

Capítulo

1

La aversión a las pérdidas: cuando estamos dispuestos a todo para no acabar en números rojos

*La aversión al riesgo y a las pérdidas es sin duda el concepto fundamental para entender los comportamientos en Bolsa. Expresa la **resistencia casi unánime a cortar las pérdidas y la impaciencia por tomar los beneficios**. Este sesgo psicológico es responsable de gran parte de los desengaños de los inversores.*

1. La aversión al riesgo

Antes de que apareciera el método sobre el comportamiento, los economistas ya habían descubierto que los individuos tienden a considerar de manera diferente una inversión arriesgada de otra segura, y de hecho lo habían integrado en sus modelos económicos. La teoría microeconómica clásica lo tiene en cuenta al especificar una función de utilidad del individuo cóncava en su parte positiva y convexa en su parte negativa (ver gráfico 1).

Eso significa que cuanto mayor sea la obtención de bienes placenteros, menor será la satisfacción relacionada con la obtención de una unidad suplementaria de aquellos bienes. Y al revés, cuantos más disgustos hayamos tenido, menos nos afectará un disgusto suplementario.

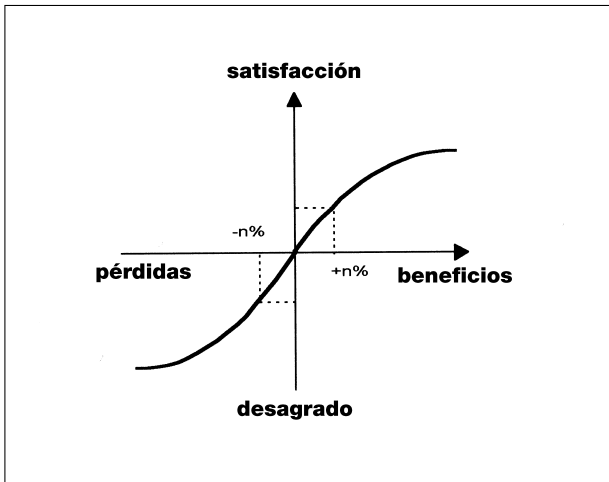
En la vida de todos los días, resulta fácil encontrar ejemplos que apoyen esta forma en concreto de la función de utilidad. Pues el primer trago de agua, cuando estamos sedientos, es más agradable que el segundo, y éste a su vez, más agradable que el tercero, etc. Respecto a lo negativo, ¡se agradece más una multa fuerte que una multitud de multas leves repartidas en un año!

Para volver al término de utilidad, notaremos que un equipo de fútbol tiene más interés en ganar 10 veces seguidas 1-0 en un campeonato, que una vez 10-0 (la victoria permite sumar puntos, el *goal-average* es secundario). Y al revés, ¡prefiere recibir una vez una buena paliza antes que perder todas las semanas!

En Bolsa, la forma de la función de utilidad explica el hecho de que estemos más tentados por arriesgarnos cuando estamos en pérdida que cuando hemos acumulado una plusvalía. En efecto, una inversión arriesgada que ofrece una probabilidad del 50% de ganar el 10% y una probabilidad del 50% de perder el 10% nunca es interesante en territorio positivo y, sin embargo, sí lo es en territorio negativo.

En el primer caso, la satisfacción que aportaría el beneficio es menos importante que el dolor que aportaría la pérdida. En el segundo caso, por el contrario, la pérdida suplementaria aumentaría el dolor de tener pérdidas, pero el beneficio permitiría limitarlo mucho más. El gráfico 1 ilustra la función de utilidad del inversor, al igual que lo sugiere la teoría económica clásica.

Gráfico 1: la función de utilidad del inversor según la economía clásica



Consecuencias prácticas:

- *Se conservan los valores perdedores a pesar del riesgo de perder aún más.*
- *Se venden muy rápido los títulos que han subido, para proteger los beneficios.*

2. La aversión a las pérdidas

La tendencia a comportarse de manera distinta cuando estamos en pérdida o en beneficio es tan intensa que las observaciones destacan una ***aversión a las pérdidas, ¡siendo éstas dos veces más dolorosas que la satisfacción obtenida por los beneficios*** (para una misma cantidad de dinero)! Daniel Kahneman y Amos Tversky lo expusieron cuando, en un artículo publicado en *Econometrica* en 1979, enumeraron las bases de la «*prospect theory*», teoría de la perspectiva que desarrolla las normas de decisión en universo arriesgado. Aquella teoría, origen de toda una corriente de investigación desde hace 25 años, otorgó a Daniel Kahneman el Premio Nobel de Economía en el año 2002.

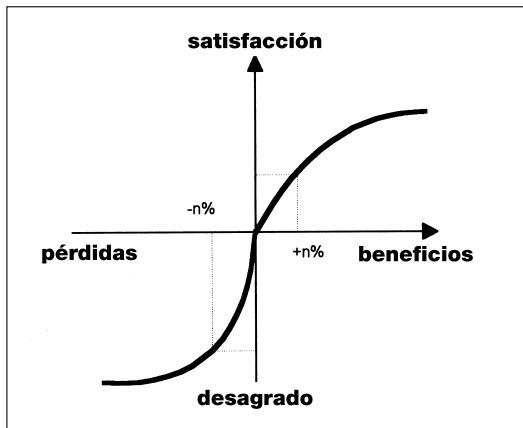
La aversión a las pérdidas acentúa la tendencia a conservar los *losers* (valores en pérdidas), ya que si vendemos un título en pérdidas para comprar otro y recuperamos la minusvalía, sentimos sólo la mitad de la decepción causada por la pérdida sobre el primer título. En efecto, en términos de satisfacción, una minusvalía de 100 euros seguida de una plusvalía de 100 euros no equivale a un resultado nulo, ¡sino a una pérdida de 50 euros!

El gráfico 2 representa la función de valor del inversor tal y como la obtuvieron Kahneman y Tversky.

El comportamiento diferenciado respecto a los títulos en beneficios y en pérdidas, al que la literatura financiera hace referencia bajo el nombre de ***efecto de disposición***, está comprobado a gran escala, como han podido demostrarlo algunos estudios sobre el terreno. El más significativo es sin duda el de Terrence Odean (Universidad de Berkeley), publicado en 1997 a partir de los extractos de 10.000 cuentas operativas de unos inversores individuales americanos en el periodo 1987-1993. ***Éste destaca que se venden más los winners (valores en beneficios) que los losers, y los títulos que han subido***

muy rápidamente son los que se venden primero. Por otra parte, Odean demostró que el efecto de disposición no se resumía en un simple efecto de cartera que haría más ligeras las posiciones ganadoras para que no «pesaran» demasiado en comparación con las demás. En efecto, una vez neutralizado este efecto, la tendencia a vender primero los valores ganadores se mantiene.

Gráfico 2: la función de valor del inversor



Pero lo más llamativo de este estudio gigantesco es que *el efecto de disposición es un sesgo extraordinariamente perjudicial para el inversor.* En el periodo estudiado (1987-1993), ¡los 10.000 inversores habrían aumentado sus resultados un 3,4% por año de media si por lo menos hubiesen vendido los títulos que conservaron y mantenido los títulos que vendieron! ¡Absurdo!

Última observación: *el efecto de disposición no sólo afecta a los inversores individuales.* Como demostraron Shapira y Venezia (2000) a partir de un estudio sobre gestores israelíes, también afecta a los profesionales, aunque a menor escala. Patel, en una serie de entrevistas con *traders* especialmente eficientes (1997), apuntó que

éstos se aplicaban una autodisciplina muy rigurosa, para no dudar a la hora de cortar sus pérdidas.

Consecuencias prácticas:

- *Se pueden conservar casi indefinidamente los losers en cartera, sin creer por lo tanto en su potencial de recuperación. La paradoja es que ya no creemos en ello pero, aun así, seguimos manteniendo al menos la esperanza. ¡Y los títulos!*
- *Nos negamos a invertir en inversiones arriesgadas, aunque la perspectiva de beneficios es claramente positiva, sólo porque hay posibilidades de perder. Por ejemplo, teniendo en cuenta la función de valor, ¡es más fácil rechazar una inversión que ofrece un 50% de posibilidades de ganar 100 euros y un 50% de posibilidades de perder 60 euros! Sin embargo, la perspectiva de beneficio es de 20 euros...*

3. El sofisma de la pérdida total

Es el razonamiento incorrecto y casi deshonesto que *da una garantía racional a los comportamientos dictados por la aversión a las pérdidas*. Se termina indefectiblemente con la frase: «¡Sí, pero por lo menos no lo he perdido todo!» Todo lo que permite evitar una pérdida total es aceptable. Por consiguiente, sería conveniente no vender un título que ha bajado mucho porque, como ya se sabe, no se pierde en Bolsa hasta que uno no haya vendido. Hasta la venta, ¡la pérdida sólo sería una «pérdida de papel»! Los accionistas históricos de Eurotunnel deben de pensar así. Sus hijos y nietos deberían hacer lo mismo...

Con este sofisma también se puede llegar a actuar de manera estúpida y peligrosa. Imagine que ha comprado una entrada muy cara para asistir al concierto de un artista que le gusta especialmente. El día anterior al concierto, una borrasca de nieve ha llegado hasta su región, cubriendo las carreteras de nieve helada y haciéndolas casi inaccesibles. ¿Qué hace? ¿Toma su coche o se olvida del concierto? Probablemente no va a renunciar al concierto y para autoconvencerse de que ha tomado la buena decisión, pensaría que ya ha conducido en condiciones mucho más difíciles... Ahora imagine que en lugar de haber comprado esta entrada, la ha ganado en un sorteo o se la han regalado. ¿En este caso usted se arriesgaría a conducir sobre hielo? Seguro que no, porque en esta ocasión, al quedarse en su casa, no tiene esa desagradable sensación de haber perdido algo. Sin embargo, al igual que en la primera situación, usted perdería algo al quedarse en su domicilio: el derecho de asistir al espectáculo... Este ejemplo muy simple muestra las consecuencias que puede tener la aversión enfermiza a las pérdidas y hasta qué punto supone una representación mental particular.

En Bolsa, el comportamiento frente a los títulos en pérdida dependerá de cómo miremos nuestra cartera. Si se contempla posición a posición, estaremos inclinados a no vender nunca los títulos perdedores e incluso a comprar más para promediar a la baja, y esto en detrimento del resultado global. En cambio, estas actitudes ineficientes desaparecen si mostramos interés por la cartera pero contemplada de forma global.

Consecuencias prácticas:

- ***Cuanto más perdamos en un valor, más estaremos tentados de mantenerlo, comprando más incluso, con la esperanza de recuperar la posición entera gracias a un rebote.***

- *Cuanto más reforcemos una posición, más difícil es liquidarla. Al aumentar la minusvalía, resulta cada vez más difícil solucionarla y, sin embargo, nos negamos a aceptar que todos los esfuerzos que hayamos hecho han sido inútiles.*

4. La aversión al arrepentimiento

Si el miedo a perder influye bastante en nuestras decisiones, el *temor a equivocarse y a no elegir la mejor opción*, también las determina. Al igual que sucede con las pérdidas, *la falta de beneficio nos afecta dándonos una mala imagen de nosotros mismos*.

Esta característica humana es el origen de varias actitudes fuera de lo común, que se desarrollarán en los capítulos cuatro y cinco. En particular, se suele dar preferencia al statu quo respecto a otras opciones posibles y tratar de forma subjetiva las informaciones que nos llegan para evitar que desacrediten nuestras elecciones anteriores. Varios economistas retomaron esta disposición de espíritu para repasar la noción de utilidad. Por ejemplo, Loomes y Sugden (1982) imaginaron una función de utilidad modificada, que tiene en cuenta la utilidad de las otras elecciones y la posible falta de ganancia. En cuanto al comportamiento que se da después de la decisión, Erlich, Guttman, Schopenback y Mills (1957) demostraron principalmente que los nuevos compradores de coches procuran cuidadosamente no leer los anuncios de los modelos de otras marcas y se sienten muy atraídos por los anuncios del modelo que han comprado...

Consecuencias prácticas:

- *Tememos tanto que un título rebote después de haberlo vendido que conservamos en la cartera títulos en los que ya no creemos.*

- *Privilegiamos las inversiones medianas que no conllevan un riesgo de pérdida importante o una falta de ganancia considerable.*
- *Cuando hemos comprado un título, ignoramos las informaciones en relación con la empresa y las recomendaciones desfavorables al título. Y si inicialmente el valor estaba siendo considerado junto con otro, ignoramos también las informaciones en relación con el título que no ha sido seleccionado.*

A modo de conclusión de este primer capítulo, nos damos cuenta de que las aversiones al riesgo, a las pérdidas y al arrepentimiento hacen de la inversión en Bolsa un ejercicio anormal. Las acciones son tan volátiles que el riesgo de perder es importante; por lo menos a corto plazo. Y tan numerosas ¡que el riesgo de perderse las mejores oportunidades lo es aún más! En estas condiciones, debemos de prepararnos para experimentar malos ratos en nuestra vida de inversor. Con el objetivo ambicioso, al cabo de un tiempo, de ser capaces de relativizar los fracasos y mirar sólo lo verdaderamente importante: el resultado global a largo plazo. Y la historia sugiere que debería superar en mucho al de las otras inversiones...

DIAGNÓSTICO

Es usted especialmente propenso a la aversión a las pérdidas o a sus corolarios si:

- Piensa que la mejor manera de ganar en Bolsa es no cerrar nunca una posición en pérdida.
- Piensa que es conveniente tomar rápidamente los beneficios en Bolsa, porque el estado de ánimo del mercado evoluciona muy rápido y porque «¡más vale pájaro en mano que ciento volando!»
- Le gusta «piramidar» o promediar a la baja cuando uno de sus títulos cae para poder poner «el contador a cero» lo antes posible.
- Tiene en cartera títulos que han perdido gran parte de su valor y de los que ya no controla ni los resultados ni la actualidad.
- Ha notado que en cuanto vendía un título, ¡su precio subía!
- Se muestra reacio a leer la actualidad de un título apenas lo haya comprado. Le pasa lo mismo en aquellos títulos que ha estado a punto de comprar, aunque al final no lo haya hecho.

REMEDIOS

Puede perfectamente corregir este sesgo:

- Enfocando su atención en la perspectiva de beneficios (y no en el riesgo de pérdida), ya que es el único criterio que tiene importancia para el inversor eficiente.
- Manteniendo la idea fija de que su objetivo no es conseguir que no pierda dinero en ninguna operación, sino más bien conseguir el mejor resultado global.
- No olvidando nunca que hay un coste de oportunidad al conservar los *losers* en cartera. Es cierto que a largo plazo puede volver al equilibrio en una posición, pero atégase a las consecuencias: la falta de ganancia respecto a las otras inversiones que podría haber realizado con ese dinero bloqueado.
- Recordando, por una parte, que la gestión de largo plazo es la más eficiente y, por otra parte, que los movimientos de mercados duran con frecuencia más de unas semanas. Es, por tanto, a menudo inoportuno vender títulos después de un *rally* de unos días.
- Anotando de manera meticulosa los resultados de los títulos que conserva en cartera, los de los títulos que ha vendido y los de los títulos que le hubiera gustado comprar si hubiera tenido la liquidez suficiente. Esto le mostrará exactamente lo que le cuesta el efecto de disposición.