



Testosterona y masculinidad

en los gestores de fondos

El debate está servido

¿LOS NIVELES DE TESTOSTERONA Y LA RENTABILIDAD ESTÁN CORRELACIONADOS? AUNQUE NO HAY UNA POSTURA UNÁNIME, PARECE QUE LOS RESULTADOS DE LOS DISTINTOS ESTUDIOS DIFEREN ENTRE LOS TRADERS Y LOS GESTORES DE FONDOS. EN LOS PRIMEROS LA CORRELACIÓN ES POSITIVA; EN LOS SEGUNDOS, NEGATIVA.

Hemos visto películas del tipo de Wall Street, Margin Call o The Wolf of Wall Street en las que se ofrece una imagen del mundo financiero que no siempre coincide con la realidad, pero cuyo mensaje ha calado. En ellas, el prototipo de profesional financiero es un varón blanco de mediana edad, con un comportamiento agresivo, altos niveles de testosterona en busca de nuevas sensaciones (sensation seeking): Gordon Gekko, Jordan Belfort y otros nombres, se asocian de manera inconsciente a coches de lujo, mansiones, actividades de riesgo o a la ingesta de alcohol u otras sustancias psicoactivas.

Recordamos que la testosterona es una hormona producida por las células de Leydig situadas en las gónadas masculinas y en la corteza suprarrenal, presente en el organismo de hombres y mujeres, pero en una proporción muy superior en los primeros. Esta hormona se asocia a un mayor crecimiento de la masa muscular y ósea e, incluso, a mayores niveles de agresividad. No es extraño que, para una parte de la sociedad, la imagen de un gestor exitoso se acerque a lo que se califica en ocasiones como macho alfa, al cual se suele representar gritando al teléfono y cerrando transacciones millonarias por las que espera obtener suculentos bonos y reconocimientos. ¿Se corresponde esta imagen con la realidad? ¿Puede afirmarse que el comportamiento de los gestores está influenciado por los niveles de testosterona de su organismo?

Por una parte, existen investigaciones en el campo de la neuroeconomía que demuestran como la sobreexcitación de ciertas regiones cerebrales como la amígdala o el núcleo accumbens a través del sistema endocrino, influyen en la toma de decisiones, favoreciendo conductas irracionales desde el punto de vista económico que implican una aversión excesiva al riesgo o, al efecto contrario, una predisposición

desmedida al mismo. Cada vez son más numerosos los estudios empíricos que intentan relacionar los niveles de testosterona y su influencia en la toma de decisiones, midiendo los rendimientos obtenidos y el riesgo asumido. Aunque no encontramos una postura unánime en cuanto a los resultados parece que las conclusiones difieren según el tipo de ocupación, diferenciando claramente entre los traders y los gestores.

Traders

Coates y Herbert (2008) investigadores en la Universidad de Cambridge, realizaron un estudio con 17 traders (varones) de una firma londinense de más de 2.500 empleados. Realizaron mediciones del nivel de testosterona y cortisol por medio de un análisis de saliva en dos momentos del día, durante ocho días laborales. Al tiempo, comprobaban los resultados de sus operaciones diarias en comparación al promedio del último mes. Los resultados parecen avalar la teoría por la que los niveles de testosterona y los resultados económicos están correlacionados de forma positiva, ya que la media diaria de testosterona en el organismo de los sujetos fue superior a aquellos días en que los resultados obtenían mejores resultados que la media del mes anterior; y el efecto era especialmente relevante en los días con altos niveles de testosterona mañana.

El análisis del cortisol, como hormona producida en la glándula suprarrenal que se libera en situaciones de estrés, novedad e

La testosterona puede modificar el comportamiento y llegar a provocar decisiones financieras poco óptimas

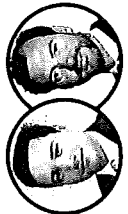
incentivos y que afectan a las respuestas conductuales, aportó conclusiones interesantes. Los niveles de cortisol de los traders se correlacionaban positivamente tanto con la desviación típica de los resultados de cada individuo como con la volatilidad implícita del bono alemán (los participantes en el experimento se centraban en operaciones en el mercado alemán).

Gestores

Más reciente es la investigación realizada por Van Luyk-Meyn. Tso, cuyos primeros resultados se dieron a conocer a comienzos de 2018. Estos autores han estudiado los niveles de testosterona de más de 3.200 gestores de hedge funds en un periodo de 22 años, para lo cual, han utilizado como proxy una ratio de amplificación de riesgo. Este medida ya se ha utilizado en estudios previos y se considera un proxy sólido puesto que la masa facial ósea se desarrolla en la pubertad, cuando los niveles de testosterona son máximos, pero en distintas cantidades en cada individuo, lo que permite distinguir entre individuos con mayor y menor nivel de testosterona. Hsieh, Li y Wang (2012), utilizando esta misma ratio, concluyeron que la testosterona puede ser un buen indicador para predecir conductas poco éticas. En los hedge funds, asociaron niveles más altos de testosterona a un mayor riesgo operacional y un aumento de la probabilidad para llevar a cabo actos fraudulentos.

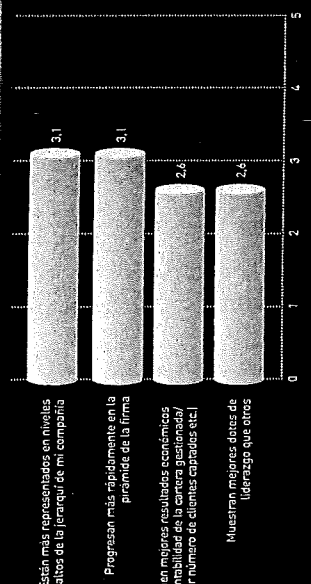
Del mencionado estudio de Li y Wang se desprende que los gestores con mayores niveles de testosterona han obtenido una rentabilidad ajustada al riesgo significativamente inferior, tanto desde un punto de vista estadístico como económico. Cuanthán esa diferencia en un 5,8% menos de rentabilidad, independientemente del volumen de activos u otras variables relacionadas con el fondo. Asimismo, apuntan que la testosterona puede modificar el comportamiento, llegando a provocar decisiones financieras subóptimas. Entre las razones que podrían justificar que los machos alfa logren rendimientos más bajos que otros con un nivel de testosterona inferior apuntan a la ejecución de operaciones de compra-venta con mayor frecuencia ▶

Riesgo de la personalidad que hace alusión a la predisposición por asumir riesgos (alcos, socias, tentas y limitaciones en aras de conseguir experiencias diferentes, excitantes e intensas. Véase: "La que su aceite puede decir de sus inversiones" <https://las.innspisale.com/revista-que-su-aceite-puede-decir-de-sus-inversiones>



MARIO GONZÁLEZ-PÉREZ Y ALVARO FERNÁNDEZ ARRIETA
Responsables de Desarrollo de Negocio para España y Portugal, Capital Group

Individuos que tienen actitudes más masculinas... (en completo desacuerdo) a 5 (completamente de acuerdo)



Elaboración propia. Encuesta mensual elaborada para el grupo de investigación en Behavioral Finance de la Universidad Politécnica de Madrid. Preguntado a gestores de fondos y directores de inversión.

la media, la tendencia a elegir activos potencial y mayor riesgo y una posición a vender activos que han perdido valor. En este último punto entrará en el sesgo de disposición, por el que se prefiere conservar activos cuyo valor ha bajado con la esperanza de que lo recuperen, a venderlos para obtener un beneficio tangible. Este estudio viene a reforzar la idea de que el sesgo del macho alfa es el que genera el comportamiento en sus operaciones.

Para quienes conocen el sector financiero, particularmente en España, la caracterización que se suele hacer del mismo es la de un macho alfa. Por su parte, la literatura existente en el campo de la neuroeconomía y de la economía conductual acerca de los perfiles de los profesionales parece apoyar en parte esta caracterización, en el sentido en que utiliza algunos de los conceptos de la sensation seeking theory. No obstante, no podemos afirmar que el componente hormonal y la masculinidad sean determinantes en el rendimiento en el mundo de la gestión. Si bien, son aspectos a debatir y de los cuales se seguirá hablando en el futuro.

REPASAMOS...
Coxter, J. M. & Herbert, J. (2008). Endogenous steroids and financial risk taking in a London trading floor. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 105(18), 6167-6172.
Haseburn, M.P., Worp, E.M. (2012). Bad to the bone: Social structure predicts unethical behavior. *Proceedings of the Royal Society: Biological Sciences* 279, 571-576.
Lu, Y., & Tes, M. (2018). Do Alpha Males Deliver Alpha? *Transaction and Hedge Funds*. Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=310745

EUROPA SÍ, PERO DE MANERA MUY SELECTIVA

No ha sido el presente un buen año para la bolsa, sobre todo la europea, que ha acusado más que otros mercados los riesgos geopolíticos que han brotado en los últimos meses. 2018 ha estado caracterizado por las disputas comerciales globales, la incertidumbre política y la desaceleración de la economía. Como explica Robert Lind, economista de Capital Group, "aunque los titulares tienden a centrarse en los conflictos entre Estados Unidos y China, es Europa la que más tiene que perder en una guerra comercial, y este es un motivo crítico para los **mediceros** rendimientos de las acciones europeas este año". Por si fuera poco, tampoco ayuda la ausencia de grandes tecnológicas en el Viejo Continente ya que han sido precisamente la tecnología y el consumo discrecional los sectores que han liderado el actual mercado alcista en EE.UU. Es momento pues de ser extremadamente selectivos en renta variable europea. Desde Capital Group ya sabéis que invertimos basándonos en nuestro **análisis fundamental en compañías** y no en sectores, economías o en índices. Por eso, aunque el corto plazo, seguimos encontrando valor en compañías europeas que confiamos puedan proporcionar **resultados superiores** y consistentes en el **medio-largo** plazo para nuestros clientes.



PATRICIA DE ARIAGA RODRÍGUEZ,
SUB-DIRECTORA GENERAL

Toda conveniencia conlleva su propia inconveniencia. Eso pasa, sin duda alguna, con la comida.

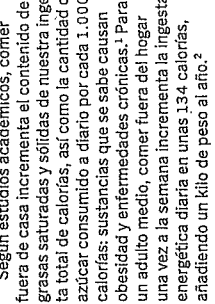
A medida que muchos de nosotros comemos fuera o pedimos comida a domicilio para facilitar la vida, asumimos riesgos para nuestra salud y dañamos el medio ambiente.

Las estadísticas dan fe irrefutablemente de un cambio radical en nuestros hábitos alimenticios.

Por primera vez en la historia, los americanos gastan más en comida fuera del hogar que en comida hecha en casa, gastando más de 730.000 millones de USD anuales en comer fuera. Representa la porción más importante (un 43%) de su presupuesto total para alimentación.

Este fenómeno se está extendiendo a otros países tanto desarrollados como emergentes, que albergan una creciente población urbana con mayores rentas disponibles. Pero la **incómoda** verdad es que la comida fuera del hogar perjudica nuestra salud y contribuye a la contaminación.

Según estudios académicos, comer fuera de casa incrementa el contenido de grasas saturadas y solitas de nuestra ingesta total de calorías, así como la cantidad de azúcar consumido a diario por cada 1.000 calorías; sustancias que se sabe causan obesidad y enfermedades crónicas.¹ Para un adulto medio, comer fuera del hogar una vez a la semana incrementa la ingesta energética diaria en unos 1.34 calorías, añadiendo un kilo de peso al año.²

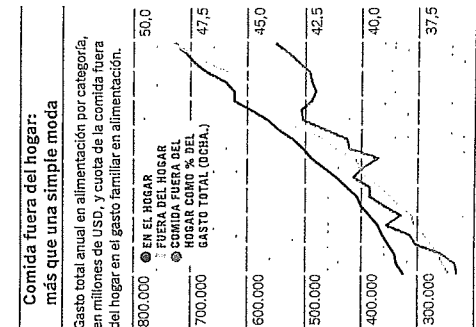


Fuente: Departamento de Agricultura de EE.UU. Calculado por el Economic Research Service, USDA, partiendo de diversos conjuntos de datos de la Oficina del Censo y la Oficina de Estadística Laboral de EE.UU. El gasto total en comida fuera del hogar incluye las cuentas de gasto para alimentos y comidas financiadas por otras fuentes; las cifras de comida fuera de hogar (dcha.) no lo hacen.

Comida fuera del hogar: alimentos preparados más saludables

Esto tiene, además, un coste económico. Se calcula que el tratamiento de las enfermedades relacionadas con malos hábitos alimenticios cuesta 2 billones de USD, equivalente a un 2,8% del PIB mundial.³ También conlleva un coste medioambiental. Comer fuera de casa contribuye al desperdicio de alimentos, un riesgo ecológico con una huella de carbono mayor que la de India, el tercer mayor emisor de gases de efecto invernadero del mundo.

A medida que el coste del crecimiento de la comida fuera del hogar se haga evidente, Comida fuera del hogar: una simple moda. Gasto total anual en alimentación por categoría, en millones de USD, y cuota de la comida fuera del hogar en el gasto familiar en alimentación.



1. USDA, Nutritional Quality of Food Prepared at Home and Away From Home, 1977-2008, diciembre 2012.
2. USDA, The Impact of Food Away From Home on Adult Diet Quality, febrero 2011.
3. McKinsey, Overcoming obesity: An initial economic analysis, noviembre 2014.

Información importante: Esta material va dirigido exclusivamente a inversores profesionales. Sin embargo, no deberá ser distribuido a ninguna persona o entidad que sea ciudadano o residente de cualquier lugar, estado, país o jurisdicción en el que dicha distribución, publicación o uso sea contrario a sus leyes o normativas. La información utilizada para la elaboración del presente documento se basa en fuentes que consideramos fiables, pero no se hace ninguna manifestación ni se da ninguna garantía en cuanto a la exactitud o integridad de dichas fuentes. Cualquier opinión, estimación o previsión que se modifique en cualquier momento sin previo aviso. Este documento ha sido publicado en Suiza por Pictet Asset Management SA y en el resto del mundo por Pictet Asset Management Limited, sociedad autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority, y no podrá reproducirse ni distribuirse, ni parcialmente ni en su totalidad, sin su autorización expresa.