoce como aversión a la ambigüedad.
- Recopilación y uso de toda la información (tanto útil como inútil).
- Preferencia por las soluciones de compromiso.
- Preferencia por productos con características medias desde todos los puntos de vista frente a productos con características variadas (así, se prefieren cuatro características medias a dos buenas y dos malas).
- Grado de aversión a perder manifestado.

Probablemente, ninguna de estas características sea de utilidad para los inversores. Juntas sugieren que cuando cada decisión es valorada en función de los resultados, los inversores tienden a evitar la incertidumbre, a perseguir el ruido y a aborregarse con el consenso. A mí me parece una descripción bastante buena de la industria de las inversiones.

## **Responsabilidad del proceso**

Sin embargo, si modificamos el enfoque y pasamos de centrarnos en los resultados a hacerlo en el proceso, las cosas empiezan a cambiar a mejor. Imagina que trabajas en una empresa cervecera norteamericana que está planeando distribuir sus cervezas *light* y sin alcohol (por muy repulsiva que a mí, como bebedor de buena cerveza tradicional, me resulte la idea) en Europa. Los datos indican que ambos productos han sido acogidos igual de bien durante el período de prueba.

Tu tarea consiste en decidir cuál de los dos productos debería recibir una financiación adicional de tres millones de dólares. Tu decisión debería reflejar el beneficio potencial que supondría la inversión adicional en el producto y en la empresa. Tienes que escribir tu decisión y redactar una breve explicación de las razones que te han llevado a ella.

Hecho esto, recibes el siguiente comunicado de la sede central. «Su recomendación de destinar los tres millones de dólares adicionales a la cerveza (que hayas elegido) ha sido aprobada por el presidente de la compañía y se ha puesto en práctica. Como verá en la página siguiente, los resultados han sido bastante decepcionantes.»

Los datos indican que las ventas y los beneficios del producto seleccionado empezaron bien y luego descendieron hasta situarse finalmente en un índice de ventas permanentemente bajo. También se muestran las ventas del producto alternativo, las cuales empezaron igualmente bien, luego descendieron, pero acabaron situándose en un nivel más alto que las del producto elegido.

Se te informa entonces de que la empresa ha decidido invertir otros diez millones de dólares. Sin embargo, esta vez el dinero puede repartirse entre las dos cervezas. ¿Cómo repartirías los diez millones adicionales?

Además, se te dice una de las cosas siguientes:

1. La información de que dispones es suficiente para tomar una decisión correcta. Datos de referencia.

O bien

2. Si tu elección es especialmente buena o especialmente mala, tu decisión se divulgará entre estudiantes y profesores. Se te informa también de que tu actuación se valorará en función del resultado de la decisión que tomen. Responsabilidad del resultado.

O bien

3. Se te informa de que tu evaluación se basará en el uso efectivo de estrategias de decisión, en lugar de en los resultados de dichas estrategias. Una vez más, si los procesos de decisión son especialmente buenos o especialmente malos, éstos serán divulgados entre estudiantes y profesores. Responsabilidad del proceso.

Las pruebas demuestran una clara diferencia en las asignaciones dependiendo de cuál de las tres informaciones se reciba.<sup>[77]</sup> El grupo centrado en el resultado de su decisión decidió asignar una media de 5,8 millones de dólares a la cerveza que había seleccionado originariamente. Éste es un ejemplo clásico de la falacia de los costes asumidos que vimos en el capítulo 9.

En cambio, los sujetos centrados en los datos de referencia repartieron el dinero de manera más o menos equitativa, asignando 5,1 millones de dólares a su elección anterior. Sin embargo, al grupo al que se le indicó que se centrara en el proceso de toma de decisión en lugar de hacerlo en el resultado, le fue mucho mejor. Solamente asignaron cuatro millones a la cerveza que habían elegido en un principio, destinando la mayor parte del dinero a la más popular.

Centrarse en el proceso parece conducir a mejores decisiones.

Esto es igualmente cierto para las inversiones. Centrarse en el proceso nos libera de la preocupación por aspectos de la inversión que en realidad no podemos controlar, como los beneficios. Al centrarnos en el proceso maximizamos nuestro potencial para generar beneficios a largo plazo.

Desgraciadamente, centrarte en el proceso y en sus beneficios a largo plazo no te ayudará necesariamente a corto plazo. Durante los períodos de bajo rendimiento, siempre recibes presiones para cambiar el proceso. No obstante, un proceso sólido es capaz de producir resultados mediocres, del mismo modo que un mal proceso puede generar buenos resultados. Tal vez nos iría bien recordar las últimas palabras del gran sir John Templeton: «El momento de reflexionar sobre tus métodos de inversión es cuando tienes más éxito, no cuando cometes más errores», o, por supuesto, la exultante afirmación de Ben Graham: «El enfoque basado en el valor es intrínsecamente sólido [...], céntrate en ese principio. Aférrate a él y no te apartes del camino».

# Conclusión

## *Por qué no basta con prometer ser bueno*

Es hora de hacer una confesión. Como puede atestiguar cualquiera que me conozca, tengo sobrepeso (aunque yo prefiero considerarme simplemente demasiado bajo para mi peso). De hecho, según el índice de masa corporal que relaciona el peso con la estatura (sin duda diseñado por fascistas de la talla) estoy en la frontera entre el sobrepeso y la obesidad.

Sé cómo corregir este problema. Simplemente debería comer menos. Sin embargo, me resulta increíblemente difícil hacerlo. Así que, a pesar de que sé cómo cambiar, no lo hago, por lo que mi conocimiento no se traduce en una conducta mejor. Prefiero archivar la información en la categoría de «cosas que sé y decido ignorar».

Brian Wansink ha escrito un libro excelente sobre psicología de la alimentación titulado *Mindless Eating*. Junto a sus colegas investigadores ha descubierto que muchas de las tendencias de las que he tratado en los capítulos anteriores se manifiestan también en nuestros hábitos a la hora de comer y de comprar (prueba de la naturaleza universal de las mismas). Por ejemplo, la facilidad de acceso influye en cuánto comemos. ¡Si el chocolate está en un lugar visible y a mano, la gente comerá casi tres veces más que si tiene que andar dos metros para coger una tableta! Piensa en esto en términos de información y en los problemas de sobrecarga de información que tratamos en el capítulo 7.

En el mismo sentido, Wansink ha hallado pruebas del efecto de anclaje en relación con la compra. Estableció un límite en cuanto a la cantidad de latas de sopa que los consumidores podían comprar. La etiqueta del precio marcaba setenta y nueve céntimos (normalmente costaba ochenta y nueve) y los compradores se encontraron con un cartel que decía «Sin límite por persona», «Límite de cuatro latas por persona», o bien «Límite de doce latas por persona». Cuando no había límite, se compraron una media de 3,3



latas por persona, lo que suponía una venta total de setenta y tres latas. Cuando se introdujo el límite de cuatro latas, los compradores adquirieron una media de 3,5 latas, pero el número total de latas vendidas fue de ciento seis. Cuando se impuso el límite de doce latas, el comprador adquirió como media siete latas, y las ventas totales aumentaron espectacularmente hasta ciento ochenta y ocho. Así que, al parecer, el simple hecho de indicar un número provocó una reacción muy real en los consumidores. Como hemos mencionado anteriormente, esto presenta paralelismos con la industria moderna de la gestión de riesgo.

La influencia del grupo se manifiesta incluso a la hora de comer. Si comes con otra persona comerás aproximadamente un 35 % más que si no lo haces. Si comes en un grupo de siete o más personas, comerás casi el doble de lo que comerías de hacerlo solo. ¡Vaya poder que tiene el rebaño!

Wansink advierte del peligro de la tiranía del momento; el punto en que nos encontramos mirando fijamente a la máquina expendedora con una barrita Mars que nos hace señas. Sabemos que no la necesitamos, pero la racionalizamos como un chute de chocolate que nos compensa por un día estresante. El conocimiento no comporta necesariamente cambios de conducta.

De hecho, incluso en las situaciones de mayor riesgo para la vida, conocimiento no equivale a comportamiento correcto. Los investigadores han estudiado la diferencia entre el conocimiento del virus VIH y de su prevención y la conducta sexual.<sup>[78]</sup> En Botswana, el 91 % de los hombres declaró saber que el uso de condón podía ayudar a impedir el contagio del sida, pero sólo el 70 % de ellos lo utilizaba. Entre las mujeres la situación era aún peor: el 92 % afirmaba saber que los condones eran útiles para evitar la transmisión del VIH, pero solamente los utilizaba el 63 %. Así que, incluso cuando está en juego lo más preciado que puede haber (tu propia vida depende de ello), el conocimiento no basta para modificar la conducta.

Las meras promesas de ser buenos o portarse bien probablemente tampoco sean suficientes. Todos empezamos con buenas intenciones. Lamentablemente, muy pocos de nosotros acabamos viendo que esas intenciones se hagan realidad. Por ejemplo, se pidió a un grupo de personas que rellenase un cuestionario sobre donación de sangre en una campaña de donaciones que iba a tener lugar próximamente.<sup>[79]</sup> Debían indicar las probabilidades que tenían de donar sangre, y marcar además en una escala

del uno (totalmente en desacuerdo) al nueve (totalmente de acuerdo) una serie de afirmaciones relativas a su actitud ante el tema, incluyendo una pregunta final que decía: «En este momento, tengo la firme intención de donar sangre en la campaña de donación que tendrá lugar entre el 14 y el 22 de julio». Esto se hizo con el fin de evaluar la firmeza de la intención de los participantes en aquel momento. Por lo general, la gente mostró un optimismo desmesurado sobre la donación de sangre.

Aquellos que marcaron un nueve pensaban que tenían un 90 % de probabilidades de donar sangre; sin embargo, sólo el 40 % de ellos lo hizo. Los que se atribuyeron un cinco pensaban que tenían alrededor de un 45 % de posibilidades de donar, pero realmente donó menos del 20 %. Quienes tenían menor grado de intención de donar (los que marcaron un dos), consideraban que tenían un 10 % de probabilidades de hacerlo, pero ninguno lo hizo. La probabilidad estimada en función de la intencionalidad aumentó mucho más rápidamente que el resultado real. Ello implica que la intencionalidad tiene una influencia excesiva en la predicción de la conducta, pero no en la conducta en sí. Es decir, todos pensamos que seremos buenos en el futuro, ¡pero no lo seremos! Por lo tanto, ¿cómo superamos ese obstáculo? Por lo que respecta a la comida, Wansink dice que una combinación de modificación de las tendencias y unas reglas sencillas pueden ayudarnos. Por ejemplo, utilizar un plato más pequeño puede hacer que el encuadre juegue a nuestro favor, ya que, evidentemente, un plato pequeño parece lleno con menos comida que uno grande. Reglas sencillas, como hacer que la mitad del plato sean verduras, recordar comer despacio (empezar el último y acabar el último), o no beber más de un refresco con azúcar, son ejemplos que con el tiempo se convertirán en buenos hábitos.

Wansink también aconseja no tratar de modificar más de tres aspectos de nuestra conducta a la vez; simplemente no podemos asumir demasiados cambios de una tacada. Yo podría seguir la dieta de la sopa de calabaza, y casi seguro que perdería peso (por no mencionar amigos), pero en cuanto la abandonase, probablemente empezaría a ganar peso otra vez. Pequeños pasos asumibles pueden ser la mejor manera de lograr una pérdida de peso sostenible. Es muy probable que lo mismo valga para las inversiones. No deberíamos tratar de cambiar todo de un plumazo, ya que fracasaríamos.

Identificar qué tendencias nos afectan más, y tratarlas en primer lugar, debería ayudarnos a obtener mejores resultados.

A lo largo de este libro, he intentado sugerirte medidas de protección frente a los obstáculos mentales más comunes, y te he mostrado la manera en que algunos de los mejores inversores del mundo han puesto en marcha procesos para defenderse.

La lección básica que podemos sacar de esos inversores es que debemos concentrarnos en el proceso. El proceso es el conjunto de reglas que rigen nuestras inversiones. Como hemos visto una y otra vez en esta *Psicología financiera*, algunos de los inversores más importantes del mundo han introducido medidas (desde el análisis de sir John Templeton un día tranquilo, hasta los diarios de George Soros, y desde la propuesta de Bruce Berkowitz de matar la empresa hasta Michaelm Steinhardt y su voluntad de vender toda la cartera), en su forma de afrontar las inversiones, con el fin de que actúen de salvaguarda frente a la inversión irracional. La razón por la cual han codificado el proceso es que saben que, a menos que se obliguen a comportarse de ese modo, volverán a caer en los malos hábitos.

Así que, piensa cuidadosamente en cómo inviertes. ¿Cuál de esos errores cometes más habitualmente? ¿Qué serías capaz de hacer para evitar caer de nuevo en el mal camino? Pensar en esas cuestiones es el primer paso para vencer a tu peor enemigo cuando se trata de invertir: ¡tú mismo!

# Notas

- [1]. *Capital Asset Pricing Model*: modelo de fijación de precios de activos de capital. (N. del t.)
- [2]. E. Pronin, D. Y. Lin y L. Ross, «The Bias Blind Spot: Perceptions of Bias in Self versus Others», *Personality and Social Psychology Bulletin*, 28 (2002): pp. 369-381.
- [3]. S. Frederick, «Cognitive reflection and decision Making», *Journal of Economic Perspectives* 19 (2005): pp. 24-42.
- [4]. G. Klein, *Sources of Power: How People Make Decisions*, Cambridge, Massachusetts: MIT Press (1999).
- [5]. M. R. Muraven y R. F. Baumeister, «Self-Regulation and Depletion of Limited Resources: Does Self-Control resemble a Muscle?», *Psychological Bulletin* 126 (2000): pp. 247-259.
- [6]. L. Van Boven y G. Loewenstein, «Projection of Transient Drive States», *Personality and Social Psychology Bulletin* 29 (2003): pp. 1.159-1.168.
- [7]. D. Ariely y G. Loewenstein, «The Heat of the Moment: The Effect of Sexual Arousal on Sexual Decision Making», *Journal of Behavioural Decision Making* 19 (2006): pp. 87-98.
- [8]. D. Ariely y K. Wertenbroch, «Procrastination, Deadlines, and performance: Self-Control by Precommitment», *Psychological Science* 13 (2002): pp. 219-224.
- [9]. B. Shiv, G. Loewenstein, A. Bechara, H. Damasio y A. Damasio, «Investment behavior and the Negative Side of Emotion», *Psychological Science* 16 (2005): pp. 435-439.
- [10]. B. de Langhe, S. Sweldens, S. M. J. Van Osselaer y M. A. Tuk, «The Emotional Information Processing System Is Risk-Averse: Ego-Depletion and Investment Behavior» (artículo no publicado, 2008).
- [11]. H. C. Lench y P. H. Ditto, «Automatic Optimism: Biased Use of Base Rate Information for Positive and Negative Events», *Journal of Experimental Social Psychology* 44 (2008): 631-639.
- [12]. T. Sharot, A. M. Riccardi, C. M. Raio y E. A. Phelps, «Neural Mechanisms Mediating Optimism Bias», *Nature* 450 (2009): pp. 102-105.
- [13]. Literalmente «enjutas», término arquitectónico usado para definir el espacio existente entre dos arcos y la superficie horizontal que existe sobre ellos. Estos espacios son una consecuencia del uso de arcos y no han sido creados con ninguna finalidad. Stephen Jay Gould emplea el término con el fin de hacer una analogía a la hora de referirse a un rasgo fenotípico desarrollado como consecuencia secundaria de una adaptación evolutiva. (N. del t.)
- [14]. S. E. Taylor y J. Brown, «Illusion and Well-Being: A Social Psychological Perspective on Mental Health», *Psychological Bulletin* 103 (1988): pp. 193-210.
- [15]. D. A. Moore, G. Loewenstein, L. Tanyu y M. H. Bazerman, «Auditor Independence, Conflict of Interest and Unconscious Intrusion of Bias» (artículo no publicado, 2004).
- [16]. L. B. Alloy y L. Y. Abramson, «Judgements of Contingency in Depressed and Non-Depressed Students: Sadder but Wiser?», *Journal of Experimental Psychology* 108 (1979): pp. 441-485.

- [17]. P. C. Price y E. R. Stone, «Intuitive Evaluation of Likelihood Judgement Producers: Evidence for a Confidence Heuristic», *Journal of Behavioral Decision Making* 17 (2004): pp. 39-57.
- [18]. J. R. Radzevic y D. A. Moore, «Competing to Be Certain (but Wrong): Social Pressure and Overprecision in Judgement», *Informe* (2009).
- [19]. J. B. Engelmann, C. M. Capra, C. Noussair y G. S. Berns, «Expert Financial Advice Neurobiologically "Offloads" Financial Decision-Making under Risk» (2009): PLoS ONE 4(3): 4957.doi: 10.1371/journal. phone.0004957.
- [20]. G. Torngren y H. Montgomery, «Worse Than Chance? Performance and Confidence among Professionals and Laypeople in the Stock Market», *Journal of behavioural Finance* 5 (2004): p. 3.
- [21]. T. Odean y B. Barber, «Trading Is Hazardous to your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors», *Journal of Finance* LV (2000): pp. 773-806.
- [22]. B. Barber y T. Odean, «Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment», *Quarterly Journal of Economics* 116 (2001): pp. 261-292.
- [23]. P. Tetlock, «Theory-Driven Reasoning about Plausible Pasts and Probable Futures in World Politics», en *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgement*, T. Gilovich, D. Griffin y D. Kahnemann (eds.), (Cambridge University Press (2003).
- [24]. T. Tyska y P. Zielonka, «Expert Judgements: Financial Analysts versus Weather Forecasters», *Journal of Psychology and Financial Markets* 3 (2002): pp. 152-160.
- [25]. B. English, T. Mussweiler y F. Strack, «Playing Dice with Criminal Sentences: The Influence of Irrelevant Anchors on Expert's Judicial Decision Making», *Personality and Social Psychology Bulletin* 32 (2006): pp. 188-200.
- [26]. B. Greenwald, J. Kahn, P. Sonkin y M. Van Biema, *Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond*, Nueva York: John Wiley & Sons (2001).
- [27]. P. Slovic, «Behavioral Problems Adhering to a Decision Policy», artículo no publicado (1973).
- [28]. C. Tsai, J. Kalyman y R. Hastie, «Effects of Amount of Information on Judgement Accuracy and Confidence», documento de trabajo (2007).
- [29]. En fútbol americano, jugada en la que el balón queda suelto. (*N. del t.*)
- [30]. A. Dijksterhuis, M. Bos, L. Nordgren y R. Van Baaren, «On Making the Right Choice: The Deliberation Without Attention Effect», *Science* 311 (2007): pp. 1.005-1.007.
- [31]. F. D. Davis, G. L. Lohse y J. E. Kottelman, «Harmful Effects of Seemingly Helpful Information on Forecasts of Stock Earnings», *Journal of Economic Psychology* 15 (1994): pp. 253-267.
- [32]. L. Green y J. Yates, «Influence of Pseudodiagnostic Information on the Evaluation of Ischemic Heart Disease», *Annals of Emergency Medicine* 25 (1995): pp. 451-457.
- [33]. A. B. Haynes et al., «A Surgical Safety Checklist to Reduce Morbidity and Mortality in a Global Population», *New England Journal of Medicine* 360 (2009): pp. 491-499.
- [34]. E. J. Langer, A. Blank y B. Chanowitz, «The Mindlessness of Ostensibly Thoughtful Action: The Role of the Placebic Information in Interpersonal Interaction», *Journal of Personality and Social Psychology* 36 (1978): pp. 635-642.
- [35]. D. M. Cutler, J. Poterba y L. H. Summers, «What Moves Stock Prices?», *Journal of Portfolio Management* 15 (primavera 1989): pp. 4-13.

[36]. M. R. Leeper, C. G. Lord y L. Ross, «Biased Assimilation and Attitude Polarization: The Effects of Prior Theories on Subsequently Considered Evidence», *Journal of Personality and Social Psychology* 37 (1979): pp. 2.098-2.109.

[37]. D. Westen, P. Blagov, J. Feit, P. Arkowitz y P. Thagard, «When Reason and Passion Collide: Emotional Constraint Satisfaction in Motivated Political reasoning», artículo no publicado (2004).

[38]. Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados. (N. del t.)

[39]. S. Oskamp, «Overconfidence in Case-Study Judgements», *Journal of Consulting Psychology* 29 (1965): pp. 261-265.

[40]. W. Edwards, «Conservatism in Human Information Processing», (1968), reimpresso en Kahnemann, Slovic y Tversky, *Judgement under Uncertainty. Heuristics and Biases*, Cambridge University Press (1982).

[41]. C. Massy y G. Wu, «Detecting Regime Shifts: The Causes of Under and Overreaction», *Management Science* 51 (2005): pp. 932-947.

[42]. H. Arkes y C. Blumer, «The Psychology of Sunk Costs», *Organizational Behavior and Human Decision processes* 35 (1985): pp. 124-140.

[43]. N. Pennington y R. Hastie, «Explanation-Based decision Making», *Journal of Experimental Psychology. Learning, Memory and Cognition* 14 (1988): pp. 521-533.

[44]. A. Freymuth y G. Ronan, «Modeling Patient Decision-Making: The Role of Base-Rate and Anecdotal Information», *Journal of Clinical Psychology in Medical Settings* 11 (2004): pp. 211-216.

[45]. R. L. Waber, B. Shiv y D. Ariely, «Commercial Features of Placebo and Therapeutic Efficacy», *Journal of the American Medical Association* 299 (2008): pp. 1.016-1.017.

[46]. H. Plassmann, J. O'Doherty, B. Shiv y A. Rangel, «Marketing Actions Can Modulate Neural Representations of Experienced Utility», *Proceedings of the National Academy of Science* 105:3 (2008): pp. 1.050-1.054.

[47]. M. Statman, K. Fisher y D. Anginer, «Affect in a Behavioral Asset Pricing Model», artículo no publicado.

[48]. G. M. Cogliati, S. Paleari y S. Vismara, «IPO Pricing: Growth rates Implied in Offer Prices», artículo no publicado (2008).

[49]. R. D. Arnott, F. Li y K. F. Sherrerd, «Clairvoyant Value and the Growth-value Cycle», *Journal of Portfolio Management* 35 (primavera de 2009): pp. 12-26.

[50]. Serie norteamericana de televisión cuya trama gira en torno a los casos con que se encuentra un policía de Los Ángeles. (N. del t.)

[51]. M. Bazerman y M. Watkins, *Predictable Surprises: The Disasters You Should Have Seen Coming and How to Prevent Them*, Cambridge, Massachusetts: Harvard Business Press (2004).

[52]. D. J. Simons y C. F. Chabris, «Gorillas in Our Midst: Sustained Inattentional Blindness for Dynamic Events», *Perception* 28 (1999): pp. 1.059-1.074.

[53]. J. S. Mill, «On Credit Cycles and the Origin of Commercial Panics», *Manchester Statistical Society* (1867): pp. 11-40.

[54]. P. Temin y H. Voth, «Riding the South Sea Bubble», artículo no publicado; y M. Brunnermeier y S. Nagel, «Hedge Funds and the Technology Bubble», *Journal of Finance* 59 (2004): pp. 2.013-2.040.

- [55]. R. Lau y D. Russell, «Attributions in the Sports pages», *Journal of Personality and Social Psychology* 39 (1980): pp. 29-38.
- [56]. B. Fischhoff, «Hindsight  $\neq$  Foresight: The Effect of Outcome Knowledge on Judgement under Uncertainty», *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance* 1 (1975): pp. 288-299.
- [57]. M. Bar-Eli, O. Azar, I. Ritov, Y. Keidar-Levin y G. Schein, «Action Bias among elite Soccer Goalkeepers: The Case of Penalty Kicks», artículo no publicado (2005).
- [58]. M. Zeelenberg, K. Van Den Bos, E. Van Dijk y R. Pieters, «The Inaction Effect in the Psychology of regret», *Journal of Personality and Social Psychology* 62 (2002): pp. 314-327.
- [59]. V. Lei, C. Moussair y C. Plott, «Nonspeculative Bubbles in Experimental Assets markets: Lack of Common Knowledge of rationality vs. Actual Irrationality», *Econometrica* 69 (2001): pp. 831-859.
- [60]. R. Kirby, «The Coffee Can Portfolio», *Journal of Portfolio Management* 29 (1984): pp. 101-112.
- [61]. S. Asch, «Effects of Group Pressure upon the Modification and distortion of Judgement», en *Groups, Leadership and Men*, H. Guetzkow (ed.), Nueva York: Carnegie Press (1951).
- [62]. G. S. Berns, J. Chappelow, C.F. Zink, G. Pagnoni, M. E. Martin-Skurski y J. Richards, «Neurobiological Correlates of Social Conformity and Independence During Mental Rotation», *Biological Psychiatry* 58 (2005): pp. 245-253.
- [63]. N. Eisenberger, M. Lieberman y K. Williams, «Does Rejection Hurt? An fMRI Study of Social Exclusion», *Science* 302: 5643 (2003): pp. 290-292.
- [64]. A. Dasgupta, A. Prat y M. Verado, «The Price of Conformism», artículo no publicado.
- [65]. G. Stasser y W. Titus, «Pooling of Unshared Information in Group Decision Making: Solving a Problem versus Making a Judgement», *Journal of Personality and Social Psychology* 48 (1985): pp. 1.467-1.478.
- [66]. I. Janis, *Groupthink*, Nueva York: Houghton Mifflin (1972).
- [67]. E. Pronin, J. Berger y S. Molouki, «Alone in a Crowd of Sheep: Asymmetric Perceptions of Conformity and Their Roots in an Introspection Illusion», *Journal of Personality and Social Psychology* 92 (2007): pp. 585-595.
- [68]. D. Pope y M. Schweitzer, «Is Tiger Woods Loss Averse?», artículo no publicado (2009).
- [69]. K. Chen, V. Lakshminarayanan y L. Santos, «How Basic are Behavioral Biases? Evidence from Capuchin-Monkey Trading Behavior», *Journal of Political Economy* 114 (2006): pp. 517-537.
- [70]. M. S. Haig y J. A. List, «Do Professional Traders Exhibit Myopic Loss Aversion? An Experimental Analysis», *Journal of Finance* LX (2005): pp. 523-534.
- [71]. T. Odean, «Are Investors reluctant to Realize Their Losses?» *Journal of Finance* LIII (1998): pp. 1.775-1.798.
- [72]. A. Frazzini, «The Disposition Effect and Under-Reaction to News», *Journal of Finance* LXI (2006): pp. 2.017-2.046.
- [73]. *El jugador. (N. del t.)*
- [74]. «Puede ser peligroso... Tú primero». (N. del t.)
- [75]. J. Baron y J. C. Hershey, «Outcome Bias in Decision Evaluation», *Journal of Personality and Social Psychology* 54 (1988): pp. 569-579.

[76]. J. S. Lerner y P. E. Tetlock, «Accounting for the Effects of Accountability», *Psychological Bulletin* 125 (1999): pp. 255-275.

[77]. I. Simonson y B. M. Straw, «Deescalation Strategies: A Comparison of Techniques for Reducing Commitment to Losing Courses of Action», *Journal of Applied Psychology* 77 (1992): pp. 419-426.

[78]. T. Dinkleman, J. A. Levinsohn y R. Majelantle, «When Knowledge Isn't Enough. HIV/AIDS Information and Risk Behavior in Botswana», NBER, documento de trabajo (2006).

[79]. D. J. Koehler y C. S. K. Poon, «Self-Predictions Overweight Strength of Current Intentions», *Journal of Experimental Social Psychology* 42 (2006): pp. 517-524.