

Tesis Final de Grado

Licenciatura en Economía

Universidad Católica Argentina



La presencia de la aversión a las pérdidas en las  
decisiones de inversión del inversor argentino promedio  
en tiempos de incertidumbre económica.

Autora      Lucia Bonatti

Tutor        Pablo Fajfar

Co tutora    María Agustina DeSarriera

Febrero 2024

# Índice

I. Introducción	3
II. Marco Teórico	5
Sección I: Economía del comportamiento	5
¿Qué es la Economía del Comportamiento o Behavioral Economics? Su origen y evolución	5
Entender que el Santo Grial de la inversión no existe	8
Reconocer la influencia de fuerzas emocionales internas y externos	9
El efecto aditivo de las noticias	10
Chismes y rumores	11
“The Greener Pastures Effect” o “El efecto de los pastos más verdes”	11
Los seis principios de la economía del comportamiento	12
Sección II: Aversión a las pérdidas o Loss Aversion	14
La Teoría de las Perspectivas y el concepto de Loss Aversion o Aversión a las pérdidas	14
La influencia e implicaciones de la aversión a las pérdidas en el mercado financiero	15
El efecto disposición	17
Distinción entre aversión a las pérdidas y aversión al riesgo	18
III. Diseño del experimento	19
Hipótesis	19
Metodología	19

Diseño del experimento	20
Esquema de posibles conclusiones	21
IV. Resultado del experimento	22
Observaciones preliminares	22
Resultados de las preguntas hipotéticas	24
V. Conclusiones Finales	30
VI. Referencias bibliográficas	32
VII. Anexos	34
Anexo A: Encuesta a realizar	34
Anexo B: Composición demográfica de la muestra	37
Anexo C: Composición de la muestra en términos financieros	38
Anexo D: Resultado de las situaciones hipotéticas	39

# I. Introducción

A lo largo de la historia, economistas han realizado modelos económicos neoclásicos basados en distintos supuestos para facilitar el análisis y la interpretación de los resultados. Uno de ellos es el principio de *homo economicus*, presente en la mayoría de los estudios y considerado esencial. Este concepto considera que el hombre se comporta de manera perfectamente racional y maximiza sus utilidades.

Sin embargo, psicólogos y economistas se han dado cuenta que los individuos no siempre actúan de manera racional, sino que al momento de tomar decisiones muchas veces suelen desviarse y actuar bajo impulso guiado por sus pasiones y, en consecuencia, irracionalmente.

La incorporación de la psicología al campo de la economía dio origen a una nueva manera de interpretar el comportamiento del hombre conocida como Behavioral Economics o Economía del Comportamiento.

Este campo interdisciplinario que combina la economía y la psicología identifica la existencia de sesgos cognitivos, es decir, patrones sistemáticos de desviación de la racionalidad en el pensamiento y en la forma en la que los individuos procesan la información, influyendo en cómo la perciben, interpretan y recuerdan. Esto puede llevarlos a cometer errores o distorsiones en el juicio y en la toma de decisiones.

Dentro de los sesgos cognitivos existentes se encuentra la aversión a la pérdida, la cual se puede definir como la tendencia psicológica de las personas a ser más sensibles a las pérdidas que a las ganancias. En otras palabras, las personas tienden a sentir más dolor o malestar al perder algo que la satisfacción que experimentan al obtener una ganancia similar.

Este concepto fue propuesto por el psicólogo y economista Daniel Kahneman y su colega Amos Tversky, quienes desarrollaron la *Teoría de las perspectivas*. Según esta teoría, las personas valoran las pérdidas de manera desproporcionada en comparación con las ganancias, lo que los lleva a tomar determinadas decisiones y comportamientos para evitar las pérdidas a toda costa.

La aversión a la pérdida puede tener implicaciones significativas en diversos aspectos de la vida, como las inversiones financieras, las decisiones empresariales y las elecciones personales. En el presente trabajo, se enfatizará sobre el impacto de este sesgo cognitivo en el mercado financiero, más precisamente, en las decisiones de inversión en momentos de incertidumbre económica.

Esto se puede observar en el contexto actual de la economía argentina, donde la incertidumbre económica es alta, y las personas tienden a ser más adversas a la pérdida, lo que puede llevarlas a conservar inversiones que están perdiendo valor, en lugar de venderlas y aceptar la pérdida.

De esta manera, el presente trabajo, desde la perspectiva de la Economía del Comportamiento en las finanzas, tiene como intención analizar cómo la aversión a las pérdidas influye en las decisiones de inversión de los argentinos en momentos como este en el marco de una encuesta realizada a un nicho de inversores.

## II. Marco Teórico

### Sección I: Economía del Comportamiento

#### ¿Qué es la Economía del Comportamiento o Behavioral Economics? Su origen y evolución

Tal como se describió previamente en la *Introducción*, la teoría económica neoclásica se basa en tres supuestos esenciales que hacen al llamado *Homo Economicus*: i) Tiene preferencias bien definidas y expectativas imparciales; ii) tiene capacidad para tomar decisiones óptimas de manera racional basadas en expectativas y preferencias y una infinita fuerza de voluntad dado que eligen lo que es mejor por encima de lo que es temporalmente tentador; iii) su principal motivación es el propio interés.

Ahora bien, a lo largo de la historia se ha demostrado que los individuos no siempre maximizan su utilidad y actúan de forma racional, sino que, caso contrario, son impulsados a actuar motivados por sus pasiones o afectados por sus sesgos cognitivos. De esta manera, tal como lo describe Nathan Berg, la Economía del Comportamiento es “el subcampo de la economía que, incorporando la psicología en sus estudios, prueba empíricamente supuestos utilizados en otras partes de la economía, y proporciona teorías que pretenden ser más realistas y cercanas ligadas a datos experimentales y de campo”<sup>1</sup>. Rabin (1998) describe la Economía del Comportamiento como “psicología y economía”. De manera similar, Camerer (1999) la define como un programa de investigación destinado a unificar la psicología y economía.

Según Richard H. Thaler, “el enfoque conductual [de la Economía del Comportamiento] ofrece la oportunidad de desarrollar mejores modelos de comportamiento económico incorporando conocimientos de otras disciplinas de las ciencias sociales”<sup>2</sup>. Thaler sostiene que existen factores calificados como supuestamente irrelevantes por la teoría neoclásica pero que, contrariamente, son importantes e incluso en ciertas situaciones más determinantes que el comportamiento del individuo.

---

<sup>1</sup> Berg, Nathan, Behavioral Economics (January 1, 2010). *21st Century Economics: A Reference Handbook*, Vol. 2, pp. 861-872, Free, R. C., ed., Los Angeles: Sage, Disponible en <https://ssrn.com/abstract=1677026>

<sup>2</sup> Thaler, R. H. (2016). *Behavioral Economics: Past, Present, and Future*. *The American Economic Review*, 106(7), 1577–1600. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/43861106>

En lo que respecta a los orígenes de la Economía del Comportamiento, Ashraf, Camerer y Loewenstein (2005) señalan que Adam Smith, considerado a menudo el fundador de la economía como disciplina, fue un economista conductual de buena fe. A lo largo de su vida profesional, Adam Smith hizo referencia a tres de los conceptos más importantes de la Economía del Comportamiento, a ser, el exceso de confianza, la aversión a la pérdida y el autocontrol. Sobre el exceso de confianza, Smith (1776, p. 1) comentó sobre “la presunción exagerada que la mayor parte de los hombres tienen de sus propias habilidades” conduciéndolos a sobreestimar sus posibilidades de éxito. Sobre el concepto de aversión a la pérdida, Smith (1759, p. 176-177) señaló que “El dolor... es, en casi todos los casos, una sensación más punzante que el placer opuesto y correspondiente”. En cuanto al autocontrol, Smith (1759, p. 273) manifestó: “El placer que vamos a disfrutar dentro de diez años, nos interesa tan poco en comparación con el que podemos disfrutar hoy”.

Al igual que Adam Smith, también se pueden mencionar varios destacados economistas que han realizado “guiños” a la Economía del Comportamiento a lo largo de su camino profesional. Por ejemplo, Pigou<sup>3</sup> (1920, p. 21) escribió que “nuestra facultad telescópica es defectuosa y... por lo tanto, vemos placeres futuros, por así decirlo, en una escala reducida”. A su vez, Keynes<sup>4</sup> (1936, p. 154), que preludeó en su Teoría General mucho de lo que hoy se conoce como finanzas conductuales, sostenía que “las fluctuaciones diarias de los beneficios de las inversiones existentes, que obviamente son de carácter efímero y no significativo, tienden a tener una influencia del todo excesiva, e incluso absurda, en el mercado”.

Para ese entonces, en donde la psicología todavía se encontraba en sus inicios, muchos economistas pensaron y coincidieron en que dicha ciencia debería desempeñar un papel importante en la economía. Pareto<sup>5</sup> (1906, p. 21) manifestó que “El fundamento de la economía política y, en general, de toda ciencia social, es evidentemente la psicología. John Maurice Clark<sup>6</sup> (1918, p. 4), hijo de John Bates Clark, afirmó que “El economista puede intentar ignorar la psicología, pero es completamente imposible para él ignorar la naturaleza humana... Si el economista toma prestada su concepción del hombre del psicólogo, su trabajo constructivo puede tener alguna posibilidad de permanecer en un carácter puramente

---

<sup>3</sup> Pigou, Arthur Cecil (1920). *The Economics of Welfare (4ta Edición)*. MacMillan & Co. Limited edition, 1932. Disponible en [https://files.libertyfund.org/files/1410/Pigou\\_0316.pdf](https://files.libertyfund.org/files/1410/Pigou_0316.pdf)

<sup>4</sup> Keynes, John Maynard (1936). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. MacMillan & Co.

<sup>5</sup> Pareto, Vilfredo (2014). *Manual of Political Economy: A Critical and Variorum Translation Edition*. Reimpresión editada por Aldo Montesano, Alberto Zanni, Luigino Bruni, John S. Chipman y Michael McLure. Oxford, Reino Unido: Oxford University Press (Orig. pub 1906).

<sup>6</sup> Clark, J. M. (1918). *Economics and Modern Psychology: I*. *Journal of Political Economy* 26(1), 1-30.

económico. Pero si no lo hace, no evitará por ello la psicología, sino que se obligará a sí mismo a hacer la suya propia, y será mala psicología”.

Entonces, si la Economía del Comportamiento ha estado presente desde prácticamente los inicios de la economía y ha sido referida por distintos economistas, ¿por qué entonces la teoría económica predominante es la neoclásica, la cual supone que el individuo es ante todo racional y maximiza siempre su utilidad? Según Thaler, la respuesta ante esta pregunta es que, tras la Segunda Guerra Mundial, “en el proceso de hacer la economía más rigurosa matemáticamente, la profesión económica parece haber perdido su buena intuición sobre el comportamiento humano, llevando a que las presunciones exageradas sean reemplazadas por expectativas racionales, y los cambios efímeros en los espíritus animales sean reemplazados por la hipótesis del mercado eficiente”<sup>7</sup>.

De esta manera, los supuestos estándar sobre el individuo están presentes en la teoría económica ya que permiten un análisis manejable, siendo más fáciles de resolver. El modelo de comportamiento humano basado en la premisa de que el agente económico optimiza no considera la dificultad que implica maximizar la utilidad, sino que asume que el individuo actúa como si entendiera el modelo. Tal como ejemplifica Thaler, suponemos que las personas son igualmente buenas para decidir cuántos huevos comprar para el desayuno y para calcular la cantidad correcta para ahorrar para la jubilación. Esa suposición es, a primera vista, absurda.

En los mercados financieros, el supuesto de que los agentes económicos son completamente racionales es el fundamento intelectual de la teoría de los mercados eficientes, la cual establece que no es posible batir al mercado y que el precio siempre es correcto. Ante esto, la conclusión a la que llega Thaler de las finanzas del comportamiento es que “incluso estos mercados más eficientes a menudo conducen a resultados empíricos que son inconsistentes con las teorías basadas en inversores racionales que toman decisiones en mercados con costos de transacción pequeños. En otras palabras, los resultados que obtenemos no son consistentes con la hipótesis de que los inversores se comportan “como si” fueran racionales”<sup>8</sup>.

Entonces, el principal problema se encuentra en que se le exige a una misma teoría que realice dos tareas diferentes: buscar soluciones óptimas a los problemas y describir cómo

---

<sup>7</sup> Thaler, R. H. (2016). *Behavioral Economics: Past, Present, and Future*. The American Economic Review, 106(7), 1577–1600. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/43861106>

<sup>8</sup> Thaler, R. H. (2016). *Behavioral Economics: Past, Present, and Future*. The American Economic Review, 106(7), 1577–1600. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/43861106>

realmente deciden y eligen los individuos. El agente económico se disputa entre elegir la mejor opción y tener la suficiente fuerza de voluntad como para tomar dicha elección, especialmente si ello implica retrasar la gratificación. De este modo, se necesitan teorías económicas descriptivas, propias de la Economía del Comportamiento.

La primera de ellas, y también considerada más exitosa, es la *Teoría de las Perspectivas* de Kahneman y Tversky (1979), que ha dejado una importante huella tanto en la economía como en las ciencias sociales en general. Si bien la teoría de la utilidad esperada aún sigue siendo la regla de oro frente al proceso de toma de decisiones bajo riesgo, la Teoría de las Perspectivas sirve como complemento ya que responde a *cómo* las personas toman decisiones. Dicha teoría será abordada en profundidad en la próxima sección.

### **Entender que el Santo Grial de la inversión no existe**

Las tendencias del mercado no pueden ser pronosticadas, ni mucho menos reducirse a una fórmula particular. El mercado y sus componentes reales cambian con el tiempo, y con ello también las respuestas psicológicas de sus integrantes, no hay una regla específica ni una forma de actuar para cada situación: no existe el sistema perfecto o también referido por Martin J. Pring en *Investment Psychology Explained* como Santo Grial. Más allá de poder lograr batir al mercado, el verdadero desafío se encuentra en vencerse a uno mismo, en dominar las emociones.

Los individuos, en su búsqueda de ganancias rápidas, se concentran en implementar enfoques y sistemas que prometen ser el verdadero Santo Grial, pero no son más que pequeños círculos psicológicos encubiertos. Al inicio de cada ciclo, el individuo, dominado por un exceso de confianza y entusiasmo, obtiene ganancias iniciales pasando por alto muchos de los inconvenientes que están presentes en el nuevo juego. Luego, con el paso del tiempo, las pérdidas comienzan a acumularse derribando finalmente al sistema implementado mientras se sostiene firmemente “no volver a entrar más al mercado”. Dado que el paso del tiempo actúa como sanador, tarde o temprano se inicia un nuevo ciclo bajo la promesa de que es el nuevo y definitivo Santo Grial.

Tal como sostiene Martin J. Pring, “Después de un tiempo, la persona reflexiva cuestionará este ciclo que se perpetúa a sí mismo (...) Una vez que los participantes del mercado entiendan que el Santo Grial no existe, habrán aprendido una valiosa lección”<sup>9</sup>.

## **Reconocer la influencia de fuerzas emocionales internas y externas**

Cuando una persona adquiere un activo financiero, no solo compromete su dinero, sino también sus emociones, y en consecuencia, sus sesgos se amplifican. Ante esto, el inversionista debe intentar lograr el equilibrio psicológico a través del autocontrol, manteniéndose lo más objetivo posible. Sin embargo, Martin J. Pring, identifica que existen tanto fuerzas internas como externas que pueden afectar la objetividad de los participantes del mercado llevándolos a actuar por impulso.

Por fuerzas internas, se refiere a “la composición psicológica del individuo”, y por fuerzas externas a aquellas que “emanan de elementos tales como colegas, medios de comunicación y los eventos que suceden a nuestro alrededor”.

Estas influencias afectan la actitud de los inversionistas para con el entorno económico y financiero emergente impactando en los precios del mercado financiero. Así, “las fluctuaciones en los precios están determinadas por las esperanzas, los temores y las expectativas de la multitud en su intento de restar importancia a los eventos futuros y sus prejuicios hacia ellos”<sup>10</sup>.

El inversor entonces tendrá que, por un lado, intentar ignorar a la multitud y formar su propia opinión de manera tal que no se vea desviada por influencias externas nocivas y por otro lado, trabajar en reconocer y superar sus propios sesgos para poder actuar con objetividad, debe evaluar las fuerzas internas, sus vulnerabilidades psicológicas y determinar cómo superarlas. Esto último implica diferentes desafíos para cada uno ya que el carácter y la composición psicológica son inherentes a uno mismo: diferentes experiencias, diferentes perspectivas y diferentes características conducen a diferentes prejuicios.

El primer paso en la autoevaluación es entender que el equilibrio mental se encuentra entre dos fuerzas mentales destructivas: el miedo y la codicia. El miedo es “una emoción compleja que adopta muchas formas, como preocupación, susto, alarma y pánico. Cuando se le da

---

<sup>9</sup> Pring, Martin. J. (1993). *Investment Psychology Explained: Classic Strategies to Beat the Markets*. John Wiley & Sons, Inc

<sup>10</sup> Pring, Martin. J. (1993). *Investment Psychology Explained: Classic Strategies to Beat the Markets*. John Wiley & Sons, Inc

rienda suelta al miedo, normalmente se combina con otras emociones negativas como el odio, la hostilidad, la ira y la venganza, alcanzando así un poder destructivo aún mayor. En última instancia, el miedo entre los inversores se manifiesta de dos formas: miedo a perder y miedo a perderse algo”<sup>11</sup>. Por su parte, la codicia se encuentra en “el otro extremo de nuestra composición emocional. Es el resultado de la combinación de exceso de confianza y el deseo de lograr resultados rentables en el menor tiempo posible (...) El problema es que este enfoque rápido está destinado a generar mayor estrés y subjetividad”<sup>12</sup>.

Ahora bien, por su lado, las fuerzas externas representan un gran obstáculo para el inversor dado que afectan negativamente sus emociones impidiendo que piense con claridad. Entre ellas Martin J. Pring destaca el efecto adictivo de las noticias, los chismes y rumores y lo que llama como “The Greener Pastures Effect” o “El efecto de los pastos más verdes”.

#### El efecto adictivo de las noticias

En la actualidad, existe una vasta disponibilidad de noticias al alcance de nuestras manos; un individuo puede acceder de manera casi instantánea y sin inconvenientes a una gran cantidad de datos económicos, noticias de cotización de acciones y fluctuaciones en los precios. Sin embargo, dicha instantaneidad y escasez de reflexión hace que su valor sea cuestionable.

En consecuencia, los inversores generan un efecto dependencia de las noticias cada vez mayor -incluso adictivo en casos extremos- que los lleva a necesitar de las mismas para mantener “estable” su psique emocional.

La solución a la influencia de este factor externo no se encuentra en nunca mirar cotizaciones de precios o ver las noticias, sino en mantener contacto mínimo con dichas fuentes. Martin J. Pring plantea que una posible alternativa para reducir la exposición al desorden no deseado es “estructurar deliberadamente el proceso de toma de decisiones para que las decisiones de compra y venta se tomen solo cuando los mercados están cerrados. Una persona particularmente ocupada puede decidir hacer esto durante el fin de semana cuando es más probable que haya tiempo adecuado para la contemplación y la reflexión. También debe

---

<sup>11</sup> Pring, Martin. J. (1993). *Investment Psychology Explained: Classic Strategies to Beat the Markets*. John Wiley & Sons, Inc

<sup>12</sup> Pring, Martin. J. (1993). *Investment Psychology Explained: Classic Strategies to Beat the Markets*. John Wiley & Sons, Inc

investigar cuando los mercados están inactivos. De esta forma, las noticias tendrán una influencia menos impulsiva en tus decisiones”<sup>13</sup>.

### Chismes y rumores

Hoy en día los términos *chismes* y *rumores* no solamente se refieren a contacto uno a uno -boca en boca- entre brokers y clientes sino también a informes de los periódicos y la televisión, que pueden ser considerados como chisme institucionalizado.

Ante estos casos, el inversor no debe olvidar que él es el único dueño de su dinero y por lo tanto, es el único que debe tomar las decisiones. Entonces, debe utilizar estas informaciones como un recurso de investigación para llegar a conclusiones más esclarecedoras de las que podría haber llegado por su cuenta. Las opiniones no merecen un mayor estudio.

El inversor debe tener en cuenta que para formular una visión sobre la posible dirección futura de los precios, las noticias más recientes sobre el mercado de valores, a menos que sean inesperadas, no suelen ser de utilidad ya que acostumbran estar incorporadas en la estructura de precios, mientras que, las noticias generales al reflejar tendencias económicas y financieras que se desarrollan lentamente pueden ser de utilidad, y al ser más difíciles de detectar, no siempre están incluidas en los precios.

De esta manera, tal como plantea Martin J. Pring “no hay historia hasta que el precio se mueve, pero el movimiento del precio en sí crea la necesidad de una historia porque debe racionalizarse. Cuando se piensa en ello, los informes periodísticos de esta naturaleza son en realidad una forma sofisticada y ampliamente difundida de chismes que presenta opiniones y rumores improvisados”<sup>14</sup>.

### “The Greener Pastures Effect” o “El efecto de los pastos más verdes”

Un sesgo que comúnmente afecta al inversor es aquel que lo lleva a suponer falsamente que “está perdiendo el tren” porque sus inversiones tienen un rendimiento inferior constante.

Al final de cada trimestre, Barron 's, Money y otras revistas y periódicos financieros realizan informes sobre el desempeño de los principales fondos mutuos, enfatizando en aquellos que tuvieron una mejor *performance*. Estadísticamente, muy pocos inversores son los afortunados

---

<sup>13</sup> Pring, Martin. J. (1993). *Investment Psychology Explained: Classic Strategies to Beat the Markets*. John Wiley & Sons, Inc

<sup>14</sup> Pring, Martin. J. (1993). *Investment Psychology Explained: Classic Strategies to Beat the Markets*. John Wiley & Sons, Inc

que invirtieron en esos fondos, llevándolo al inversor promedio a pensar que sus inversiones están funcionando mal.

Antes de caer en una espiral de irreflexión, el inversor debe recordar que los fondos enlistados rara vez se mantienen en la cima. “A menudo, los fondos de la lista han logrado su posición simplemente porque su filosofía de inversión está de moda o porque representan un sector de mercado particular, como la biotecnología o las acciones de oro. Estos fondos normalmente no permanecen en la lista de los mejores por más de uno o dos trimestres, porque su estilo o el sector que reflejan sólo puede superar al mercado por un período limitado. Consiguen naturalmente la atención de los medios porque el éxito hace noticia.”<sup>15</sup>

Es así como se puede observar muchos inversores que, comparando su rendimiento con el de unos pocos que lograron altos rendimientos temporalmente, deciden no mantener sus posiciones hoy improductivas cayendo en la impaciencia.

## **Los seis principios de la Economía del Comportamiento**

David Laibson y John A. List enumeran seis principios propios de la Economía del Comportamiento. Ellos son:

*I. La gente intenta elegir la mejor opción posible, pero a veces no lo consigue.*

Los individuos intentan optimizar pero puede ser que ocasionalmente cometan errores, los cuales son parcialmente predecibles. Sin embargo, se considera que cuanto mayor sea la experiencia y capacitación del agente, mayor será la probabilidad de que tome mejores decisiones. Por ejemplo: los consumidores cambian de plan de internet y servicio de televisión por cable a medida que adquieren experiencia.

*II. A las personas les importa (en parte) cómo se comparan sus circunstancias con los puntos de referencia.*

Según los autores, “importa si una persona está perdiendo o ganando en relación con su punto de referencia”. Las pérdidas ganan mucho más peso que las ganancias, lo que se denomina aversión a las pérdidas (Kahneman y Tversky 1979), concepto que abordaremos en profundidad más adelante.

---

<sup>15</sup> Pring, Martin. J. (1993). *Investment Psychology Explained: Classic Strategies to Beat the Markets*. John Wiley & Sons, Inc

Este fenómeno impacta en las transacciones de mercado, así, la aversión a las pérdidas perjudica el comercio, ya que por cada operación se producen dos pérdidas y dos ganancias (el comprador tiene una pérdida y una ganancia y el vendedor también), y las pérdidas se ponderan más que las ganancias. En consecuencia, las personas tienden a aferrarse a sus dotaciones (Thaler, 1980).

*III. Las personas tienen problemas de autocontrol*

En el modelo económico tradicional, el agente económico actúa de acuerdo a sus buenas intenciones. En la realidad, los individuos necesitan fuerza de voluntad para decidir acorde a lo que es óptimo, que no necesariamente es lo que prefieren. Por ejemplo, se comprometen a trabajar duro en pos de un objetivo (hacer dieta, hacer ejercicio, dejar de fumar, o ahorrar para la jubilación) y luego incumplen en el último segundo.

*IV. Aunque nos preocupamos principalmente por nuestros propios beneficios materiales, también nos preocupamos por las acciones, intenciones y beneficios de los demás, incluso de personas ajenas a nuestra familia*

Esto se puede presentar de diversas formas sistemáticas, especialmente reciprocidad negativa, aversión al riesgo y presión social.

*V. A veces el intercambio de mercado hace que los factores psicológicos dejen de importar, pero muchos factores psicológicos importan incluso en los mercados*

En un mundo ideal, si el mercado bursátil estuviese formado en su mayoría por participantes perfectamente racionales, las creencias de los inversores con sesgos conductuales no impulsarían el precio de las acciones sino que se mantendrían en su nivel racional. Sin embargo, caso contrario, en el mundo real los inversores sesgados constituyen una gran parte del mercado de activos total y por lo tanto, sus creencias importan e impactan en los precios.

*VI. En teoría, limitar las opciones de las personas podría protegerlas parcialmente de sus sesgos de comportamiento, pero en la práctica, el paternalismo de mano dura tiene un historial mixto y a menudo es impopular*

Las ideas conductuales sostienen que las políticas paternalistas podrían ser útiles en la medida que el gobierno tenga buenas intenciones y sea sofisticado. Sin embargo, los

autores identifican nuevos problemas planteados por el paternalismo de mano dura. “En primer lugar, algunos actores gubernamentales actúan en beneficio propio, por lo que darles mayores poderes de paternalismo tal vez no mejoren la vida para el resto de nosotros. En segundo lugar, los actores gubernamentales son propensos a cometer el mismo tipo de errores que todos los demás cometen: por ejemplo, exceso de confianza”<sup>16</sup>.

Teniendo esto en cuenta, si bien los economistas conductuales muestran interés en ampliar cuidadosamente el alcance de las políticas paternalistas, dudan y se mantienen cautelosos acerca de abrir las compuertas.

## **Sección II: La aversión a las pérdidas o Loss Aversion**

### **La Teoría de las Perspectivas y el concepto de Loss Aversion o Aversión a las pérdidas**

En 1979 dos psicólogos, Amos Tversky y Daniel Kahneman propusieron, como alternativa a la Teoría de la Utilidad, un trabajo conocido como *Teoría de las Perspectivas*, que tal como sostiene Liyan Yang “ofrece una manera sensata de entender cómo las personas piensan sobre el riesgo”<sup>17</sup>. El modelo se centra en la manera en la que las personas toman decisiones que involucran riesgos y ganancias y, a diferencia de la Teoría de la Utilidad, postula que las personas no toman decisiones de manera objetiva y racional sino que son influenciadas por diversos factores, como la forma en la que se les presenta la información y cómo perciben las ganancias y pérdidas.

Dentro de la Teoría de las Perspectivas se pueden distinguir dos fases en el proceso de elección: en primer lugar la edición y posteriormente la evaluación. “La fase de edición consiste en un análisis preliminar de las perspectivas ofrecidas, que a menudo arroja una representación más sencilla de estas perspectivas. En la segunda fase, se evalúan las perspectivas editadas y quien toma las decisiones elige aquella de mayor valor. Luego se delinea esta última fase y se desarrolla un modelo formal de la fase de evaluación”<sup>18</sup>. En otras

---

<sup>16</sup> Laibson, D., & List, J. A. (2015). *Principles of (Behavioral) Economics*. The American Economic Review, 105(5), 385–390. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/43821914>

<sup>17</sup> Yang, L. (2019). *Loss Aversion in Financial Markets*. *Journal of Mechanism and Institution Design*, 4(1), 119–137. Disponible en <https://doi.org/10.22574/jmid.2019.11.005>

<sup>18</sup> Kahneman, Daniel, y Amos Tversky. *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. *Econometrica* 47, no. 2 (1979): 263–91. Disponible en <https://doi.org/10.2307/1914185>

palabras, la fase de edición contribuye a simplificar la evaluación y elección posterior al organizar y reformular las opciones.

A su vez, se plantea que la percepción y comprensión del entorno por parte de las personas están alineadas con la evaluación de cambios o diferencias en lugar de magnitudes absolutas. Esto significa que, para los individuos, el valor se mide en base a cambios en la riqueza o en el bienestar, en lugar de estadios finales. “El contexto pasado y presente de la experiencia define un nivel de adaptación o punto de referencia, y los estímulos se perciben en relación con este punto de referencia. (...) Así, el mismo nivel de riqueza puede implicar pobreza para una persona y grandes riquezas para otra, dependiendo de sus activos actuales, [...] Por lo tanto, una característica destacada de las actitudes ante los cambios en el bienestar es que se avecinan pérdidas mayores que las ganancias; el agravamiento que uno experimenta al perder una suma de dinero parece ser mayor que el placer asociado con ganar la misma cantidad”<sup>19</sup>.

De esta manera, una de las características más destacadas de la *Teoría de las Perspectivas* es el concepto de la *aversión a las pérdidas*, la cual es considerada una forma de evaluar las decisiones en contexto de incertidumbre. Se trata de un sesgo cognitivo que lleva a que las personas, a pesar de obtener tanto placer por las ganancias como dolor por las pérdidas, sean más sensibles a las pérdidas que a las ganancias.

## **La influencia e implicaciones de la aversión a las pérdidas en el mercado financiero**

Tal como afirma Liyan Yang, para los inversores financieros la aversión a las pérdidas “ayuda a explicar su renuencia a asignar cualquier dinero al mercado de valores (el rompecabezas de la no participación), su negativa a mantener una cartera bien diversificada si deciden participar en el mercado de valores (el rompecabezas de la sub diversificación) y su tendencia a vender acciones con mejor rendimiento que las de peor rendimiento (el efecto disposición)”<sup>20</sup>.

La principal influencia de la aversión a las pérdidas en el mercado financiero es sobre la actitud que toman las personas frente al riesgo. En primer lugar, un inversor que es averso a las pérdidas es reactivo a los riesgos, es decir, tiende ser más reactivo en aceptar un trato que

---

<sup>19</sup> Kahneman, Daniel, y Amos Tversky. *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. *Econometrica* 47, no. 2 (1979): 263–91. Disponible en <https://doi.org/10.2307/1914185>

<sup>20</sup> Yang, L. (2019). *Loss Aversion in Financial Markets*. *Journal of Mechanism and Institution Design*, 4(1), 119–137. Disponible en <https://doi.org/10.22574/jmid.2019.11.005>

ofrece una recompensa incierta y se encuentra más dispuesto a aceptar un trato con mayor certidumbre, pero por el cual obtiene una recompensa posiblemente menor. De esta manera, este comportamiento lleva a que los individuos sean aversos al riesgo por ser aversos a las pérdidas y contribuye a explicar el enigma de la no participación. En segundo lugar, en negociaciones con inversores que no tienen aversión a las pérdidas, aquellos que sí la tienen tienden a elegir una tenencia cero del activo de riesgo. En tercer lugar, “la aversión a las pérdidas puede provocar una actitud ante el riesgo que varía en el tiempo. Los investigadores han identificado esta aversión al riesgo cambiante generalmente a través de dos enfoques: tomando prestada evidencia psicológica que sugiere que la sensibilidad a la pérdida depende de ganancias y pérdidas anteriores, o de la identificación del desajuste entre los intervalos de decisión y los intervalos de evaluación (por ejemplo, un inversor negocia acciones todos los meses durante el año, pero sólo obtiene utilidad de aversión a pérdidas de las ganancias y pérdidas acumuladas al final del año). Una actitud de riesgo que varía en el tiempo puede generar un exceso de volatilidad y previsibilidad de rendimiento de las acciones al afectar la compensación que un inversor reacio a las pérdidas requeriría para mantener un activo riesgoso”<sup>21</sup>.

Sin embargo, la aplicación de la aversión a las pérdidas en el mercado financiero no es tan simple y requiere de muchas suposiciones auxiliares. A continuación se describen cuatro cuestiones sobre las cuales los inversores deben realizar suposiciones en las aplicaciones financieras de la aversión a las pérdidas según Liyan Yang.

- I. Determinar si al evaluar sus inversiones financieras en múltiples activos las personas se involucran en una “contabilidad mental” o “marco estrecho”. Por ejemplo, una persona posee dos acciones en su cartera, Microsoft y Amazon, y a lo largo del año sus participaciones en Amazon aumentaron en valor 1.000 dólares mientras que sus tenencias de Microsoft bajaron 1.000 dólares. Este inversor puede evaluar el rendimiento de su inversión de dos formas: el marco amplio implica observar el rendimiento general de la cartera, en cuyo caso registraría \$0 de ganancia/pérdida; alternativamente el marco estrecho consiste en evaluar el rendimiento de cada acción por separado, y así el inversor estaría conforme por el rendimiento de su acción en Amazon pero frustrado por el de su acción en Microsoft.

---

<sup>21</sup> Yang, L. (2019). *Loss Aversion in Financial Markets*. *Journal of Mechanism and Institution Design*, 4(1), 119–137. Disponible en <https://doi.org/10.22574/jmid.2019.11.005>

- II. Tener en cuenta los “puntos de referencia”, es decir, determinar en base a que se medirán las ganancias y/o pérdidas. Por ejemplo, un punto de referencia puede ser el precio al cual se compró la acción. De esta manera, cuando el valor de la acción excede el precio de compra se obtiene una ganancia.
- III. La frecuencia con la cual se evalúan las ganancias y pérdidas. “En relación con esto, la frecuencia de negociación puede ser bastante diferente de la frecuencia de evaluación. Por ejemplo, un inversor compró una acción a \$1,000 al comienzo del año. En junio, su valor baja a \$500, pero en diciembre, su valor sube hasta \$1,500. El inversor podría contar esta inversión como una ganancia total de \$500 (esto sería así si obtiene utilidad de las ganancias y pérdidas anuales), o contarlo como una pérdida de \$500 y una ganancia de \$1,000 (si piensa en las ganancias y pérdidas en un frecuencia semestral)”<sup>22</sup>.
- IV. Por último, determinar si es necesario obtener beneficios comerciales para que se cuenten como una ganancia o una pérdida.

## **El efecto disposición**

En lo que al comportamiento individual se refiere, tal como mencionamos anteriormente la aversión a las pérdidas lleva a que los individuos sean más sensibles a las pérdidas que a las ganancias. De esta manera, dada la volatilidad en el rendimiento de las acciones, mantener acciones es entonces para las personas una potencial fuente de pérdidas, y en consecuencia, se vuelven reacios a invertir en el mercado de valores.

El efecto disposición hace referencia a la manera en la que las personas negocian los activos a lo largo del tiempo. Según este efecto, los inversores tienden a vender activos que han aumentado su valor desde la compra para asegurarse ganancias (efecto de realización) y retener aquellos que han disminuido su valor desde la compra con la esperanza de que recuperen su valor en un futuro (efecto de retención).

Este fenómeno revela que los inversores tienden a por un lado, realizar ganancias rápidamente al vender un activo que ha aumentado su valor desde la compra, influenciados por el deseo de materializar y asegurar las ganancias obtenidas, y por otro lado, a retener pérdidas al mantener en cartera un activo que ha disminuido su valor desde la compra con la

---

<sup>22</sup> Yang, L. (2019). *Loss Aversion in Financial Markets*. *Journal of Mechanism and Institution Design*, 4(1), 119–137. Disponible en <https://doi.org/10.22574/jmid.2019.11.005>

esperanza de que el precio se recupere en el futuro, esto es explicado mayormente por la reticencia para admitir la pérdida.

El efecto disposición puede conducir a decisiones subóptimas en términos de gestión de cartera y maximización de ganancias, ya que puede llevar a los inversores a tomar decisiones basadas en el apego a las ganancias o la aversión a las pérdidas.

## **Distinción entre la aversión a las pérdidas y la aversión al riesgo**

La aversión a las pérdidas y la aversión al riesgo son dos conceptos diferentes y como tales, tienen distintas influencias en las decisiones financieras de las personas.

Por un lado, la aversión al riesgo implica actitud de rechazo ante el riesgo financiero. Un inversor averso al riesgo considera solamente aquellos activos que ofrecen una compensación por el riesgo a través de una prima de riesgo. Así, cuando un inversor reacio al riesgo debe elegir entre dos inversiones con rendimientos esperados similares, pero riesgos diferentes, preferirá aquella con menor riesgo. De manera similar, cuando debe elegir entre dos inversiones, una que ofrece mayor rendimiento (pero a su vez tiene más riesgo) que la otra, elegirá aquella que es menos riesgosa a pesar de recibir un rendimiento menor.

Por otro lado, tal como se ha explicado, la aversión a las pérdidas significa que una pérdida resta de la utilidad o felicidad de una persona en mayor medida de lo que una ganancia contribuye a su utilidad o felicidad.

De esta manera, la aversión al riesgo puede llevar a los inversores a no comprar ciertos tipos de activos riesgosos, mientras que, la aversión a las pérdidas puede conducir a los individuos a administrar sus inversiones de manera subóptima. Tal como ejemplifica Dr. Vicki Bogan en su trabajo "*Risk Aversion vs Loss Aversion: What is the big difference?*"<sup>23</sup>, ante la caída significativa del valor de una acción, el tenedor de la misma debería venderla pero, dado que vender significa para el inversor sufrir y aceptar una pérdida puede resistirse a hacerlo, a pesar de que ello sea lo más óptimo y razonable de hacer. En consecuencia, el sentimiento de pérdida puede llevar a un inversor a mantener en su cartera una acción con bajo rendimiento, impidiéndole tomar una decisión financiera acertada.

---

<sup>23</sup> Dr Bogan, Vicki. (n.d.). *Risk Aversion vs Loss Aversion: What is the big difference?* Preparado Para Hartford Funds Como Parte De "Human Centric Investing" Para Asesores Financieros.

### **III. Diseño del experimento**

#### **Hipótesis**

El objetivo de este trabajo es analizar si la aversión a las pérdidas se encuentra presente en el mercado financiero e influye en las decisiones de inversión de los argentinos en contexto de incertidumbre económica. De este modo, se realizará un cuestionario que consta con quince preguntas, de las cuales ocho se plantearon como situaciones hipotéticas.

La utilización de preguntas hipotéticas permite explorar cómo las personas podrían actuar en situaciones que aún no han experimentado, proporciona perspectivas valiosas sobre sus preferencias y valores y alienta a los participantes a reflexionar sobre sus propias actitudes.

#### **Metodología**

La metodología elegida consiste en una encuesta, la cual se basa en la recopilación de información a través de preguntas formuladas a una muestra de participantes con el objetivo de comprender sus actitudes, comportamientos y sesgos.

La recolección de datos se realizó de manera digital, utilizando la herramienta gratuita en línea proporcionada por Google, *Google Forms*. Durante la realización del trabajo se presentó a los individuos un cuestionario (Anexo A) que podía ser completado en no más de diez minutos de manera individual y totalmente anónima.

El tamaño de la muestra esperado es de un mínimo de 40 participantes, principalmente orientado a alumnos universitarios o profesionales que participen en el mercado financiero actualmente o tengan conocimiento del mismo, con el objetivo de lograr alcanzar 50 respuestas. El tamaño final de la muestra fue de 64 respuestas, con participantes con rango de edad promedio entre 18 y 25 años, cuyas respuestas fueron recolectadas desde el jueves 17 de octubre de 2023 hasta el viernes 20 de octubre de 2023.

Cabe aclarar que la presente investigación tiene limitaciones en sí misma, ya sea tanto por la metodología elegida para la recolección de respuestas como por las preguntas seleccionadas para tal fin. Si bien como mencionamos anteriormente existen ventajas en la implementación de preguntas hipotéticas, su aplicación puede a su vez no reflejar necesariamente como una persona realmente actuaría en una situación concreta, puede llevar a que las personas tengan dificultades para imaginar cómo se comportarían en una situación que aún no han

experimentado, las preguntas pueden interpretarse de diferente manera según el encuestado o encontrarlas demasiado complejas o confusas.

Tal como advirtieron Daniel Kahneman y Amos Tversky “La dependencia de opciones hipotéticas plantea preguntas obvias sobre la validez del método y generalización de los resultados (...). Las opciones reales pueden investigarse en el campo, mediante observaciones naturalistas o estadísticas del comportamiento económico, o en el laboratorio. Los estudios de campo sólo pueden proporcionar pruebas bastante toscas de predicciones cualitativas porque las probabilidades y utilidades no pueden medirse adecuadamente en tales contextos. Se han diseñado experimentos de laboratorio para obtener resultados precisos de utilidad y probabilidad de elecciones reales, pero estos estudios experimentales suelen implicar apuestas rebuscadas con juegos pequeños y un gran número de repeticiones de problemas muy similares. Estas características del juego de laboratorio complican la interpretación de los resultados y restringen su generalidad. Por defecto, el método de elecciones hipotéticas emerge como el método más simple mediante el cual se puede investigar un gran número de cuestiones teóricas. El uso del método se basa en la suposición de que las personas a menudo saben cómo comportarse en situaciones reales de elección, y bajo el supuesto adicional de que los sujetos no tienen ninguna razón especial para ocultar sus verdaderas preferencias”<sup>24</sup>.

## **Diseño del experimento**

En el Anexo A se puede observar la encuesta completa que se le presentó a los participantes, totalmente anónima y pensada para que pueda ser completada en cinco minutos aproximadamente. Dentro de la misma, existen dos secciones.

La primera sección es utilizada a modo de introducción, en donde se toman datos sobre las características de los participantes que servirán para el posterior análisis: rango de edad, sexo, ocupación, se les pregunta si han realizado alguna vez una inversión en el mercado argentino, si se ven menos incentivados a invertir en el contexto actual y si, de ser así, se lo atribuyen a ciertos factores como la falta de visibilidad y predictibilidad, el riesgo elevado, la volatilidad del mercado, la falta de confianza en la política y la dirección económica, los costos de financiamiento más altos, la falta de claridad sobre políticas regulatorias y fiscales y/o las

---

<sup>24</sup> Kahneman, Daniel, y Amos Tversky. *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. *Econometrica* 47, no. 2 (1979): 263–91. Disponible en <https://doi.org/10.2307/1914185>

altas tasas efectivas de impuestos; también se les comenta la definición de aversión a las pérdidas y se les pregunta si alguna vez escucharon hablar de la misma.

En la segunda sección se presentarán las preguntas hipotéticas, las cuales son adaptaciones de las presentes en los trabajos *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk* de Daniel Kahneman and Amos Tversky y *Loss Aversion In Financial Markets* de Liyan Yang, ajustadas al contexto económico local y al inversor argentino promedio. Las preguntas elegidas están asociadas en su mayoría a probabilidades, invitando al encuestado a tomar decisiones bajo incertidumbre.

### **Esquema de posibles conclusiones**

Las conclusiones que se obtendrán dependerán en su totalidad de las respuestas de los participantes dado que el posterior análisis se realizará en base a las mismas.

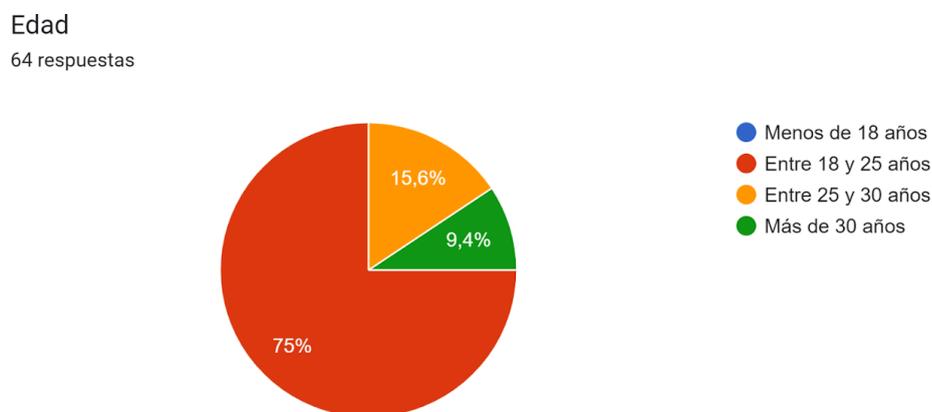
Sin embargo, dadas las conclusiones previamente alcanzadas por Kahneman, Tversky y Yang en sus trabajos, se espera que los individuos demuestran en sus respuestas su aversión a las pérdidas y una mayor tendencia a preferir una pérdida probable, aunque mayor, por sobre una pérdida menor segura y, caso contrario, elegir una ganancia segura sobre una ganancia mayor meramente probable. A su vez, se espera que la mayoría de los encuestados no elijan las respuestas más adecuadas y racionales para la situación que se les presenta como consecuencia de la influencia de la aversión a las pérdidas sobre ellos.

## IV. Resultado del experimento

### Observaciones preliminares

La muestra obtenida fue de 64 participantes, 44 de los cuales fueron hombres (68,8%) y el restante mujeres (31,3%).

A su vez, el 75% de la muestra se concentró entre los 18 y 25 años, el 15,6% tenía entre 25 y 30 años y solo el 9,4% más de 30 años.



De esta manera, se puede decir que la mayoría de la muestra son jóvenes, estudiantes y/o profesionales, construyendo su carrera laboral en distintos ámbitos, en su mayoría con conocimientos financieros. Se agruparon en las siguientes categorías.

Profesión	Cantidad de participantes
Estudiante	23
Analistas (financieros; trading; inversiones; riesgo crediticio; data analyst)	18
Empleado bajo relación de dependencia (administrativo; bancario)	16
Economista	4
Pasante	2
Dueño	1
Docente e investigador	1
Trabajador independiente	1
Ingeniero en sistema	1
Desarrollador	1
Comerciante	1

A su vez, se logró el objetivo inicial de que la muestra esté integrada mayormente por individuos con participación en el mercado financiero, siendo un total de 54 personas (84,4%) aquellos que alguna vez realizaron una inversión en el mercado argentino.

Por otro lado, se pudo observar que un poco más de la mitad de la muestra (57,8%) se ve menos incentivada por el contexto económico actual a realizar una inversión, mientras que el 42,2% restante no parece encontrar en la incertidumbre económica un obstáculo a la hora de tomar sus decisiones de inversión.

Aquellos que se ven des-incentivados a invertir en la actualidad se lo atribuyen mayormente a la falta de confianza en la política y la dirección económica; a la volatilidad del mercado; a la falta de claridad sobre políticas regulatorias y fiscales; a la falta de visibilidad y predictibilidad y al riesgo elevado.

En primer lugar, la falta de confianza en la política y dirección económica refiere a la falta de confianza hacia los líderes políticos y las decisiones económicas, ya sea por percepciones de corrupción, falta de transparencia, incumplimiento de promesas vacías, inestabilidad económica o desigualdad de oportunidades.

En segundo lugar, la volatilidad del mercado se refiere a fluctuaciones bruscas e impredecibles en los valores de los activos financieros. Si bien esto puede generar oportunidades de inversión, también riesgos significativos, afectando la confianza de los inversionistas, la estabilidad financiera y la toma de decisiones.

En tercer lugar- y por igual- la falta de claridad sobre políticas regulatorias y fiscales y a la falta de visibilidad y predictibilidad. Por un lado, la falta de claridad sobre políticas regulatorias y fiscales hace referencia a la ausencia de transparencia, consistencia y comprensión en las normativas gubernamentales que rigen aspectos económicos y comerciales debido a falta de comunicación efectiva de las autoridades o inconsistencias entre políticas a corto y largo plazo. Por otro lado, la falta de visibilidad y predictibilidad indica la incapacidad de anticipar o comprender con claridad los eventos futuros, lo que afecta la planificación estratégica, la gestión de riesgos y la eficacia de las operaciones empresariales, disminuyendo la confianza de los inversores y la estabilidad en diversos ámbitos.

Y, por último, el riesgo elevado se manifiesta cuando hay una mayor posibilidad de que ocurran sucesos imprevistos, inesperados o con consecuencias graves debido a factores como

la incertidumbre, la volatilidad o la exposición a condiciones adversas del mercado. Como consecuencia, se pueden generar pérdidas financieras significativas, afectar la estabilidad de negocios e inversiones, y requerir estrategias de mitigación de riesgos más sólidas.



La última pregunta, previa a las situaciones hipotéticas, introduce al participante al concepto de aversión a las pérdidas para evaluar su familiaridad con el mismo. Como resultado, el 79,7% de la muestra ha escuchado hablar alguna vez de este sesgo cognitivo.

### Resultados de las preguntas hipotéticas

Como se ha mencionado en la sección anterior, las situaciones hipotéticas elegidas están basadas en aquellas presentes en *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk* de Daniel Kahneman y Amos Tversky y *Loss Aversion In Financial Markets* de Liyan Yang, pero adaptadas al contexto actual argentino.

Cuatro de las ocho preguntas hipotéticas presentes en la encuesta le plantean al participante la misma situación, con la diferencia que en una se le plantea sobre la posibilidad de ganar y en la otra sobre perder, con el objetivo de analizar la sensación de pérdida de cada uno.

Dicho esto, a continuación se presenta una tabla comparativa con los resultados elegidos para su análisis.

<b>Posibles perspectivas</b>	<b>Respuestas</b>
Situación hipotética N1 (ARS 300.000, 0,45) < (ARS 150.000, 0,90)	N[10] < N[54]
Situación hipotética N2 (ARS 300.000, 0,01) > (ARS 150.000, 0,02)	N[48] > N[16]
Situación hipotética N3 (ARS -300.000, 0,01) < (ARS -150.000, 0,02)	N[25] < N[39]
Situación hipotética N4 (ARS 200.000) > (ARS 210.000, 0,8 ; 0, 0,2)	N[61] > N[3]
Situación hipotética N5 (ARS -200.000) < (ARS -210.000, 0,8 ; 0, 0,2)	N[3] < N[61]

Como primera observación, en la situación hipotética N1 las probabilidades de ganar son sustanciales y en consecuencia, los individuos eligen aquel resultado en donde la probabilidad de ganar es más elevada. Sin embargo, en la segunda situación, cuando la probabilidad de ganar es extremadamente baja pero las ganancias se mantienen sin cambios, la mayoría elige aquella cuya ganancia es mayor.

De esta manera, cuando la probabilidad de ganar es relativamente elevada para ambos resultados, las personas tienden a optar por aquella cuya probabilidad de ganar es mayor, aunque la ganancia sea menor. Mientras que, cuando la probabilidad de ganar es muy baja en ambos resultados, los individuos suelen preferir aquella con una mayor ganancia, aunque la

probabilidad sea menor. Es decir, para probabilidades altas eligen según mayor probabilidad y, para probabilidades bajas eligen según mayor ganancia.

Ahora bien, las situaciones hipotéticas N2 y N3 pueden leerse como opuestas, es decir, en la situación N2 se le ofrece al participante la opción de ganar ARS 300.000 con una probabilidad de 1% o ganar ARS 150.000 con una probabilidad de 2%. Contrariamente, en la situación N3 el participante debe elegir entre perder ARS 300.000 con una probabilidad de 1% o perder ARS 200.000 con una probabilidad de 2%. Mismas probabilidades, pero en una situación la persona está eligiendo cuánto quiere ganar y en otra cuánto está dispuesto a perder. Las respuestas indican que los individuos tienden a elegir aquella perspectiva cuya ganancia es mayor y su probabilidad de ganar menor y aquella perspectiva cuya pérdida es menor pero su probabilidad de ganar mayor. Se puede observar entonces que, por un lado, los resultados se alinean con la tendencia de las personas a buscar maximizar sus ganancias y preferir mayores recompensas, incluso si la probabilidad de alcanzarlas es menor, y por otro lado, los resultados sugieren que las personas tienen una tendencia a minimizar sus pérdidas, incluso si la probabilidad de incurrir la pérdida es relativamente más alta.

Williams ha demostrado que una inversión de los resultados produce un cambio de la aversión al riesgo a la búsqueda de riesgo. A su vez, Fishburn y Kochenberger mostraron que al elegir entre perspectivas negativas, prevalece la búsqueda de riesgos. Es así como, cuando los resultados de una situación se invierten o cambian, las personas podrían optar por tomar más riesgos cuando los resultados esperados cambian a pérdidas, pasando de evitar al riesgo a buscar activamente resultados riesgosos y elegir aquella opción cuya probabilidad de perder es mayor.

Este comportamiento también se observó en los individuos en las situaciones hipotéticas N4 y N5. En la situación N4 los participantes deben elegir entre ganar ARS 200.000 con certeza y ganar ARS 200.000 con una probabilidad de 80% o nada con una probabilidad de 20%. De manera inversa, en la situación N5 se les plantea perder ARS 200.000 con certeza o ARS 210.000 con una probabilidad de 80% o nada con una probabilidad de 20%. En los resultados se puede observar que los individuos tienden a preferir la opción de ganar con certeza pero tienden a optar por la opción en la cual perder es probable -no cierto- aun si la pérdida probable es mayor que la pérdida certera y las probabilidades de perder son muy elevadas.

Ante esto, tal como sostuvieron Daniel Kahneman y Amos Tversky<sup>25</sup> se podría interpretar que la certeza aumenta tanto la aversión a las pérdidas como la deseabilidad de las ganancias, es decir, las personas prefieren evitar pérdidas seguras, incluso si la alternativa implica una pérdida potencialmente mayor pero con una probabilidad más baja, y a su vez prefieren ganancias seguras a opciones que involucran posibles resultados positivos.

Cabe aclarar que si bien para la realización de las preguntas se utilizaron probabilidades muy bajas, lo que se puede llegar a objetar como influyente en las decisiones de los individuos, y en consecuencia, en la interpretación de los resultados, Daniel Kahneman y Amos Tversky en *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk* también incluyeron perspectivas con mayores probabilidades y el comportamiento de los individuos se mantuvo en la misma línea que en el presente trabajo.

Continuando con la interpretación de los resultados, en la situación hipotética N6 se le planteó al participante lo siguiente:

*Usted está manteniendo una acción cuyo valor se mantenía en aumento pero de pronto cae en un 35%. ¿Qué haría?*

- A) *La seguiría manteniendo en su cartera con la expectativa de que su valor recupere su tendencia y aumente en un futuro cercano.*
- B) *La vendería y asumiría la pérdida.*

En los resultados se observó que 58 personas (90,6% de la muestra) eligieron la opción A, seguir manteniendo la acción en cartera, mientras que solo 6 personas (9,4%) la venderían asumiendo la pérdida. La elección mayoritaria es un claro reflejo de la tendencia humana hacia la aversión a las pérdidas, es decir, una manifestación del rechazo a asumir la pérdida realizando la venta, prefiriendo mantener la acción en cartera con la esperanza de recuperar el valor perdido en el futuro a pesar de que mantenerla implique perder dinero.

De la misma manera, se les propuso la situación hipotética N7 descrita a continuación.

*Usted está evaluando ingresar al mercado bajo la creencia de que los precios subirán significativamente, dígame un 30%, en el transcurso del próximo año. Después de un par de*

---

<sup>25</sup> Kahneman, Daniel, y Tversky, Amos. *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. *Econometrica* 47, no. 2 (1979): 263–91. Disponible en <https://doi.org/10.2307/191418>

*semanas, la acción ha avanzado un 15%. Luego sufre una corrección menor en su valor que no tiene absolutamente ninguna relevancia en lo que respecta al potencial a largo plazo. ¿Qué hace usted?*

*A) Sale de la operación.*

*B) Se queda.*

La mayoría de los participantes (89,1%) decidió quedarse en la operación, mientras que sólo el 10.9% prefirió salir. En estos últimos se denota un grado superior de aversión a las pérdidas que en quienes eligieron la opción A. Tal como sostiene Martin J. Pring en *Investment Psychology Explained*, una razón detrás de este comportamiento puede ser el miedo del inversionista a perder motivado por experiencias de contratiempo anteriores; pueden pensar que la probable corrección a corto plazo puede empujar el precio por debajo de su punto de entrada, obligándolo a asumir otra pérdida. Sea cual fuese el motivo detrás de su elección en irse de la operación, el inversionista ha desviado su atención y se ha enfocado en lo que el mercado puede quitarle, su decisión se apoya en un cambio de las percepciones no acompañada por una alteración en el entorno externo dado que, tal como se enfatiza en la descripción de la situación, la corrección no tiene absolutamente ninguna relevancia en su potencial de largo plazo.

Para concluir, en la situación hipotética N8 se les planteó la siguiente circunstancia.

*En enero usted ha invertido ARS 100.000 en una acción y evaluará esta inversión en función de las ganancias o pérdidas acumuladas a finales de diciembre. Durante cualquier período de seis meses, el rendimiento de las acciones puede ser del 11% con una probabilidad de 75%, o -23% con una probabilidad de 25%. En junio, seis meses después, la inversión en acciones ha subido a ARS 111.000 (=100.000\*(1+11%)). ¿Qué hará ahora?*

*A) Vender la acción y recibir ARS 111.000.*

*B) Seguir manteniendo la acción pudiendo ésta subir o bajar hasta diciembre.*

El 57.8% de los participantes eligieron seguir manteniendo la acción sin saber cuál será su comportamiento futuro, mientras que, el 42,2% prefirió venderla y recibir ARS 111.000.

Ahora bien, evaluemos a cuánto subirá el monto de la inversión de aquellos que eligieron la opción B, si a finales de diciembre las acciones continúan subiendo:

*Valor acción diciembre = Valor acción actual \* (1 + % rendimiento si sube)*

*Valor acción diciembre = ARS 111.000 \* (1 + 0,11)*

*Valor acción diciembre = ARS 123.210*

Generando una ganancia total de ARS 23.210 con una probabilidad de 0,75.

Caso contrario, analizemos cuanto caera la inversion si a finales de diciembre las acciones caen:

*Valor acción diciembre = Valor acción actual \* (1 - rendimiento si cae)*

*Valor acción diciembre = ARS 111.000 \* (1 - 0,23)*

*Valor acción diciembre = ARS 85.470*

Generando una pérdida total de ARS 14.530 con una probabilidad de 0,25.

De esta manera, el valor de quedarse con la opción es igual a:

*Valor de mantener la acción = ARS 23.210 \* 0,75 - 2 \* ARS 14.530 \* 0,25*

*Valor de mantener la acción = ARS 10.142,5*

Lo que es menor al valor que se hubiese obtenido de vender la acción en junio, luego de su primera suba.

Entonces, la opción elegida por la mayoría de los participantes de mantener la acción en cartera refleja en cierta medida el efecto de retención del efecto disposición, los inversores, motivados por la deseabilidad de las ganancias, optan por retener una inversión ganadora y esperar que su valor continúe aumentando, en lugar de venderla y asegurar la ganancia, incluso a riesgo de que el valor puede disminuir en diciembre.

## V. Conclusiones finales

La economía del comportamiento, junto con la Teoría De Las Perspectivas de Kahneman y Tversky, proporcionaron un marco valioso para comprender cómo las personas toman decisiones financieras, especialmente en entornos de incertidumbre económica. Han demostrado que los factores psicológicos y emocionales tienen un impacto significativo en el comportamiento inversor.

La aversión a las pérdidas se identifica como una influencia poderosa en las decisiones de inversión; los individuos tienden a ser más sensibles a las pérdidas que a las ganancias equivalentes, lo que lleva a comportamientos conservadores y a una mayor propensión a evitar riesgos en situaciones de incertidumbre. Este sesgo influye en el comportamiento del inversor al momento de formar su cartera de inversión, llevándolo a optar por activos menos riesgosos o mantener posiciones estables incluso en momentos de volatilidad del mercado y siendo más reacios a mantener una cartera bien diversificada si deciden participar en el mercado de valores o a asignar cualquier dinero al mercado de valores.

Por su parte, el efecto disposición puede encontrarse más presente en periodos de incertidumbre económica, cuando la reticencia a asumir pérdidas y la expectativa de que el activo recupere o mantenga su valor son más pronunciadas e influyen en gran medida en las decisiones del inversor, limitándolo a ajustar su cartera según las condiciones cambiantes del mercado.

Durante periodos de incertidumbre económica los inversores pueden volverse más cautelosos, pueden sentirse menos seguros al evaluar el riesgo y las rentabilidades de las inversiones potenciales. Los participantes de la encuesta encuentran en la falta de confianza en la política y la dirección económica, la volatilidad del mercado, la falta de claridad sobre políticas regulatorias y fiscales, la falta de visibilidad y predictibilidad y el riesgo elevado las principales causas des-incentivadoras para invertir actualmente en la Argentina.

Los inversores participantes de la encuesta demostraron un elevado grado de aversión a las pérdidas-y consecuentemente de aversión al riesgo-, así como también presencia del efecto disposición en sus decisiones. Los inversores buscaron siempre minimizar sus pérdidas y

elegir aquellas opciones cuya pérdida era menos probable, a pesar de que, de ocurrir, incurrirá en una pérdida mayor. Incluso en las situaciones de certeza, prefirieron una pérdida muy probable -y mayor- a una pérdida cierta menor dado que buscan protegerse de las pérdidas.

En lo que a las ganancias se refiere también se observó aversión a las pérdidas en el comportamiento de los participantes: fueron más reacios a aceptar un trato que ofrece una recompensa incierta, prefiriendo aquel con mayor certidumbre, pero por el cual obtienen una recompensa posiblemente menor.

El presente trabajo se suma a la bibliografía existente hasta la fecha como una evidencia adicional de la falta de racionalidad de los individuos, específicamente en cuanto a la presencia de factores como la aversión a las pérdidas fuertemente influyente en las decisiones de inversión de los individuos, generando un comportamiento subóptimo.

## VI. Referencias bibliográficas

**Ashraf, Nava, Colin F. Camerer, y George Loewenstein.** (2005). *Adam Smith, Behavioral Economist*. Journal of Economic Perspectives 19(3), 131-145

**Berg, Nathan** (2010). *Behavioral Economics*. 21st Century Economics: A Reference Handbook, Vol. 2, pp. 861-872, Free, R. C., ed., Los Angeles: Sage, Disponible en <https://ssrn.com/abstract=1677026>

**Camerer, C.** (1999). *Behavioral economics: Reunifying psychology and economics*. *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America*, 96, 10575–10577

**Clark, J. M.** (1918). *Economics and Modern Psychology: I*. Journal of Political Economy 26(1), 1-30.

**Dr Bogan, Vicki.** (n.d.). *Risk Aversion vs Loss Aversion: What is the big difference?* Preparado Para Hartford Funds Como Parte De “Human Centric Investing” Para Asesores Financieros.

**Fishburn, P. C.** (1974). *Von Neumann-Morgenstern Utility Functions on Two Attributes*. Operations Research, 22(1), 35–45. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/169210>

**Kahneman, Daniel, y Tversky, Amos.** *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. Econometrica 47, no. 2 (1979): 263–91. Disponible en <https://doi.org/10.2307/191418>

**Keynes, John Maynard** (1936). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. MacMillan & Co.

**Laibson, D., & List, J. A.** (2015). *Principles of (Behavioral) Economics*. The American Economic Review, 105(5), 385–390. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/43821914>

**Pareto, Vilfredo** (2014). *Manual of Political Economy: A Critical and Variorum Translation Edition*. Reimpresión editada por Aldo Montesano, Alberto Zanni, Luigino Bruni, John S. Chipman y Michael McLure. Oxford, Reino Unido: Oxford University Press (Orig. pub 1906).

**Pigou, Arthur Cecil** (1920). *The Economics of Welfare (4ta Edición)*. MacMillan & Co. Limited edition, 1932. Disponible en [https://files.libertyfund.org/files/1410/Pigou\\_0316.pdf](https://files.libertyfund.org/files/1410/Pigou_0316.pdf)

**Pring, Martin. J.** (1993). *Investment Psychology Explained: Classic Strategies to Beat the Markets*. John Wiley & Sons, Inc.

**Rabin, M.** (1998). *Psychology and economics*. *Journal of Economic Literature*, 36

**Smith, Adam** (1759). *The Theory of Moral Sentiments*. Reimpresión editada por D. D. Raphael y A. L. Macfie. Indianapolis: Liberty Classics, 1981.

**Smith, Adam**, (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Reimpresión editada por R. H. Campbell y A. S. Skinn.

**Thaler, R. H.** (2016). *Behavioral Economics: Past, Present, and Future*. *The American Economic Review*, 106(7), 1577–1600. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/43861106>

**Williams, A. C** (1966). *Attitudes toward Speculative Risks as an Indicator of Attitudes toward Pure Risks*, *Journal of Risk and Insurance*, 33, 577-586.

**Yang, L.** (2019). *Loss Aversion in Financial Markets*. *Journal of Mechanism and Institution Design*, 4(1), 119–137. Disponible en <https://doi.org/10.22574/jmid.2019.11.005>

## VII. Anexos

### Anexo A: Encuesta a realizar

**Encuesta sobre cómo la aversión a las pérdidas afecta las decisiones del inversor argentino promedio en tiempos de incertidumbre económica.**

#### **Primera sección:**

*La presente encuesta cuenta con 15 preguntas, de las cuales 8 son situaciones hipotéticas; es de carácter anónimo, de rápida y fácil realización.*

*El objetivo principal es analizar la presencia de la aversión a las pérdidas en las decisiones de inversión en tiempos de incertidumbre económica para mi TFG de la Licenciatura en Economía.*

*Desde ya, muchas gracias por su participación!*

#### 1. Edad

- Menos de 18 años
- Entre 18 y 25 años
- Entre 25 y 30 años
- Más de 30 años

#### 2. Sexo

- Masculino
- Femenino
- Prefiero no responder

#### 3. Ocupación

#### 4. ¿Ha realizado alguna vez una inversión en el mercado argentino?

- Si

No

5. En el contexto económico actual, ¿se ve menos incentivado a realizar una inversión?

Si

No

6. De ser así, ¿se lo atribuí a alguno de los siguientes factores?

Falta de visibilidad y predictibilidad

Riesgo elevado

Volatilidad del mercado

Falta de confianza en la política y la dirección económica

Costos de financiamiento más altos

Falta de claridad sobre políticas regulatorias y fiscales

Altas tasas efectivas de impuestos

Otro:

7. La aversión a las pérdidas es un sesgo cognitivo muy común en la toma de decisiones financieras. Se refiere al hecho de que la mayoría de las personas valoran más las pérdidas que las ganancias, lo que puede llevar a decisiones de inversión irracionales. Alguna vez ha escuchado hablar de este sesgo cognitivo?

Si

No

### **Sección preguntas hipotéticas:**

8. Situación hipotética n1: ¿Qué prefiere?

Ganar ARS 300.000 con probabilidad de 45%

Ganar ARS 150.000 con probabilidad de 90%

9. Situación hipotética n2. ¿Qué prefiere?

Ganar ARS 300.000 con probabilidad de 1%

Ganar ARS 150.000 con probabilidad de 2%

10. Situación hipotética n3. ¿Qué prefiere?

Perder ARS 300.000 con probabilidad de 1%

Perder ARS 150.000 con probabilidad de 2%

11. Situación hipotética n4. ¿Qué prefiere?

Ganar \$200.000 con certeza

Ganar \$210.000 con probabilidad 80% o nada con probabilidad 20%

12. Situación hipotética n5. ¿Qué prefiere?

Perder \$200.000 con certeza.

Perder \$210.000 con probabilidad 80% o nada con probabilidad 20%.

13. Situación hipotética n6: Usted está manteniendo una acción cuyo valor se mantenía en aumento pero de pronto cae en un 35%. ¿Qué haría?

La seguiría manteniendo en su cartera con la expectativa de que su valor recupere su tendencia y aumente en un futuro cercano.

La vendería y asumiría la pérdida.

14. Situación hipotética n7: Usted está evaluando ingresar al mercado bajo la creencia de que los precios subirán significativamente, dígame un 30%, en el transcurso del próximo año. Después de un par de semanas, la acción ha avanzado un 15%. Luego sufre una corrección menor en su valor que no tiene absolutamente ninguna relevancia en lo que respecta al potencial a largo plazo. ¿Qué hace usted?

Sale de la operación.

Se queda.

15. Situación hipotética n8: En enero usted ha invertido ARS 100.000 en una acción y evaluará esta inversión en función de las ganancias o pérdidas acumuladas a finales de diciembre. Durante cualquier período de seis meses, el rendimiento de las acciones puede ser del 11% con una probabilidad de 75%, o -23% con una probabilidad de 25%. En junio, seis meses después, la inversión en acciones ha subido a ARS 111.000 ( $=100.000 \cdot (1+11\%)$ ). ¿Qué hará ahora?

- Vender la acción y recibir ARS 11.100
- Seguir manteniendo la acción pudiendo ésta subir o bajar hasta diciembre.

## Anexo B: Composición demográfica de la muestra

Gráfico de torta I: Edad

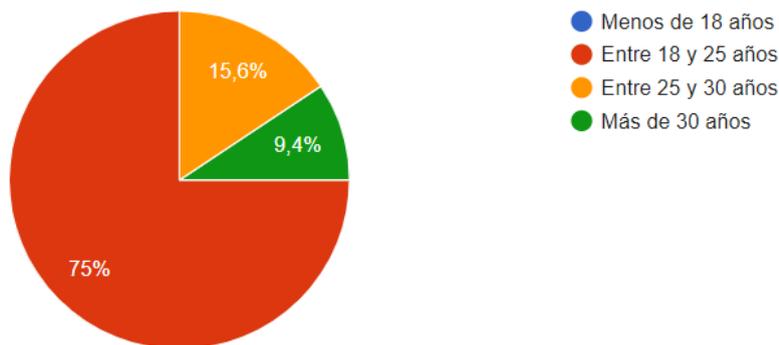


Gráfico de torta II: Género

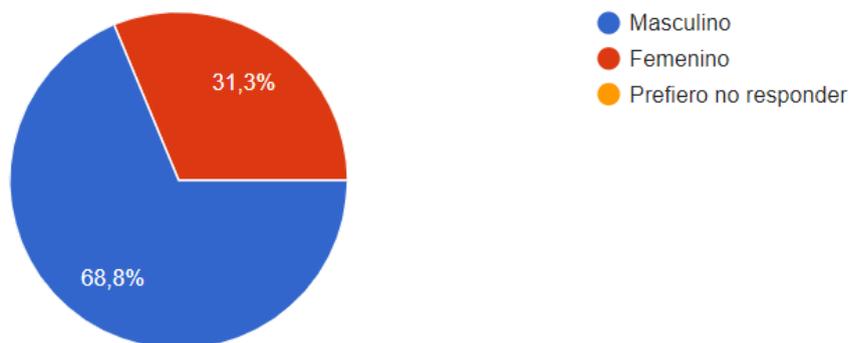


Tabla I: Ocupación

Profesión	Cantidad de participantes
Estudiante	23
Analistas (financieros; trading; inversiones; riesgo crediticio; data analyst)	18
Empleado bajo relación de dependencia (administrativo; bancario)	16
Economista	4
Pasante	2
Dueño	1
Docente e investigador	1
Trabajador independiente	1
Ingeniero en sistema	1
Desarrollador	1
Comerciante	1

## Anexo C: Composición de la muestra en términos financieros

Gráfico de torta I: ¿Ha realizado alguna vez una inversión en el mercado argentino?

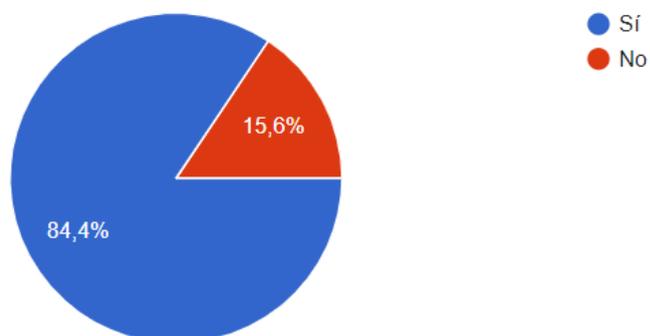


Gráfico de torta II: En el contexto económico actual, ¿se ve menos incentivado a realizar una inversión?

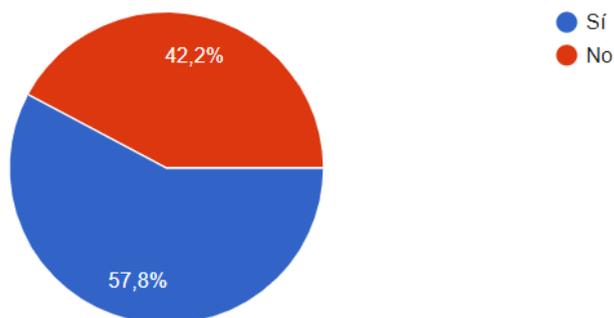
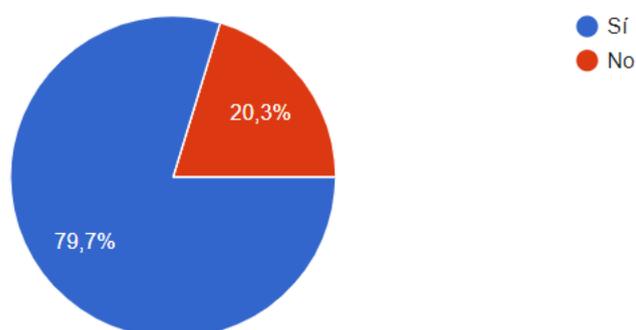


Gráfico de barras I: De ser así, ¿se lo atribuye a alguno de los siguientes factores?



Gráfico de torta III: La aversión a las pérdidas es un sesgo cognitivo muy común en la toma de decisiones financieras. Se refiere al hecho de que la mayoría de las personas valoran más las pérdidas que las ganancias, lo que puede llevar a decisiones de inversión irracionales. ¿Alguna vez ha escuchado hablar de este sesgo cognitivo?



## Anexo D: Resultados de las situaciones hipotéticas

Gráfico de torta I: Situación hipotética N1: ¿Qué prefiere?

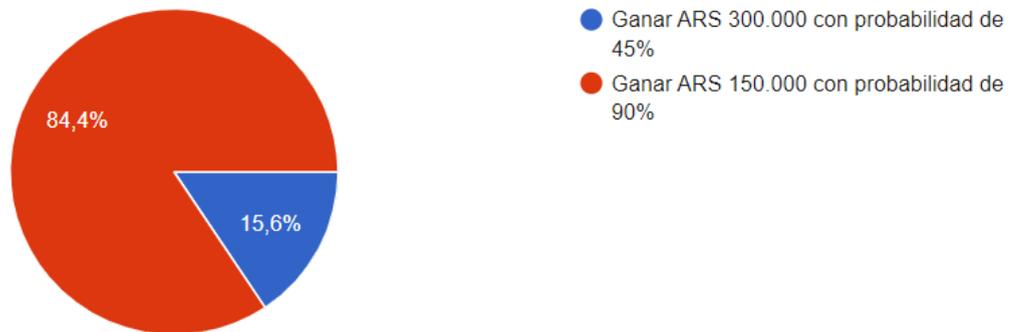


Gráfico de torta II: Situación hipotética N2: ¿Qué prefiere?

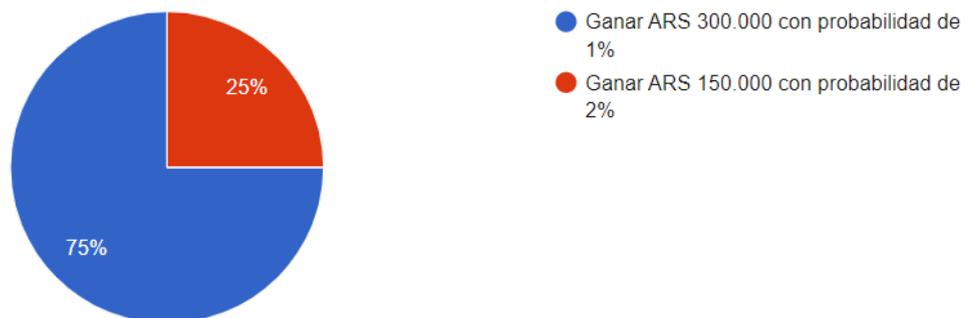


Gráfico de torta III: Situación hipotética N3: ¿Qué prefiere?

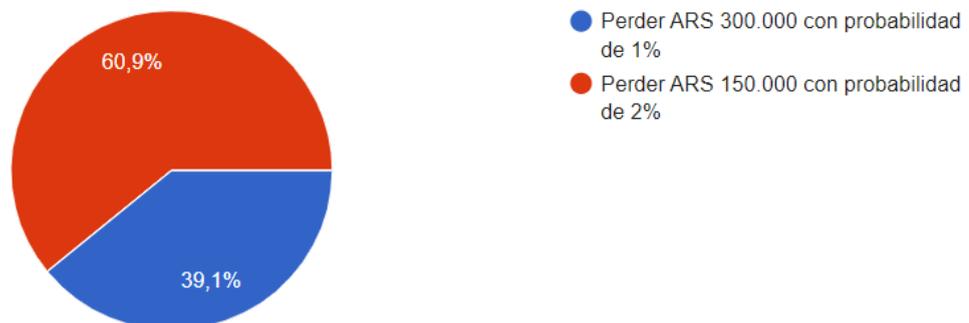


Gráfico de torta IV: Situación hipotética N4: ¿Qué prefiere?

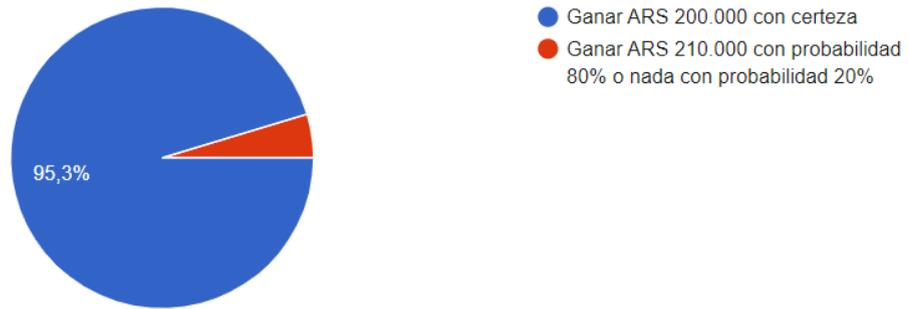


Gráfico de torta V: Situación hipotética N5: ¿Qué prefiere?

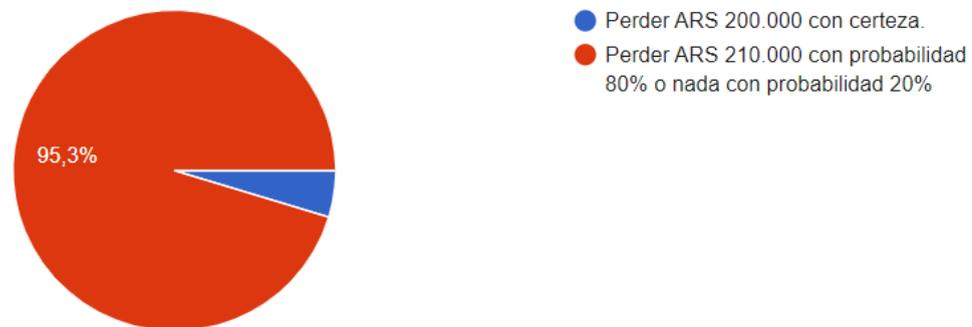


Gráfico de torta VI: Situación hipotética N6: Usted está manteniendo una acción cuyo valor se mantenía en aumento pero de pronto cae en un 35%. ¿Qué haría?

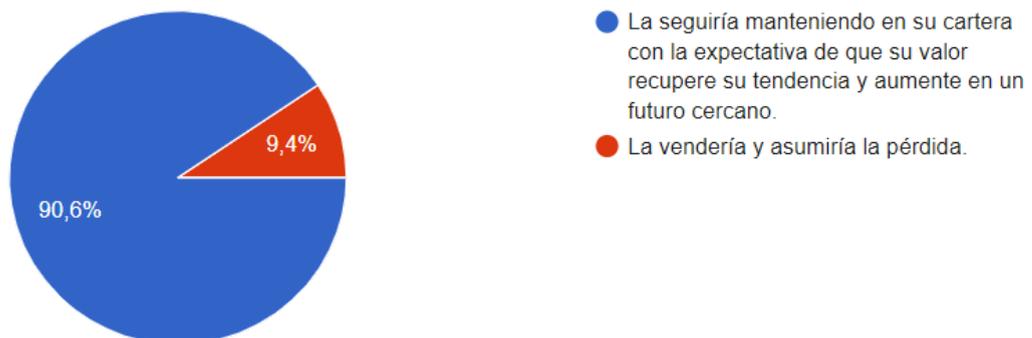


Gráfico de torta VII: Situación hipotética N7: Usted está evaluando ingresar al mercado bajo la creencia de que los precios subirán significativamente, dígame un 30%, en el transcurso del próximo año. Después de un par de semanas, la acción ha avanzado un 15%. Luego sufre una corrección menor en su valor que no tiene absolutamente ninguna relevancia en lo que respecta al potencial a largo plazo. ¿Qué hace usted?

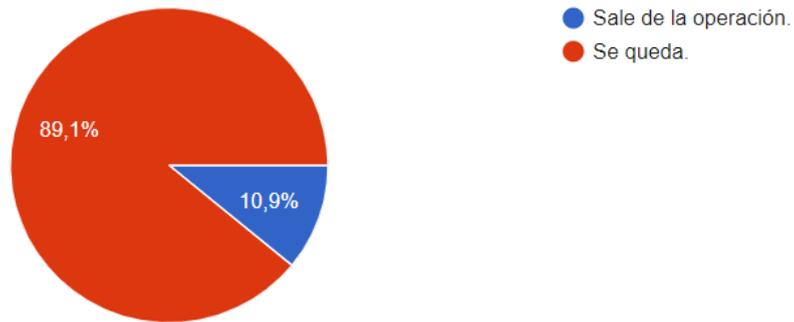


Gráfico de torta VIII: Situación hipotética N8: En enero usted ha invertido ARS 100.000 en una acción y evaluará esta inversión en función de las ganancias o pérdidas acumuladas a finales de diciembre. Durante cualquier período de seis meses, el rendimiento de las acciones puede ser del 11% con una probabilidad de 75%, o -23% con una probabilidad de 25%. En junio, seis meses después, la inversión en acciones ha subido a ARS 111.000 ( $=100.000 \cdot (1+11\%)$ ). ¿Qué hará ahora?

