



Facultad de Ciencias Humanas y Sociales  
Grado en Relaciones Internacionales

Trabajo Fin de Grado

**Análisis de la crisis económica  
del año 2008 e influencia del  
Behavioral Finance.**

Estudiante: Pedro Cifuentes Martínez

Director: Covadonga Meseguer Yebra

Madrid, mayo 2020

<b>1. ÍNDICE</b> .....	<b>2</b>
1.1. Índice de gráficos.....	2
1.2. Índice de tablas.....	2
<b>2. RESUMEN</b> .....	<b>3</b>
<b>3. INTRODUCCIÓN</b> .....	<b>4</b>
<b>4. MARCO CONCEPTUAL: IMPACTO DEL “BEHAVIORAL FINANCE” SOBRE LA CRISIS ECONÓMICA DE 2008</b> .....	<b>7</b>
4.1. La Heurística: Campo de estudio de la psicología humana.....	7
4.2. Behavioral Finance.....	9
4.2.1. Marco teórico .....	9
4.2.2. El Behavioral Finance y la Hipótesis de los Mercados Eficientes .....	10
4.2.3. Factores de comportamiento: Sesgos de la economía conductual .....	11
4.2.3.1. Anclaje .....	11
4.2.3.2. Sobreconfianza .....	12
4.2.3.3. Disposición .....	13
4.2.3.4. Comodidad.....	14
4.2.3.5. Efecto rebaño.....	14
4.2.4. Repercusión económica del Behavioral Finance .....	15
4.3. Aplicación conductual de la Heurística .....	16
4.4. Crisis económica de 2008.....	20
4.4.1. Estallido de la crisis: razones y consecuencias .....	20
4.4.2. Comparativa con crisis económica de 1929 .....	24
<b>5. ANÁLISIS: APLICACIÓN DEL BEHAVIORAL FINANCE EN LA CRISIS DE 2008</b> .....	<b>27</b>
5.1. Colapso del comportamiento ético de los mercados en el año 2008 desde la perspectiva de las finanzas conductuales .....	27
5.2. Herramientas y actuaciones promovidas para la recuperación .....	33
<b>6. CONCLUSIONES</b> .....	<b>39</b>
<b>7. BIBLIOGRAFÍA</b> .....	<b>42</b>
<b>8. ANEXOS</b> .....	<b>45</b>

## **1. Índice**

### **1.1. Índice de gráficos**

**Gráfico 1:** Elemento comunes característicos y necesarios de las heurísticas.....17

**Gráfico 2:** Evolución comparativa deuda pública UE vs Eurozona.....22

**Gráfico 3:** Evolución tipo de interés BCE.....23

**Gráfico 4:** Conjunto de medidas económico-financieras convencionales aplicadas por las autoridades europeas como respuesta a la crisis de 2008.....45

**Gráfico 5:** Conjunto de medidas económico-financieras no convencionales aplicadas por las autoridades europeas como respuesta a la crisis de 2008.....45

### **1.2. Índice de tablas**

**Tabla 1:** Principales caídas de los mercados financieros.....34

## **2. Resumen**

En pleno año 2020, 12 años después, la economía mundial todavía padece las consecuencias derivadas de la peor recesión económica de las últimas década.

Sin ninguna duda, los años 2007, 2008 y sucesivos, serán recordados por el estallido de la burbuja inmobiliaria, la caída globalizada de los mercados, el endeudamiento, la caída de los tipos de interés, el aumento del desempleo y/o la desaceleración de la actividad económica. Es decir, serán años recordados como años negros en términos económicos.

Toda la prosperidad y bonanza con la que arrancaba el nuevo siglo cortocircuitaba como consecuencia de una dramática situación económica, en la que fueron muchos los países ahogados por una nefasta coyuntura económica.

Sin embargo, lejos de la realización de un análisis en profundidad de la desaceleración económica y caída de los mercados como consecuencia directa de la crisis del 2008, este trabajo se erige con otra finalidad. Esta finalidad se relaciona el estudio del componente psicológico de la economía y las finanzas.

Si a lo largo de este se exponen las causas y consecuencias esenciales de la crisis, este trabajo se centra en la importancia de las Heurísticas y el Behavioral Finance como disciplinas que estudian las ciencias económicas y sociales desde la perspectiva del comportamiento conductual y psicológico de los individuos. Es decir, este trabajo apuesta por el análisis de la importancia del comportamiento de los individuos en el devenir y evolución de la economía y los mercados.

En definitiva, más allá de la exposición del componente analítico y teórico relacionado tanto con la crisis como con las Heurísticas y el Behavioral Finance, este trabajo busca analizar la aplicación de la economía conductual. Para explicar esta aplicación, este trabajo expondrá las razones de comportamiento que motivaron el estallido de la crisis, pero también la relación conductual de los instrumentos utilizados por los países para frenar la recesión e incentivar la recuperación económica.

**Palabras claves:** recesión, burbuja, conductual, Behavioral Finance, recuperación.

### **3. Introducción**

Tras la gran recesión económica vivida durante la última década, han sido multitud las medidas económico-financieras; sociales o políticas que han sido promulgadas. Todas estas medidas han tenido como principal objetivo combatir los efectos de una crisis que socavó todos los estratos de las sociedades contemporáneas, y cuyas consecuencias son todavía visibles en nuestras economías.

Cientos de empresas en quiebra técnica, aumento del endeudamiento, incremento del paro, reducción de las oportunidades laborales, fuga de talentos, dificultad de crédito, incremento de la deuda pública, o caída de los mercados bursátiles. Todas estas situaciones se dieron, en mayor o menor medida, como realidades en los países desarrollados. Estas situaciones constituyen el reflejo claro y absoluto de una burbuja económica imposible de controlar y frente a la que los parches institucionales no paraban de sucederse.

La crisis económica del año 2008 ha evidenciado que, ante la interconexión de las economías a nivel global, el futuro de la globalización financiera es ahora asunto de los Estados.

Son precisamente estos estados los encargados de impulsar todo tipo de esfuerzos y medidas para transformar las finanzas y los mercados en su conjunto, y ponerlos, de nuevo, al servicio de la estabilidad financiera. Sería una falacia negar que, desde el año 2008, todos los países han tratado de frenar y combatir la que ha sido la peor recesión económica de los últimos tiempos.

Aunque el riesgo de recesión económica sigue presente, parece que la crisis económica ha pasado a un segundo plano, y ahora los esfuerzos institucionales se centran en reactivar la actividad económica mundial. Esta pretensión se agudiza notoriamente en un contexto de desaceleración económica como el instaurado actualmente en los mercados.

La escuela económica clásica define la economía con una ciencia social, empírica y no exacta (Alfaro Gimenez, Gonzalez Fernandez, & Pina Massahcs, 2009). En esta misma línea, los mercados financieros han de ser definidos como perfectos mecanismos de corrección, simétricos en términos de información, y con un comportamiento que dista bastante de los principios fundamentales de la racionalidad (Alfaro Gimenez, Gonzalez Fernandez, & Pina Massahcs, 2009).

Resulta imposible predecir lo que va a ocurrir en los mercados, en la economía o en las finanzas. Por ello, la incertidumbre, volatilidad e irracionalidad características de los mercados, ha de ser entendida como una de las principales razones por las que comprender la orientación hacia el “Behavioral Finance” o economía conductual de mi trabajo.

De forma tradicional, los mercados financieros han sido analizados y estudiados desde la base de supuestos convencionales de racionalidad, maximización de beneficios y eficiencia informativa (EMH), por medio de modelos econométricos complejos (Ciprian Sebastia, Radu, & Vasile, 2010). Sin embargo, estos modelos económicos, más si cabe ante la falta de explicación lógica y racional de periodos de crisis como los desequilibrios económicos vividos en la última década, comienzan a ponerse en tela de juicio. Su veracidad se cuestiona al dejar de incluir como factor condicionante del devenir de la economía el comportamiento de los agentes que operan sobre los mercados

En detrimento de ellos, el Behavioral Finance se caracteriza por el estudio del componente psicológico de la economía en su conjunto, y especialmente el comportamiento de todos aquellos actores que actúan sobre el mercado. Se trata de uno de los paradigmas económicos contemporáneos que surge como consecuencia de la incapacidad del paradigma neoclásico y de una concepción cíclica de la economía para explicar la realidad de los mercados (R. Ritter, 2003).

Mi interés por abordar esta rama de estudio de la economía se relaciona con el que será mi futuro profesional. Sin ninguna duda, el trabajar en una empresa de inversión y asesoramiento financiero me ha permitido acercarme más en profundidad a los mercados financieros.

Por esta razón, quiero comprender, o al menos tratar de hacerlo, el por qué los mercados representan mecanismos perfectos de corrección con influencia directa sobre la economía de los países.

La experiencia laboral, unido al trato con el cliente característico de este sector, ha despertado en mi un claro interés por conocer más en profundidad la economía conductual como rama de estudio de las finanzas.

De la misma manera, mi pretensión por abordar el Behavioral Finance busca evaluar desde otra perspectiva la concepción económica clásica. Es decir, por medio de este trabajo, aspiro a refutar o corroborar las respuesta promovidas e instauradas en los mercados frente a la crisis del año 2008.

Este objetivo personal, en ultimo término, busca abrir un debate sobre la consideración o no del aspecto psicológico de la economía en la reactivación de la economía mundial.

Como hipótesis de partida, este trabajo sostiene que los mercados financieros obviaron la importancia e impacto directo del componente psicológico de la economía.

El trabajo se estructura de la siguiente forma: La primera sección se relaciona con la exposición del componente teórico fundamental del Behavioral Finance. Dentro de esta primera sección se incluyen además las heurísticas como mecanismo de estudio del comportamiento de los mercados.

A continuación, la segunda parte del trabajo busca exponer los aspectos más significativos de la crisis económica del año 2008, cotejando además las diferencias o similitudes existentes entre esta crisis y la crisis de 1929.

Por ultimo, se expondrá el colapso generalizado de los mercados y los motivos fundamentales por los que la economía mundial entró en recesión.

En esta línea, el trabajo concluirá dirimiendo si algunas de las medidas utilizadas como respuesta a la crisis del año 2008 tomaron en consideración la importancia del componente psicológico de la economía.

En definitiva, el objeto fundamental de este trabajo pasa por dirimir impacto real del Behavioral Finance o economía conductual sobre la crisis económica del año 2008.

#### **4. Marco Conceptual: Impacto del “Behavioral Finance” sobre la crisis económica de 2008**

##### **4.1. La Heurística: Campo de estudio de la psicología humana.**

A finales de los años sesenta y principios de los setenta, una serie de trabajos de Amos Tversky y Daniel Kahneman revolucionaron la investigación académica sobre el juicio humano.

La idea central de su documento científico, *"Juicio bajo incertidumbre: heurística y sesgos"*, se caracteriza por considerar que todo juicio de valor, bajo unas condiciones de certeza nula, suele estar basado en un limitado número de heurísticas simplificadoras en lugar de por un extenso procesamiento algorítmico. Es decir, la obra psicológica característica de estos autores viene a evidenciar la simplicidad del comportamiento humano en lo relativo a la formulación de estimaciones y/o elecciones, más allá de la racionalidad teórica del hombre (Gilovich, Griffin, & Kahneman, 2002).

La heurística, procedente del griego εὐρίσκειν y –tico que significa hallar o inventar, en términos psicológicos hace referencia a un conjunto de reglas simples y eficientes que son el resultado de procesos evolutivos o de aprendizaje. El objetivo de estas reglas pasa por explicar cómo las personas toman decisiones y resuelven problemas, por lo general cuando se enfrentan a situaciones complejas o frente a las que disponen de información incompleta (Rodríguez Quintana, 2012).

La gran ventaja característica de las heurísticas no se relaciona con su capacidad de explicar un fenómeno concreto, sino que reside en la posibilidad práctica de ser aplicadas en situaciones reales similares sin necesidad de efectuar grandes alteraciones de su planteamiento original, y proporcionando resultados inmediatos (Rodríguez Toledo, 2009).



La consideración de la heurística como campo de estudio del comportamiento humano, pronto comenzaría a extenderse más allá del campo de la psicología académica, afectando a la teoría e investigación de una amplia gama de disciplinas como la economía, el derecho, la medicina y las ciencias políticas.

Si bien el contenido base sobre el que se articulaba dicho estudio originario resultó revolucionario al cuestionar la adecuación descriptiva de los modelos ideales de juicio, este mismo estudio también ofreció una alternativa cognitiva a partir de la cual explicar el error humano sin invocar la irracionalidad motivada (Gilovich, Griffin, & Kahneman, 2002).

Aunque ambos psicólogos reconocían la importancia de la complejidad que las tareas a desarrollar o la limitada capacidad de procesamiento en el juicio erróneo podrían llegar a suponer, Kahneman y Tversky estaban convencidos de que los procesos de juicio intuitivo no eran meramente simétricos a los que exigían los modelos racionales, sino que, en su defecto, eran categóricamente diferentes.

En esta línea, ambos psicólogos recalcan que los heurísticos se distinguen de los procesos de razonamiento normativo por patrones de comportamiento y juicio sesgados. Por esta razón, bajo ningún concepto, las heurísticas pueden ser considerados como procedimientos de evaluación y/o toma de decisiones irracionales (Gilovich, Griffin, & Kahneman, 2002).

Tomando en consideración todo lo expuesto con anterioridad, es preciso enfatizar un elemento diferenciador y característico de las heurísticas. En esta línea, si bien las heurísticas ofrecen soluciones "rápidas, sencillas y/o impulsivas", nunca pueden ser reducidas, a meros procesos automáticos de la conciencia humana. La razón de ello se relaciona con el origen de estas decisiones. Estas decisiones se basan en procesos subyacentes de la conducta psicológica y comportamiento humano muy sofisticados (Fierro Celis & Rubio Guerrero, 2014).

## **4.2. Behavioral Finance**

### **4.2.1. Marco teórico**

El Behavioral Finance, también conocido como economía conductual, hace referencia a un campo de estudio específico de las finanzas. Este campo se caracteriza por su especialización en teorías con un marcado componente psicológico. Por medio de estas teorías, el Behavioral Finance trata de explicar aquellas anomalías por las cuales se producen desviaciones atípicas de los mercados (Sabau Jiménez, 2018).

De la misma manera, las finanzas conductuales se caracterizan a su vez por el estudio de las limitaciones que presenta el arbitraje financiero en lo relativo a la actividad de regulación y control de los mercados (R. Ritter, 2003).

Con todo ello, podemos definir el Behavioral Finance como aquel campo de estudio, perteneciente a la rama de las finanzas, especializado en el análisis y evaluación de aquellos factores por los cuales los individuos tienden a comportarse de forma irracional en los mercados.

Es decir, el componente cognoscitivo característico del Behavioral Finance está centrado en la comprensión de cómo piensan las personas, y por qué actúan de una determinada manera. O lo que es lo mismo, la economía conductual busca establecer una explicación coherente y lógica de por qué los individuos cometen errores sistemáticos en los mercados.

En definitiva, las finanzas conductuales abogan por el estudio de las diferentes interpretaciones existentes entorno a unas mismas circunstancias o situaciones del mercado. Por lo tanto, se puede considerar que el Behavioral Finance aspira a dilucidar cómo los distintos agentes del mercado reaccionan de forma heterogénea a una misma situación de análisis (Alcalá Villarreal, 2012).

Por otro lado, las finanzas conductuales establecen que las desviaciones de los mercados son frecuentes. Estas desviaciones son provocadas en su mayoría como consecuencia de valoraciones erróneas ligadas a desequilibrios temporales de la oferta y la demanda (R. Ritter, 2003).

Por esta razón, las finanzas conductuales se caracterizan a su vez por remarcar la deficiencia existente en los mercados financieros en relación con sus mecanismos de control y arbitraje.

En esta línea, el Behavioral Finance defiende la necesidad de una actuación objetiva y eficaz en los mercados para poder combatir los desequilibrios económicos.

Por un lado, los mecanismos de arbitraje y control de los mercados financieros deberán de promover una actuación orientada a eliminar tales desviaciones anómalas en contextos en los que resulte fácil tomar posiciones. Es decir, en situaciones de venta de acciones sobrevaloradas o compra de acciones infravaloradas. De esta manera, se corregirán de forma segura las desviaciones de los mercados en un corto período de tiempo.

Por el contrario, si es difícil tomar posiciones el arbitraje financiero no deberá intervenir de forma directa en la corrección de tales desviaciones debido a la tendencia natural del mercado a equilibrarse. Con ello, se hace referencia a situaciones en las que existen limitaciones de las ventas en corto, o en las que se da la ausencia de garantías de correcciones de las valoraciones en un plazo razonable.

#### **4.2.2. El Behavioral Finance y la Hipótesis de los Mercados Eficientes**

Desde un punto de vista aplicado, las finanzas conductuales abogan por el estudio de los mercados financieros desde modelos centrados en la importancia de la acción humana en el devenir de las finanzas. Estos modelos se alejan de teorías económicas más complejas como la teoría de la utilidad esperada o el principio de arbitraje (R. Ritter, 2003).

El paradigma teórico clásico, defiende que los agentes que componen el mercado y actúan en él se caracterizan por ser agentes racionales, maximizadores de funciones de utilidad y con preferencias objetivas y bien definidas. De acuerdo con este paradigma, el proceso de toma de decisiones llevado a cabo por estos agentes en los mercados financieros ha de ser considerado un proceso objetivo y racional basado en la información objetiva de la que disponen (Alcalá Villarreal, 2012).

Sin embargo, desde un marco teórico práctico, es necesario enfatizar que las finanzas modernas, más allá de la perspectiva del Behavioral Finance, se caracterizan por tener como base teórica la Hipótesis de los Mercados Eficientes (EMH).

La EMH defiende la competencia entre inversores que buscan beneficios anormales en los mercados financieros como la razón principal a partir de la que explicar el equilibrio de los precios entorno su valor "óptimo" (R. Ritter, 2003).

Si bien la Hipótesis de los Mercados Eficientes da por descontado que no todos los inversores son racionales, sí que asume que los mercados son racionales por su propia naturaleza y razón de ser.

En este contexto, y pese a la relación directa existente entre esta hipótesis y el Behavioral Finance, hemos de constatar una clara diferenciación entre ambos. La Hipótesis de los Mercados Eficientes asume que no es posible que los mercados pueden prever el futuro. Sin embargo, establece que los distintos agentes que actúan sobre ellos si que son capaces de realizar previsiones imparciales del futuro, con efecto e influencia directos en la evolución de los mercados (R. Ritter, 2003). Por el contrario, las finanzas conductuales establecen que los propios mercados financieros son ineficientes como consecuencia de la existencia de asimetrías de información (Sabau Jiménez, 2018).

### **4.2.3. Factores de comportamiento: Sesgos de la economía conductual**

#### **4.2.3.1. Anclaje**

De acuerdo con la propia naturaleza humana, es frecuente que los individuos tiendan a emitir juicios de valor de situaciones o circunstancias que les son comunes o les afecten de forma directa. Estos juicios se caracterizan por estar basados en el principio de representatividad. Por medio de este principio, los diferentes agentes que interfieren en los mercados financieros buscan dirimir la probabilidad de que un modelo de inversión sea óptimo. Es decir, que sea un modelo que se corresponde con el modelo de toma de decisiones que ellos mismo consideran óptimo (Gilovich, Griffin, & Kahneman, 2002).

Más allá de cálculos de probabilidad o evidencias reales, los agentes que operan en los mercados financieros tienden a basar sus estimaciones en el grado por el cual los datos económico-financieros existentes se parecen al modelo que ellos mismos consideran como correcto y/o óptimo. Este fenómeno es atribuido al conocido como error de anclaje.

Dicho error de anclaje, en esencia, viene a corresponderse con la tendencia de los individuos a hacer juicios de valor cuantitativos en base a estimaciones iniciales arbitrarias. En la mayoría de las ocasiones estas estimaciones son preestablecidas por convicciones personales y poco objetivas (Alcalá Villarreal, 2012).

Por razones psicológicas, los individuos, con indiferencia de su grado de conocimiento o experiencia en los mercados financieros, buscan las evidencias o informaciones más adecuadas para ratificar su estrategia y comportamiento en los mercados. De esta manera, los individuos se autoconvencen de la validez y corrección de sus decisiones, infravalorando la veracidad de todas las demás opiniones, tendencias o estrategias.

#### **4.2.3.2. Sobreconfianza**

Por otro lado, y a su vez de forma de natural, los individuos se caracterizan por creer saber más de lo que realmente saben o conocen. Esta percepción lleva a los agentes a sentirse entendidos expertos con inferencia directa en los mercados,

En esta línea, la sobreconfianza ha de ser entendida como uno de los sesgos más característicos y frecuentes en los mercados financieros. En estos mercados, los agentes que operan sobre ellos suelen atribuirse a sí mismos la condición de expertos en una determinada materia, en este caso el ámbito de la inversión (Alcalá Villarreal, 2012). Todo ello provoca que, de forma irracional, los mercados, tienden a desarrollar una cierta tendencia a las ilusiones.

Esta tendencia a las ilusiones ha de ser considerada como una tendencia innata del ser humano a creer que puede controlar o influenciar factores en los que no tiene ningún control o que son totalmente aleatorios.

La principal consecuencia de la ilusión de control es que bajo su efecto los individuos se ven abocados a aumentar el riesgo que asumes con tus inversiones. Dicho con otras palabras, la ilusión de control hace que, aunque la lógica resulte aplastante, si como inversor piensas que tienes más control y conocimientos, puedes asumir más riesgo e incluso invertir más dinero

Parece evidente por tanto afirmar que las personas tienden a sobrevalorar su capacidad para controlar una situación determinada, cuando lejos de ello, en realidad es poco o ninguno el impacto o capacidad de control que tienen sobre la misma.

Esta tendencia natural de los individuos recibe el nombre de ilusión de control, y se hace manifiesta en los mercados financieros cuando el resultado de las decisiones no es óptimo, o el esperado para los inversores, sino que implica consecuencias totalmente contrarias a los deseadas o esperadas (Alcalá Villarreal, 2012).

#### **4.2.3.3. Disposición**

Los mercados financieros, con un gran potencial de atracción por las rentabilidades que pueden llegar a proporcionar a los inversores, se caracterizan por reproducir de forma prolongada ciertos comportamientos habituales. Estos comportamientos, al margen del efecto rebaño que comentaremos a posteriori, suponen el desarrollo y consolidación de ciertas estrategias de inversión.

Se puede afirmar por consiguiente que, de forma natural, existe una tendencia general en los mercados a vender los activos financieros ganadores, y por ende objeto de rentabilidades, demasiado temprano. No obstante, por el contrario, se tienden a mantener aquellos activos “perdedores” un tiempo más amplio (Alcalá Villarreal, 2012).

Este hecho, conocido como sesgo de disposición, responde a la tendencia natural de los inversores de posponer el fin de aquellas decisiones que han resultado adversas. Es decir, el sesgo de disposición se relaciona con la negativa natural de los individuos de evidenciar el carácter erróneo de sus mecanismos o estrategias de decisiones.

#### **4.2.3.4. Comodidad**

El binomio riesgo-rentabilidad representa uno de los pilares esenciales, tanto del punto de vista dogmático como práctico, de los mercados financieros (Grinblatt & Keloharju, 2001).

Por ello, entendiendo el riesgo como el miedo que supone para los inversores la pérdida potencial de sus recursos económicos, hemos de hacer referencia a la preferencia por los mercados financieros domésticos. En definitiva, se puede considerar que el sesgo de comodidad descansa fundamentalmente en motivos de seguridad completamente irracionales.

Esta búsqueda de seguridad, o tendencia a la comodidad, se evidencia en el comportamiento en los mercados financieros de muchos agentes. Estos agentes, pese a la posibilidad de obtener mejores resultados o mayor diversificación de riesgos invirtiendo en el extranjero, dan prioridad al mercado doméstico, por ser este el más cercano.

Por todo ello hemos de tener en cuenta que hablar de comodidad y cercanía en términos de inversiones supone hacer alusión a la seguridad o menor percepción al riesgo que para los agentes supone optar por mercados que les son más comunes (Alcalá Villarreal, 2012).

#### **4.2.3.5. Efecto rebaño**

El conocido como efecto rebaño, se corresponde con el comportamiento más genéricamente detectado en los mercados financieros en un contexto psicológico. Este efecto se relaciona con la tendencia de muchos inversores de reproducir los comportamientos o decisiones de otros.

La ilusión por alcanzar grandes rentabilidades y cosechar éxitos en los mercados financieros lleva a los inversores, de forma natural e irracional, a reproducir el desempeño de los “ganadores”. Sin embargo, esta tendencia es desarrollada sin cotejar previamente su veracidad y/o objetividad, o sin valorar si los perfiles y objetivos de la inversión son homogéneos (Szyszka, 2011).

Con todo ello, este sesgo, de forma clara y coloquial, podría ser definido en base a la tendencia natural de los individuos de ganar si todos ganan, y perder si todos pierden. O lo que es lo mismo, en base a la necesidad de aceptación social de los individuos.

#### **4.2.4. Repercusión económica del Behavioral Finance**

La gestión errónea e infravaloración del riesgo en los mercados financieros ha de ser considerada como la causa fundamental de los grandes desequilibrios económicos a nivel mundial. La sucesión contante de estos desequilibrios económicos durante más de una década terminaría por suponer en el año 2008 el colapso del sistema financiero internacional, y el estallido de una nueva recesión (Argandoña, 2010).

De forma individualizada los riesgos económicos derivados de desequilibrios en los mercados acabarían por ser gestionados de forma adecuada, reduciendo así su impacto mínimo. Pese a ello, el problema principal para el sistema acabaría siendo la unión e interrelación de estos riesgos. Sin embargo, el principal problema sería otro, y se asociaría con la falta de coherencia. En esta línea, más allá de la infravaloración del riesgo y la no asunción de responsabilidades, frente a la configuración de desequilibrios mundiales interconectados, el principal problema sería la falta de actuación y control por parte de alguna autoridad individual (Madariaga Bilbao, 2015).

En este contexto, el estudio de la crisis desde una perspectiva conductual nos permite entender cómo la psicología humana, así como los riesgos implícitos existentes en el proceso de toma de decisiones, impulsa y condiciona la actuación de los actores financieros. O, dicho de otra manera, esta pretensión por profundizar en el análisis de la económica conductual se relaciona con la necesidad de entender el impacto directo del comportamiento humano sobre la economía, pero más en concreto si cabe sobre los mercados financieros (Rodríguez Quintana, 2012).

Bajo la denominación de "espíritus animales", Keynes aludía a la psicología humana como un elemento condicionante de la evolución de los mercados financieros (Maynard Keynes, 1936).



El Dr. Tuckett defiende que los mercados financieros siempre tenderán a estar sujetos a la codicia, la sobreexcitación, la ansiedad, el pánico y a estados mentales divididos (Tuckett, 2009). Por consiguiente, la incertidumbre y los riesgos del mercado nunca podrán llegar a gestionarse de forma eficiente y óptima sin tomar en consideración en la parte emocional implícita en el proceso de toma de decisiones. En este contexto, son numerosos los estudios que evidencian que los mayores riesgos nunca son los que se pueden ver y medir, sino los que no se pueden ni ver ni predecir (Szyszka, 2011).

En definitiva, cuando el mercado por sí solo no puede optimizar el bienestar social debido a sus imperfecciones, ineficiencias y/o las características psicológicas de sus participantes, es necesario promover la aplicación directa de una restricción externa. Esta restricción externa ha de ser entendida como todo elemento normativo y/o arbitrario a partir del cual desarrollar una comprensión profunda tanto de la economía en su conjunto, como de la psicología de los agentes que operan en ella (Gilovich, Griffin, & Kahneman, 2002). Como consecuencia de todo ello, es preciso recalcar la necesidad de integrar, dentro del marco teórico-normativo explicativo de la evolución de los mercados financieros, los diferentes prejuicios o sesgos característicos del comportamiento humano a la vista de la gran repercusión que estos tienen en el proceso de toma de decisiones de los agentes financieros, y por consiguiente en los mercados.

### **4.3. Aplicación conductual de la Heurística**

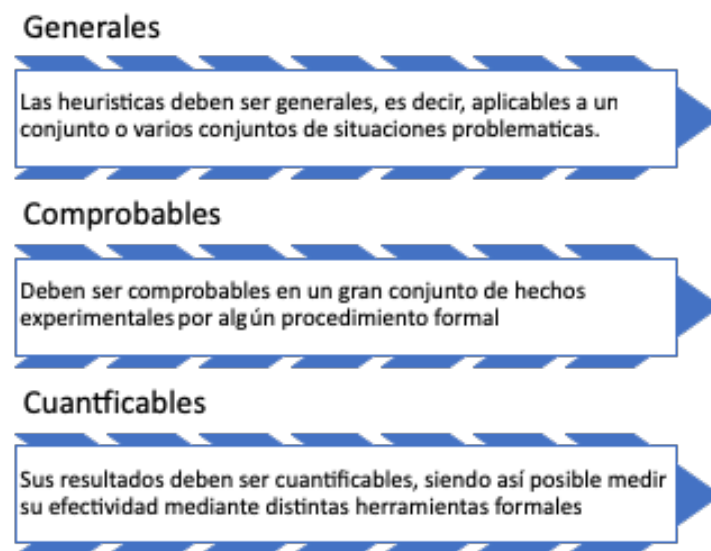
Una vez establecido el fundamento teórico esencial tanto de la Heurística como campo de estudio, como del Behavioral Finance, es importante profundizar en la relación directa existente entre la heurística como disciplina científica, y la economía conductual.

Las heurísticas se caracterizan por recalcar la dimensión y complejidad de las decisiones y juicios de valor del ser humano. Por su parte, la económica conductual busca explicar el impacto directo del comportamiento humano sobre el devenir de la economía y las finanzas.

Por consiguiente, partiendo de la diferenciación de ambas, la heurística puede ser considerada como una de las respuestas conductuales que ofrece el Behavioral Finance para evitar desequilibrios macroeconómicos y financieros como los acontecidos tras el estallido de la crisis económica del año 2008. Este razonamiento se sustenta en el análisis dicha crisis, cuyo origen esta motivado directamente con el comportamiento irracional, impulsivo y descontrolado de los inversores.

La aplicación de la heurística como explicación conductual de la crisis ha de tener en cuenta la condición de las ciencias económicas y sociales como campos de estudio del conocimiento humano difícil de cuantificar, por el carácter multi-causal y multi-factorial de gran parte de los fenómenos que dichas ciencias estudian (Rodriguez Toledo, 2009).

**Grafico 1:** Elemento comunes característicos y necesarios de las heurísticas



*Fuente elaboración propia en base al contenido de (Rodriguez Toledo, 2009)*

De la misma manera, hay que recordar que el objeto de estudio de las ciencias sociales es el hombre. Un ser en constante evolución, que va modificándose a lo largo de su vida, pasa por etapas, y muta constantemente de sociedad en sociedad.

En esa misma línea, hemos de recalcar que el ser humano es incapaz de separarse de su condición natural, por lo que, a pesar de ser y/o estar altamente influenciado por elementos cognitivos, sus comportamiento y decisiones acaban por estar limitados, o al menos notoriamente condicionados, por la disponibilidad de recursos (Cortada de Kohan, 2008).

Tomando en consideración todo ello, podemos afirmar que la importancia de las heurísticas dentro de las ciencias económicas y sociales radica en dos puntos principales (Rodríguez Toledo, 2009):

1. Su condición como herramienta empírica a partir de la cual solucionar problemas complejos en situaciones de incertidumbre y/o falta de precisión
2. Su condición como marco conceptual donde, de ser posible, se pueden establecer paralelismos entre el problema real y las condiciones de funcionamiento de la heurística en su conjunto.

En definitiva, la consideración de las heurísticas como campos de estudios por parte de la economía conductual, se relaciona con la pretensión del Behavioral Finance por conocer el porqué de los comportamientos del ser humano, especialmente de aquellos comportamientos efectuados de forma compulsiva por los inversores en los mercados financieros. Es decir, se podría considerar que la economía conductual promueve el estudio y análisis de las distintas heurísticas características de las ciencias sociales.

Dicha pretensión ha de ser entendida como el ánimo del Behavioral Finance por definir patrones de conducta y comportamiento que permitan la promulgación de un campo normativo. En este contexto, la consolidación de un campo normativo de tal calibre busca esclarecer una regulación y/o predicción del comportamiento de los agentes económicos, con el ánimo de evitar comportamientos irracionales que supongan el estallido de desequilibrios económicos como los acontecidos en el año 2008.

Para ello, el Behavioral Finance apuesta por la diferenciación entre agendas, mensajes o tendencias positivas y negativas en lo relativo a los juicios de valor que el ser humano lleva a cabo de forma previa a la toma de decisiones. O lo que es lo mismo, la economía conductual aboga por explicar el proceso de toma de decisiones de los individuos en base a su similitud o adaptación a una o varias heurísticas.

La denominada agenda positiva, busca dilucidar y clasificar la naturaleza y condición de estos procesos a través de los cuales los individuos emiten de juicios de valor, actuaciones y/o decisiones importantes y difíciles, frente a problemas reales que se les presentan en sus vidas. Por su parte, la agenda negativa dentro del conjunto del pensamiento heurístico y de los sesgos de comportamiento del ser humano, busca especificar las condiciones bajo las cuales los juicios de valor intuitivos se distancian de las reglas puras de probabilidad matemática (Gilovich, Griffin, & Kahneman, 2002).

Por otro lado, otro de los campos de estudio e interacción entre las heurísticas y el Behavioral Finance busca dilucidar el carácter automático o deliberado del comportamiento humano.

De forma recurrente, las heurísticas se han descrito como las estrategias que los individuos utilizan deliberadamente para simplificar los procesos de toma de decisiones o juicios de valor, pues de lo contrario, estos serían, en muchos casos, demasiado difíciles de resolver por la mente humana (Fierro Celis & Rubio Guerrero, 2014).

Sin embargo, de acuerdo con el pensamiento de Tversky y Kahneman, la dimensión conductual del comportamiento humano se caracteriza por la promulgación de "evaluaciones naturales" por parte de los individuos que pueden influir de forma directa en sus decisiones y/o comportamientos sin una pretensión deliberada o estratégicamente (Gilovich, Griffin, & Kahneman, 2002). Por consiguiente, el comportamiento humano no puede quedar reducido a una única consideración, si no que, dada su naturaleza flexible con respecto al momento, la situación y/o las circunstancias que le rodean, debe ser estudiado como un fenómeno diverso y cambiante, difícil de predecir (Cortada de Kohan, 2008).

Por todo ello, el auge del Behavioral Finance evidencia la necesidad de impulsar el estudio y conocimiento conductual de los agentes económicos, y su alineación con respecto a determinadas heurísticas psicológicas del comportamiento humano.

En último término, la interrelación de ambas disciplinas de estudio de las ciencias económicas y sociales ha de entenderse como una de las principales vías por las que poder establecer un campo normativo a través del cual predecir posibles desviaciones de la economía y las finanzas motivadas por el comportamiento irracional e incompresible de los agentes económicos.

#### **4.4. Crisis económica de 2008**

##### **4.4.1. Estallido de la crisis: razones y consecuencias**

Con unos mercados financieros plenamente globalizados, la crisis económica del año 2008 ha de ser considerada como el resultado de una liberación financiera descontrolada, caracterizada tanto por la ausencia de un firme marco regulatorio, como por el exceso de liquidez global (Steinberg, 2008).

La interrelación directa de ambos aspectos supuso el estallido de una euforia financiera sin precedentes a nivel mundial. Dicha euforia, ante la ausencia de una percepción clara del riesgo, acabaría configurando burbujas especulativas entorno al exceso de apalancamiento y sobreendeudamiento de los agentes económicos (Sabau Jiménez, 2018).

Por otro lado, la banca comercial había perdido su papel de actor principal del sistema financiero internacional. De la misma manera, el crecimiento desmedido de la economía mundial había supuesto la transformación del sistema financiero internacional e impulsado la consolidación de un nuevo sistema basado en la titulización de activos. Este nuevo sistema financiero internacional pasaría a tener a los bancos de inversión como principales agentes financieros (Martínez Sánchez, 2017).

En el contexto de transformación del sistema financiero comentado, la banca de inversión al carecer de controles podía apalancar sus posiciones en mucha mayor medida que la banca comercial. Dicha ausencia de controles ha de ser entendida por la falta de regulación y sobreconfianza existentes en la década previa a la crisis. Como consecuencia, en un contexto de expansión económica, la banca de inversión resultaría la gran beneficiada de una regulación financiera inexistente, y se consolidaría como el principal agente financiero de los mercados (Rodríguez Ortiz, 2010).

Durante años, el sector inmobiliario creció hasta alcanzar unos niveles excesivos. Como consecuencia de ello, en un contexto de incremento de precios de las viviendas, la actuación de los bancos se caracterizó por la proliferación masiva, exponencial y sin control de los créditos. Esta situación, insostenible en el tiempo, acabaría por suponer el estallido de la burbuja inmobiliaria (Madariaga Bilbao, 2015).

Con todo ello, en un contexto de crecimiento exponencial entre 2003 y 2007, la economía mundial vio como las hipotecas subprime acabarían por convertirse en las principales responsables de la caída del sistema financiero internacional (Steinberg, 2008).

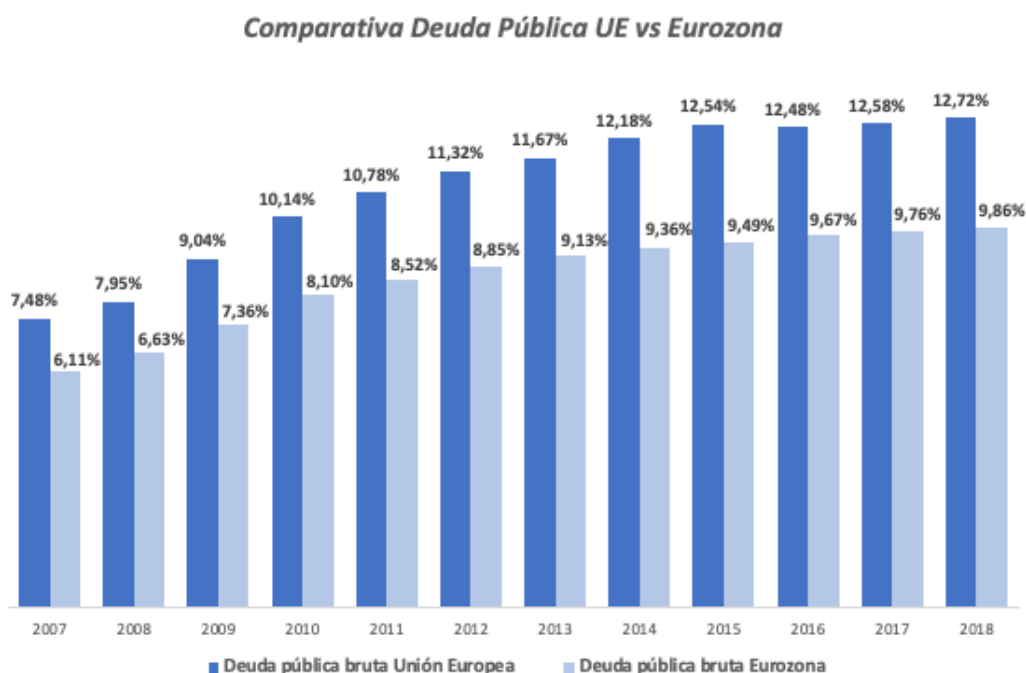
En este contexto, el elevado crecimiento de la economía mundial, la baja inflación, los bajos tipos de interés (negativos en términos reales), y/o la estabilidad macroeconómica provocaron una reducción sustancial de la aversión al riesgo, y dieron rienda suelta a un crecimiento irracional (Grinblatt & Keloharju, 2001).

Frente a este crecimiento incontrolable, ninguna institución quería intervenir de forma directa, pese a constatarse en todo momento la inexistencia de una regulación firme o la falta de adaptación de la política monetaria internacional. A este aspecto, hemos de sumar la incapacidad de los mercados financieros de autorregulación.

Como consecuencia, de forma natural, los mercados tienden al desequilibrio, sobre todo tras largo periodos de crecimiento y estabilidad. Estos períodos, por inercia del propio sistema, acaban por incentivar los excesos, el endeudamiento y el consumo desmedido, y hacen que no sea posible escapar a crisis financieras periódicas.

En esta línea, el siguiente gráfico presenta la evolución de los niveles de endeudamiento de los países europeos desde el comienzo de la crisis. En dicho gráfico se evidencian los efectos de un crecimiento exponencial e irracional que llevó a las economías europeas a endeudarse. Este endeudamiento si bien en un primer momento estaba centrado en impulsar y favorecer crecimiento económico, paso tras el estallido de la crisis a evitar el colapso y la recesión de las economías europeas.

**Gráfico 2:** Evolución comparativa deuda pública UE vs Eurozona



*Fuente: elaboración propia con datos extraídos del BCE*

El origen de la crisis económica de la última década ha de situarse en Estados Unidos en el año 2007, más concretamente en agosto. En este momento, el aumento desmedido de la morosidad de los clientes, y la consiguiente multiplicación de las pérdidas de las instituciones financieras, provocó el estallido de la burbuja inmobiliaria, y el colapso del mercado de hipotecas subprime (Dabat, 2009).

Sin embargo, no sería en el año 2007, sino unos meses después, cuando la economía mundial se viese abocada a una recesión sin precedentes. El origen de esta recesión ha de relacionarse con dos hechos fundamentales.

El primero, acontecido entre febrero y marzo de 2008, se corresponde con los rescates del banco de inversión estadounidense Bear Stearns y del banco comercial británico Northern Rock. Estos rescates se llevaron a cabo para evitar el colapso del sistema y evidenciaron de primera mano la precaria situación de la economía mundial. Sin embargo, no sería estos acontecimientos, sino la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, la que prendería la llama de la mayor recesión económica de la última década (Steinberg, 2008).

Esta empresa de más de 150 años de antigüedad fue declarada en bancarrota. Una empresa de más de 25.000 empleados, presente en todo el mundo y con activos por valor de 600.000 millones de dólares no era capaz de soportar la situación y veía en la declaración de insolvencia su única alternativa (Madariaga Bilbao, 2015).

Este acontecimiento, sumiría al mercado en un pánico desmedido por el cual se produciría la contracción internacional de la actividad economía y la aceleración la que acabaría siendo la mayor crisis económica de la última década.

Con todo ello, en un contexto de globalización financiera como el expuesto con anterioridad, el endeudamiento del mercado americano, mercado de referencia a nivel internacional, significaría un exceso de liquidez mundial. Como consecuencia de ello, los tipos de interés se situarían a un nivel anormalmente bajo, la actividad económica se ralentizaría exponencialmente, aumentándose con ello la insolvencia y el desempleo, y los Estados tratarían, sin éxito, de promulgar parches y medidas de contención frente a una situación que ya era incontrolable (Rodríguez Ortiz, 2010).

En relación con esta caída de los tipos de interés comentada con anterioridad, el siguiente gráfico muestra la evolución de los tipos de referencia establecidos por el BCE durante la ultima década. Esta evolución hasta alcanzar un valor nulo o incluso negativo responde a la necesidad de las economías europeas por disponer de los recursos, instrumentos y medios necesarios para reactivar la actividad económica.

**Gráfico 3:** Evolución tipo de interés BCE



*Fuente: elaboración propia en base a dato extraídos del BCE*



En este contexto de crisis, fueron numerosos los razonamientos teóricos que trataron de explicar la caída del sistema económico internacional. Uno de estos pensamientos, más concretamente el del premio Nobel de economía Paul Krugman, recalca que la crisis económica de 2008 se produjo como consecuencia de la excesiva, irracional e incontrolada integración y apalancamiento del sistema financiero (Martínez Aldana & Mayorga Sánchez, 2008).

#### **4.4.2. Comparativa con crisis económica de 1929**

Si bien el efecto devastador de ambas crisis mermó la economía mundial, la crisis económica del año 2008 y el crack del 29 han de ser consideradas como periodos de recesión muy diferentes entre sí.

En el año 1929, la economía mundial experimentó deflación y altas tasas de desempleo, las cuales llevaron a superar el 20%. Todo ello aconteció en un momento en el que no existían las coberturas sociales que existen en la actualidad, ni la concepción actual del Estado del Bienestar (Madariaga Bilbao, 2015).

Además, a diferencia del año 2008, en el contexto de la crisis de 1929 no podemos considerar el importante crecimiento y capacidad de financiación, en términos de recursos y medios, de los países periféricos, actualmente países emergentes. Si bien el atractivo e importancia de estos países se relaciona con su condición como fuente de oportunidades de inversión, su consideración internacional ha supuesto la explotación y enriquecimiento de las principales economías.

Por lo tanto, y si bien es común en ambas situaciones el crecimiento del desempleo y la caída de la inflación, la economía mundial no sufrió los mismos efectos en el año 2008 que el año 1929, en términos de recesión. Además, tras la experiencia del año 1929, la economía mundial contaba con un componente cognitivo que permitió actuar en el año 2008 de forma directa para evitar desequilibrios homogéneos a los ocurridos en el crack del 1929.

En definitiva, la aplicación de la experiencia del crack de 1929 a la crisis del año 2008 nos permite constatar las similitudes y diferencias de ambos periodos de recesión. Es decir, por medio del aprendizaje extraído por importantes economistas de la recesión de los años 30, podemos explicar algunas de las razones que supusieron el estallido de un nuevo periodo de crisis global.

En primer lugar, y de acuerdo con la “Teoría General del Empleo, el Interés y el Dinero” de John Maynard Keynes, la crisis del 1929 estuvo motivada por la insuficiencia de demanda efectiva en los mercados. La caída generalizada de los precios incentivo las ventas y llevo a los mercados a tocar fondo. Frente a esta situación, la economía estadounidense veía como única actuación posible para revertir la situación el desarrollo de una política fiscal expansiva de generalización del gasto. El ejemplo de esta política podría ser considerada como el modelo o patrón directo de la política de aumento del gasto e inversión que impulsaron las autoridades económicas internacionales en el año 2008 (Maynard Keynes, 1936). No obstante, desde la perspectiva conductual, no podemos considerar que esta respuesta reparara en el componente psicológico y en la corrección de posibles desviaciones en el comportamiento de los inversores. Es decir, esta respuesta lejos de tratar de corregir el comportamiento irracional de los inversores ha de ser catalogada en base a su motivación por salvaguardar la estabilidad de los mercados y evitar el colapso absoluto de la economía mundial.

Por otro lado, Milton Friedman y Anna Schwartz en “Una historia monetaria en Estados Unidos” explicaron el crack del 29 como el resultado de una mala política monetaria de la Reserva Federal, la cual no inyectó la suficiente liquidez en la economía a tiempo (Friedman & Schwartz, 1963). Sin embargo, este aspecto, considerado por ambos economistas como la causa fundamental de la crisis del 1929, no es aplicable a la crisis de 2008 ya que desde el primer momento las autoridades centrales inyectaron liquidez en el sistema para evitar, en la medida de lo posible, la ralentización de la actividad económica y el colapso del sistema. De nuevo, otra de las respuestas promovidas en el año 2008 siguiendo en modelo del crack del 29, omitía cualquier tipo de actuación directa sobre psicología y comportamiento de los inversores. En esta línea, si bien la inyección masiva de liquidez en los mercados evitaba el colapso de la actividad económica, no sentaba las bases de ninguna línea de actuación por la que evitar comportamientos de rebaño de los inversores que pudieran desencadenar desequilibrios futuros.

Por último, y como bien defiende el pensamiento del historiador Charles Kindleberger, al igual que en el año 1929, la crisis de 2008 acabaría por convertirse en una prolongada depresión como consecuencia de la falta de liderazgo de una potencia hegemónica mundial. Una potencia capaz de encargarse de la provisión de los bienes públicos necesarios para el mantenimiento de un orden económico liberal y abierto. Pero también, de la promulgación y desarrollo de un mecanismo que proporcione liquidez al sistema cuando se producen situaciones de crisis (Steinberg, 2008).

Con todo ello, podemos considerar que, al igual que ocurrió a finales de los años 30, una de las grandes explicaciones de la crisis de 2008 reside en la falta de control y liderazgo de una potencia hegemónica en un mundo multipolar como el actual.

Además, el impacto de la crisis del año 2008 fue un impacto asimétrico que conllevó una reconfiguración significativa del equilibrio de poder a nivel mundial en favor de las potencias emergentes. Estas potencias, vieron, más allá de los riesgos intrínsecos de toda crisis, una gran oportunidad para cambiar las reglas de juego del mercado global en su favor (Sánchez Mugica, 2018). Desde el punto de vista conductual, esta reconfiguración del sistema económica ha de ser considerada como una nueva evidencia de que la aversión al riesgo primaba en los mercados. La apuesta y fortalecimiento de economías emergentes en expansión con escasa capacidad y cuyo principal potencial residía en la posesión de recursos naturales solo respondía a la incesante búsqueda de oportunidades y rendimientos sin reparar en los posibles riesgos intrínsecos.

En definitiva, podemos afirmar que la última crisis económica, al igual que sucedió con el crack del 29, más allá de las consecuencias económicas y caídas de los mercados, evidenció la ausencia de un liderazgo internacional. Es decir, de un liderazgo firme, compartido y basado en la cooperación internacional.

Sin embargo, en este contexto, es preciso recalcar que, lo que en un principio fueron rescates ad hoc de instituciones financieras concretas y acciones unilaterales descoordinados se han ido convirtiendo en planes más amplios y con cierto nivel de coordinación, sobre todo en el Eurogrupo (Martínez Sánchez, 2017).

Si bien el pragmatismo parece haber vencido a la ideología, los países de forma conjunta parecen haber optado por impulsar una negociación activa que, pese a sus limitaciones en algunos aspectos, ha terminado por promulgar planes racionales. En contraste con experiencias pasadas, estos planes coinciden tanto en la necesidad de recapitalizar el sistema bancario, nacionalizando parcialmente la banca, como en asegurar los créditos interbancarios (Steinberg, 2008).

## **5. Análisis: Aplicación del Behavioral Finance en la crisis de 2008**

### **5.1. Colapso del comportamiento ético de los mercados en el año 2008 desde la perspectiva de las finanzas conductuales**

Más allá de las causas que llevaron al estallido de una nueva crisis económica en el año 2008, o de las consecuencias de esta nueva recesión, a continuación, se expondrán los principales factores del comportamiento ético de los inversores. Estos factores esenciales en el proceso de toma de decisiones son cruciales para comprender, desde la perspectiva del Behavioral Finance, la dimensión e impacto de la crisis.

#### ✓ Avaricia de los agentes financieros

Desde la perspectiva dogmática de la economía conductual, el comportamiento de los individuos en lo relativo a la toma de decisiones de inversión ha de entenderse como un comportamiento motivado por dos tipos de emociones: el miedo y la codicia (Grinblatt & Keloharju, 2001).

El primer de ellos, el miedo, se relaciona con el temor natural de los inversores a una caída abrupta del consumo por debajo de su nivel de vida actual (Argandoña, 2010).

Por su parte, la codicia, pese a incentivar la esperanza por un rápido crecimiento del consumo, tiende a llevar a los inversores a no diversificar adecuadamente sus inversiones. De forma incontrolable se antepone la pretensión por aumentar el nivel de vida ante un aumento del consumo, que el riesgo que ello implica. Es decir, los inversores cebados por la codicia están dispuestos a asumir riesgos elevados e innecesarios sin reparar en las consecuencias que ello podría llegar a suponer (Szyszka, 2011).

Durante la fase inicial de la crisis financiera del año 2008, en un contexto de caída constante de los mercados, el miedo acabó por dar paso al pánico. Finalmente, este pánico desmedido acabaría por convertirse en dueño y amo de los mercados, intensificando la depreciación de los activos y alimentando la extraordinaria caída de las cotizaciones (Alcalá Villarreal, 2012).

De forma progresiva, este temor provocaría a su vez la entrada de grandes flujos de capital a las denominadas categorías de activos, comúnmente consideradas como de gran seguridad, pero escaso rendimiento, y la consiguiente salida progresiva de los fondos de mercado más arriesgados (Szyszka, 2011).

El diferente enfoque del riesgo con respecto a las ganancias y las pérdidas, combinado con el efecto de la contabilidad mental, acabaría por reflejarse de forma directa en una mayor tendencia a mantener en la cartera aquellos activos cuyo precio había disminuido notoriamente desde que su compra, en lugar de las acciones que, al venderse, generarían ganancias de capital (Grinblatt & Keloharju, 2001). En definitiva, en la crisis económico-financiera del 2008, el efecto de disposición acabó por dar paso a una venta desmesurada, impulsada por el pánico de los inversores.

Si bien es cierto que esta hipótesis no ha sido verificada empíricamente con precisión, su consideración como fenómeno explicativo de este periodo de recesión ha de apoyarse en la escala y el ritmo abrupto e incontrolable que alcanzó la caída generalizada de los valores en el mercado.

En esta línea, el “Narrow Framing” o modelo de aplicación de las emociones sobre el proceso de toma de decisiones de inversión elude a la importancia de la contabilidad mental. Esta contabilidad, en virtud de la denominada cartera de comportamiento, hace que los inversores tiendan a preservar carteras de inversión mal diversificadas pero seguras, con el único objetivo de obtener los mayores beneficios posibles para poder aumentar con ello su nivel de consumo (Szyszka, 2011).

Por todo ello, hemos de comprender que, a pesar de la irracionalidad que acompaña a una estrategia de inversión de tal calibre, los inversores, como consecuencia de su temor a perderlo todo, tienen tendencia natural a mantener una parte de sus ahorros en bonos de elevada seguridad, diseñados principalmente para preservar el valor real del dinero en el tiempo (Argandoña, 2010).

✓ Subestimación del riesgo

Como bien se ha expuesto con anterioridad, el aumento desmedido de la codicia de los inversores provocó la desaparición progresiva del riesgo en los mercados, imponiéndose en su defecto la persecución de tasas de rendimiento cada vez más altas (Grinblatt & Keloharju, 2001).

En este contexto, la ruptura del binomio económico rentabilidad-riesgo llevó a un aumento desmedido e irracional de la confianza de los inversores (Rodríguez Quintana, 2012). Este exceso de confianza desde la perspectiva de la economía conductual es explicado como el resultado de cuatro manifestaciones del comportamiento psicológico de los inversores: efecto por encima de la media, efecto de calibración, ilusión de control y optimismo poco realista (Barber & Odean, 2000).

En primer lugar, es preciso recalcar que, al hacer evaluaciones y desarrollar convicciones sobre la realidad que les rodea, especialmente más si cabe sobre la posible evolución de los mercados financieros, las personas tienden a sobreestimar sus conocimientos y habilidades (Gilovich, Griffin, & Kahneman, 2002). Como consecuencia, de forma natural, esta sobrestimación de conocimiento y habilidades lleva a los individuos al establecimiento de rangos de confianza muy por encima de sus aptitudes reales (Grinblatt & Keloharju, 2001).

Todo ello, acaba por suponer la consolidación de escenarios ficticios en los que la promulgación de decisiones no deliberadas conlleva de forma directa a la asunción de toda una serie de riesgos implícitos desconocidos, o al menos infravalorados (Szyszka, 2011).

La confianza de los inversores tiende a crecer en la medida que el grado de dificultad de las tareas y/o decisiones a tomar es mayor. Esto se produce en mayor medida en contextos de incertidumbre como los mercados financieros caracterizados por la ausencia de señales o evidencias del entorno que confirmen o anulen la información anterior o las decisiones tomadas de forma previa (Alcalá Villarreal, 2012).

Por otro lado, de forma instintiva, pese al carácter erróneo que puedan llegar a tener sus estimaciones y/o evaluaciones, los inversores tienden a autoconvencerse de la correcta examinación y análisis del caso en cuestión, y por ende a no cambiar su opinión inicial respecto a la realidad y/o materia sobre la que están decidiendo.

En definitiva, este exceso de confianza de los inversores ha de ser entendido como un impulso directo de la conocida como ilusión de control. Esta ilusión hace referencia a la convicción de los individuos de que sus acciones pueden afectar positivamente a incidentes totalmente aleatorios. De la misma manera, este exceso de confianza conduce a su vez a un optimismo infundado y a una ilusión poco realista (Szyszka, 2011).

Como consecuencia de todo ello, como bien se puso de manifiesto durante la crisis del año 2008, los individuos, más si cabe los inversores, se caracterizan por presentar una tendencia natural a no aprender de errores anteriores. Resulta complejo para los inversores evitar el impacto emocional que tienen las fuertes correcciones de los mercados; sin embargo, pese a ello, el comportamiento de los inversores parece seguir un patrón irracional cíclico. Si bien los individuos son conscientes de la existencia y sobrevaloración de un exceso de optimismo como el existente en los mercados en épocas de bonanza, siguen creyendo de manera poco realista que sus predicciones resultarán exactas y correctas en el futuro (Bickchandani & Sharna). De entre los errores más comunes en épocas de recesión o caída de los mercados podemos destacar la tendencia a deshacer posiciones para invertir en activos refugios o el aumento del depósito bancario.

En un contexto de crecimiento y prosperidad económica como el acontecido de forma previa al estallido de la recesión económica del 2008, los elevados y rápidos rendimientos obtenidos por los inversores, provocarían de forma cíclica y directa, un aumento exponencial de la subestimación total del riesgo.

La subestimación del riesgo, junto con el empoderamiento del sesgo de confirmación, impidió la percepción de ciertas señales de advertencia. Sin embargo, la valoración de estas señales por parte de los agentes económicos, y los mercados en su conjunto, podrían haber limitado la tendencia alcista de crecimiento incontrolable de los mercados, y por tanto logrado contener la dimensión y calibre de la crisis posterior (Szyszka, 2011).

✓ Racionalidad limitada y errores de calificación de las agencias de rating

Más allá del colapso que se produjo en los dos aspectos característicos del comportamiento ético de los inversores citados con anterioridad, la crisis financiera del 2008 confirmó a su vez el fracaso de las agencias de calificación.

Estas agencias cometieron errores notorios, muchos de los cuales pueden explicarse por razones de comportamiento, con respecto a la evaluación de todos aquellos riesgos implícitos que pudieran llevar ligados productos financieros basados en hipotecas.

Al considerar los errores motivados por razones de comportamiento de los agentes financieros, hemos de incluir sesgos del comportamiento derivados de la causa material, formal, eficiente y/o final que los individuos persiguen con sus comportamientos o decisiones (Szyszka, 2011). Es decir, los errores cometidos por las agencias de calificación en relación con el comportamiento de los inversores se explican como consecuencia de la sobrevaloración, o en su defecto infravaloración, de los acontecimientos o decisiones tomadas en los mercados. Por ejemplo, en línea con lo expuesto con anterioridad, la causa eficiente busca justificar la venta de valores al alza y el mantenimiento de valores a la baja en la búsqueda de rentabilidades. En línea con este ejemplo, podemos afirmar que las agencias de calificación no supieron medir ni valorar el impacto real de la evolución de los mercados, al anteponer en su defecto comportamientos sesgados de los agentes o valoraciones poco objetivas de instrumentos financieros.

En último término, y de forma paralela a la consolidación de un optimismo poco realista, las agencias de calificación fueron víctimas de la dominante inclinación psicológica existente en los mercados.



Como consecuencia de esta inclinación, acontecimientos muy improbables eran tratados como acontecimientos cuya probabilidad de producirse era prácticamente nula. Sin embargo, más allá de este sesgo de evaluación, las agencias de calificación han de sumar a su vez errores de extrapolación de posibles riesgos implícitos de la inversión (Szyszka, 2011).

Dichos errores han de ser percibidos como un claro ejemplo de subestimación del riesgo, y responden a la tendencia de las agencias de calificación de valorar instrumentos emitidos sobre la base de las carteras de deuda, como instrumentos sin riesgo alguno de insolvencia al estar garantizados por hipotecas (Steinberg, 2008).

Las hipotecas eran consideradas como garantías de crédito respaldadas en bienes inmuebles cuyo valor al alza no podía sufrir caídas abruptas que llevaron a los prestatarios a incurrir en insolvencias pronunciadas. Es decir, las hipotecas eran consideradas como las garantías de crédito más seguras.

Si bien se supuso que, en el peor de los casos, podrían producirse dificultades temporales de liquidez si los prestatarios dejaran de efectuar los pagos, no se llegó a tomar en consideración la posibilidad de que la pérdida final de valor de una parte de la deuda llegara a afectar a conjunto de esta. O lo que es lo mismo, el error de extrapolación de una tendencia de crecimiento a largo plazo por parte de las agencias de calificación contribuyó a incrementar la creencia de que los precios de los bienes inmuebles no disminuirían en el futuro (Szyszka, 2011).

Todo ello supuso la proliferación del crédito, la subestimación del riesgo, y la generación de una burbuja al alza cuyo estallido, como bien hemos mencionado anteriormente, supondría el inicio de la gran recesión económica de la última década.

## **5.2. Herramientas y actuaciones promovidas para la recuperación**

Una vez expuesto el componente teórico de las Heurísticas y Behavioral Finance, y analizada la crisis económica del año 2008, es preciso evaluar el impacto de la economía conductual en algunas de las herramientas promovidas por las autoridades europeas para reactivar la actividad económica. Es decir, tras analizar en profundidad el colapso económico provocado por la crisis, a continuación, se busca comprender algunas de las herramientas e instrumentos utilizados como respuesta a la crisis en base a la influencia del Behavioral Finance sobre ellas.

En primer lugar, al hablar de medidas e instrumentos promovidos por las autoridades económicas europeas, resulta conveniente diferenciar estas en base a su carácter. En esta línea, si bien algunas medidas son de carácter convencional y/o cíclico, otras se caracterizan por su condición de extraordinarias. Es decir, si bien la aplicación de algunas de estas medidas se corresponde con instrumentos ordinarios de política económica y monetaria, otros evidencian el carácter extraordinario de la crisis como respuestas ad hoc creadas frente un problema concreto con un fin determinado (Closa & Molina, 2018).

En base a ello, las medidas convencionales han de ser definidas como aquellas medidas utilizadas por el Banco Central Europeo (BCE) en condiciones normales de mercado. Es decir, cuando pequeñas variaciones de la inflación, son controlables por medio de operaciones de mercado abierto, facilidades permanentes de crédito o depósito, y/o uso de reservas legales obligatorias (Cabañate Concha, 2016).

Sin embargo, el debilitamiento y endeudamiento generalizado de las economías de la Eurozona, llevó al BCE a promover el desarrollo e implantación de otro tipo de medidas de índole extraordinario que complementasen a las medidas convencionales mencionadas con anterioridad. En definitiva, estas medidas pueden considerarse como la respuesta extraordinaria promovida por las autoridades para combatir la inesperada e incontrolable dimensión adquirida por la crisis ante la incapacidad de hacerlo por la vía convencional.

No obstante, lejos de entrar en el análisis de todas las medidas, tanto convencionales como extraordinarias, promovidas por las autoridades para frenar la crisis, a continuación, se expondrán aquellas que pueden ser explicadas por su relación con la economía conductual. O lo que es lo mismo, se analizarán aquellas medidas e instrumentos relacionadas con alguno de los sesgos conductuales característicos del Behavioral Finance.

El Behavioral Finance defiende la importancia e impacto directo del comportamiento psicológico de los individuos en el devenir de los mercados (R. Ritter, 2003). Este impacto ha sido analizado y tomado en consideración por muchos planteamientos teóricos, sin embargo, este trabajo busca dirimir si su importancia fue considerada en la respuesta promovida frente la crisis del 2008. Por ello, para remarcar la importancia del comportamiento de los individuos en el mercado, a continuación, la siguiente tabla evidencia el comportamiento rebano de los inversores y su tendencia natural a tomar decisiones impulsivas e irracionales impregnadas por el miedo.

Tabla 1: Principales caídas de los mercados financieros

<b>Principales caídas mercados financieros</b>			
<b>Año</b>	<b>Duración</b>	<b>% Caída</b>	<b>Motivo Principal</b>
2010	marzo-junio	16,0%	Crisis de la deuda soberana en Grecia.
2011	abril-junio	19,4%	Crisis de la deuda europea.
2011	julio-octubre	9,8%	Techo de deuda de la Eurozona.
2012	marzo-junio	9,9%	Expansión cuantitativa (QE).
2012	octubre-noviembre	7,7%	Elecciones EE.UU.
2013	mayo-junio	5,8%	Reducción anticipada de la Fed de la compra de bonos.
2014	enero-febrero	5,8%	Crisis de deuda en mercados emergentes.
2014	octubre-noviembre	7,4%	Auge ISIS + Finalización QE.
2015	agosto-septiembre	12,4%	China.
2016	noviembre-febrero	13,3%	Deuda High Yield en el mercado de petróleo.
2018	febrero-marzo	10,2%	Aumento IPC + Subida de tipos EE.UU.
2018	octubre-diciembre	11,6%	Guerra comercial.

Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos CNMV

La tabla presenta algunas de las mayores caídas sufridas por los mercados financieros en la última década. Estas caídas vienen a evidenciar el comportamiento irracional de los inversores, en la medida que ante la ruptura de tendencias alcistas o de estabilidad en los mercados es frecuente optar por deshacer posiciones. Este comportamiento, relacionado directamente con el efecto rebaño, evidencia el impacto directo de la psicología en los mercados.

Si los mercados caen, y algunos agentes financieros deshacen o reestructuran sus inversiones, es frecuente que el pánico se instaure en las bolsas mundiales, y como resultado acabe por producirse una venta generalizada y un desplome masivo de los mercados. En muchas ocasiones estas caídas responden a motivos meramente especulativos o improbables. Sin embargo, en estos contextos, acaba por ser el efecto rebaño y el temor a las pérdidas, los que llevan a los inversores a perder toda racionalidad, y en consecuencia agravar los efectos de hechos que puede que no se sustenten en una razón de ser sólida o coherente (Barber & Odean, 2000).

En definitiva, esta tabla viene a evidenciar la importancia de la consideración psicológica de los individuos como herramienta explicativa de los ciclos económicos. No obstante, no solo desde un punto de vista explicativo, pues además su consideración en el desarrollo y aplicación de herramientas económicas puede suponer evitar situaciones pasadas, que suelen reproducirse de forma cíclica en los mercados.

En relación con las medidas promovidas por las autoridades frente a la crisis del año 2008, la flexibilización de los criterios de facilidad de depósito permitió a las entidades financieras mejorar la calificación de sus balances por medio del depósito de activos en las reservas de la máxima autoridad monetaria, el BCE (Closa & Molina, 2018).

De la misma manera, ante la necesidad de mejorar la situación y endeudamiento de las entidades financieras a su vez hemos de tomar en consideración las Long-Term Refinancing Operation u Operaciones de Refinación a largo plazo (LTRO). Por medio de esta herramienta el BCE realizó operaciones en las que prestó dinero a la banca con un interés del 1% a largo plazo con el ánimo de reavivar la prestación de dinero entre bancos (COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS, 2008).

En último término la intención era promover un escenario en el que los bancos, al disponer de más recursos, prestarán e incentivarán la actividad económica inyectando liquidez en el mercado.

Sin embargo, dado que no se impusieron exigencias de ningún tipo, cualquier banco podía acceder a esta liquidez, y su objetivo acabaría por quedar distorsionado. Este dinero lejos de la finalidad para la que había sido movilizado, fue utilizado por las entidades financieras para la compra de deuda soberana de los Estados, para tratar así de sanear sus cuentas; pero también para la devolución prematura de dicha ayuda. Como consecuencia de ello, los bancos emitan mensajes de saneamiento y excedencia financiera en los mercados, con una finalidad meramente reputacional (De Espinola, 2010).

La consideración de estas dos herramientas desde una perspectiva conductual ha de ser relacionada con los sesgos característicos del Behavioral Finance como la sobreconfianza y la disposición. El comportamiento de las entidades financieras en su conjunto evidencia la pretensión natural de los individuos por reforzar el carácter óptimo y favorable de nuestra imagen y forma de actuar, pero también por postergar la asunción de responsabilidades y/o decisiones adversas.

En relación con el sesgo de sobreconfianza, el comportamiento de las entidades financieras se puede resumir en la utilización de los instrumentos económico-financieros dispuestos como respuesta a la crisis en primer lugar para sanear sus balances y reforzar su capacidad, para a posteriori comenzar a inyectar liquidez en el mercado (Cortada de Kohan, 2008). Es decir, se acaba desvirtuando el objetivo último de estas medidas, que no era otro que evitar el colapso de los mercados por medio de la inyección de recursos con los que reactivar la economía.

El comportamiento de las entidades financieras por consiguiente viene a evidenciar la necesidad psicológica de reconocimiento y valoración de los agentes económico-financieros. Estos, de forma natural, necesitaban la satisfacción de determinados niveles de aceptación, para poder cumplir con el cometido que se les demandaba (Cabañate Concha, 2016). Con ello, podemos entender que, en un contexto de crisis, las entidades financieras utilizaron las herramientas promovidas por las autoridades para recuperar su condición de “expertos” con reputado bagaje en materia económica, para a posterior actuar e incidir como tal en el devenir de los mercados.

Por otro lado, la utilización de estos instrumentos para sanear balances e incrementar solvencia, pone de manifiesto la tendencia psicológica de los individuos a postergar la toma de decisiones adversas. Estas decisiones se prologan en el tiempo por una clara negativa a reconocer el carácter erróneo de las acciones o decisiones promovidas en el pasado de forma prolongada, y cuyos efectos y estragos son mayores en contextos desfavorables (Rodríguez Quintana, 2012). O lo que es lo mismo, este comportamiento ha de ser entendido como el reflejo directo del sesgo de disposición.

En épocas de bonanza económica, los bancos promovieron la concesión masiva de crédito con bienes inmuebles como garantía crediticia. Sin embargo, tras el estallido de la burbuja, el valor de las viviendas comenzó a caer de forma incontrolable. Como resultado, las entidades financieras se convirtieron en propietarias de enormes porfolios de bienes inmueble, cuyo valor estaba por los suelos, y al que no podían darle salida en un mercado ahogado por las deudas (Madariaga Bilbao, 2015).

La persistencia de estos activos en el balance de los bancos mermó notoriamente su solvencia, y a muchos de ellos los llevo a la quiebra y desaparición. Pero otros muchos decidieron tratar de revertir su situación con la utilización de las líneas de crédito dispuestas por las autoridades para otros fines. Es decir, fueron muchos los bancos que dejaron de lado el enorme error que habían cometido al conceder préstamos respaldados por hipotecas o bienes inmuebles, para intentar combatir la crisis saneando primeramente sus balances y su solvencia.

Otro de los grandes instrumentos promovidos por las autoridades con incidencia directa en el comportamiento psicológico de los inversores es el conocido como Quantitative Easing (QE). El QE se corresponde con el instrumento utilizado por el BCE para, por medio de la creación de dinero ad hoc, comprar activos tanto a gobiernos nacionales como al sector privado, inyectando liquidez en el mercado (Martínez Sánchez, 2017). El objetivo último del BCE con este instrumento era reforzar la estabilidad y solvencia de los mercados nacionales, especialmente los de aquellos países como España o Grecia en los que los elevados niveles de deuda repelían por si mismos a los inversores.

Por consiguiente, esta medida promulgada por BCE para sanear los mercados nacionales de deuda puede quedar relacionada directamente con el sesgo de comodidad, o sesgo de aversión absoluta al riesgo. Este sesgo enfatiza en la tendencia natural de los individuos a invertir en mercados nacionales que, dada su cercanía y conocimiento, les reportan una mayor seguridad.

El fortalecimiento de los mercados de deuda nacionales de los países de la Eurozona tenía como principal finalidad la recuperación de la confianza de los inversores y la reactivación de la inversión tanto nacional como extranjera. En esta línea, de acuerdo con el sesgo de comodidad los inversores deciden apostar por mercados que le transmiten garantías y seguridad. Por ello, el BCE buscaba con esta medida respaldar a los mercados de deuda convirtiéndose en acreedor de esa deuda como máxima autoridad económica en Europa.

Por último, el Forward Guidance ha de ser considerado como el instrumento aplicado en el contexto de la crisis con un mayor componente psicológico. El Forward Guidance intenta contribuir a la mejora de las expectativas de los mercados, comunicando de forma adelantada los caminos que tomarán las decisiones que se decretarán en las reuniones llevadas a cabo (Martínez Sánchez, 2017). Es decir, este adelanto de decisiones ha de ser entendido como el instrumento con el que BCE busca evitar la especulación y los posibles comportamientos de rebaño que puedan aparecer en los mercados ligados a corrientes oportunistas. En definitiva, se puede considerar que el BCE sabedor del comportamiento psicológico de los inversores y la importancia de las emociones y sensaciones, de esta manera trata de ir por delante e informar de las decisiones, instrumentos o acciones a desarrollar para que así se produzca el efecto deseado en el mercado y no justamente lo contrario.

En definitiva, y de forma previa a sacar conclusiones, el objetivo de este análisis no era otro que el de evidenciar la importancia real que el comportamiento psicológico de los individuos tiene sobre el devenir de la economía. A continuación, el último apartado de este trabajo se centrará en evaluar todo lo expuesto a lo largo del mismo para establecer si las autoridades económico-financieras actúan o no considerando la economía como una ciencia conductual.

Es decir, garantizando la estabilidad de los mercados por medio de la promulgación de decisiones, instrumentos o actuaciones que incluyen la influencia e importancia del componente psicológico de los individuos.

## **6. Conclusiones**

La economía por su naturaleza social, empírica y no exacta se caracteriza por tener al ser humano como el eje principal de la actividad económica. Son los propios individuos, los que como resultado de su interacción directa en los mercados condicionan el devenir y la evolución de la actividad económica en su conjunto. Como unidades económicas básicas, el comportamiento de los individuos afecta a la demanda de los mercados, pero también repercute en la oferta. En definitiva, por todo ello, los individuos han de ser considerados como el motor impulsor y condicionante de la actividad económica conjunto.

Los grandes desequilibrios económicos acontecidos a lo largo de la historia vienen a constatar la irracionalidad natural característica del ser humano. Esta irracionalidad si bien supone un claro quebrantamiento de la perfección y homogeneidad teórica de los mercados, limita a su vez la capacidad de la ciencia económica para explicar y corregir, o en su defecto predecir, el estallido de nuevos periodos de recesión. Los diferentes razonamientos teóricos utilizados por las ciencias económicas a lo largo de la historia no solo son incapaces de explicar en profundidad todas las causas y consecuencias de los desequilibrios económicos, sino que además son incapaces de imponer soluciones que aboguen por la corrección de tales desequilibrios de manera duradera. Esta es la razón fundamental por la que en los años sesenta y setenta la importancia del comportamiento psicológico de los individuos comenzó a integrarse como campo de estudio para explicar el comportamiento y evolución de la economía y los mercados financieros.

A lo largo de este trabajo, la explicación teórica del Behavioral Finance nos ha permitido constatar tanto el comportamiento sesgado de los individuos, como la tendencia de los mercados por omitir el riesgo y anteponer en su defecto la búsqueda y obtención de rendimientos.



De la misma manera, si bien los periodos de recesión suelen estar motivados por factores ligados a la conducta de los individuos, son escasas las medidas anticrisis promulgadas por las autoridades cuyo fin ultimo sea incidir en el comportamiento de los individuos. O lo que es lo mismo, las ciencias económicas continúan anteponiendo perspectivas meramente cuantitativas y/o macroeconómicas, a la consideración de la psicología humana.

El análisis en profundidad de la crisis del año 2008, así como su comparativa con el crack del 1929, evidencia tanto el marcado carácter psicológico de los periodos de desequilibrio económico, como falta de consideración del comportamiento de los individuos para comprender el devenir de los mercados. Como bien se ha constatado en este trabajo, la crisis del año 2008 respondió a un colapso absoluto del comportamiento ético de los inversores. Desde la perspectiva conductual, esta crisis económica puede ser explicada como el resultado de una avaricia desmedida, una subestimación total del riesgo y una racionalidad limitada que llevo a los agentes financieros al desarrollo de un comportamiento sesgado. Un comportamiento generalizado que en ultimo término supuso la configuración de burbujas especulativas en los mercados y la perdida total de la racionalidad de los inversores al apostar por el boom inmobiliario, la proliferación del crédito o el consumo desmedido.

En un contexto de recesión como el vivido durante la primera década del siglo XXI, las medidas económicas promulgadas por las autoridades financieras internacionales para intentar palear y reducir los efectos de esta crisis, podemos considerar que en su mayoría no se articularon con el fin de corregir la irracionalidad y los sesgos conductuales de los agentes financieros. En su defecto, estas medidas se centraron en reactivar la actividad económica por medio de la inyección de liquidez o proliferación del crédito para evitar así el colapso de la economía en su conjunto.

No obstante, el auge de la economía conductual como campo de estudio parece una realidad más que evidente en el marco de las ciencias económicas. Si bien el análisis de algunas de las medidas implantadas por las autoridades económicas en este trabajo ha constatado la importancia absoluta de los factores cuantitativos y objetivos, no podemos obviar la orientación psicológica de algunas de ellas.

Estas medidas, pese a ser minoritarias, se orientan a limitar o erradicar todos esos comportamientos de rebaño irracionales que provocan la configuración de burbujas especulativas en épocas de bonanza. Estos nichos de especulación son los que en último término acaban por provocar el estallido de periodos de recesión. O lo que es lo mismo, los que hacen que la evolución de la economía responda a un comportamiento cíclico de expansión y contracción.

En definitiva, este trabajo evidencia la importancia psicológica del comportamiento de los individuos como factor condicionante de la actividad económica a lo largo de la historia. La exposición del Behavioral Finance y su consideración progresiva dentro del campo de estudio de las ciencias económicas y sociales constata la necesidad de articular de manera simultánea medidas cuantitativas y macroeconómicas junto con otras de carácter psicológico orientadas a reglar el comportamiento de los agentes económicos con incidencia en los mercados.

## 7. Bibliografía

- Alcalá Villarreal, J. L. (2012). *Toma de decisiones de inversión. Un enfoque conductual*. Universidad Simón Bolívar.
- Alfaro Gimenez, J., Gonzalez Fernandez, C., & Pina Massahcs, M. (2009). *Economía de la Empresa*. Mc Graw Hill.
- Argandoña, A. (2010). *La dimensión ética de la crisis*. IESE Business School – Universidad de Navarra.
- Banco Central Europeo. (2020). *Banco Central Europeo*. Obtenido de BCE: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.es.html>
- Banerjee, A. (1992). A simple model of herd behavior. *Quarterly Journal of Economics*, 797-818.
- Barber, B., & Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *Journal of Finance*, 773-806.
- Bickchandani, S., & Sharna, S. (s.f.). *Herd Behavioral in financial markets*. 2008: International Monetary Fund.
- Brunet, F. (2011). *Curso de integración europea*. Madrid: Allianz.
- Cabañate Concha, M. (2016). *Behavioral Finance: Análisis de los sesgos psicológicos del inversor*. Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de Zaragoza.
- Casais Padilla, E. (2016). La respuesta a la crisis en la ue: España camino de su “década perdida”. *Revista Problemas del Desarrollo*, 37-62.
- Ciprian Sebastia, T., Radu, T., & Vasile, D. (2010). *A BEHAVIORAL APPROACH TO THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS*.
- Closa, C., & Molina, I. (2018). *El futuro de la UE*. Madrid: Real Instituto El Cano.
- COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS. (2008). *Un Plan Europeo de Recuperación Económica*. Bruselas.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2020). *Comisión Nacional del Mercado de Valores*. Obtenido de CNMW: <https://www.cnmv.es/portal/home.aspx>
- Cortada de Kohan, N. (2008). LOS SESGOS COGNITIVOS EN LA TOMA DE DECISIONES. *International Journal of Psychological Research*, 68 - 73.
- Costa Campi, M., Garrido, A., Parellada, M., & Sanroma, E. (2016). *Economía europea. Crecimiento, competitividad y mercado*. Madrid: Allianz .

- Dabat, A. (2009). La crisis financiera en Estados Unidos y sus consecuencias. *Problemas del Desarrollo- Revista Latinoamericana de Economía*.
- De Espinola, J. (2010). *Desafíos y estrategias de la UE*. Madrid: Lid.
- Fernández Navarrete , D. (2016). *La crisis económica española: una gran operación especulativa con graves consecuencias*. Instituto de Estudios Internacionales - Universidad de Chile .
- Fierro Celis, F. A., & Rubio Guerrero, G. (2014). La heurística y la toma de decisiones en empresas de servicios. *Revista OIKOS*, 83 - 108.
- Friedman, M., & Schwartz, A. (1963). *Historia monetaria de los Estados Unidos 1867-1960*.
- Gilovich, T., Griffin, D., & Kahneman, D. (2002). *Heuristics and biases. The Psychology of Intuitive Judgment*. Cambridge University .
- González-Páramo, J. M. (Marzo de 2015). *Estrategias económicas de salida de la crisis*. Obtenido de Banco Central Europeo EUROSISTEMA : [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100325\\_1.es.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100325_1.es.html)
- Grinblatt, M., & Han, B. (2005). Prospect theory, mental accounting, and momentum. *Journal of Financial Economics*, 311-339.
- Grinblatt, M., & Keloharju, M. (2001). What Makes Investors Trade? *The Journal of Finance*.
- Información Comercial Española . (2018). El futuro de la UE. *Información Comercial Española*.
- Instituto Nacional de Estadística . (2020). *Instituto Nacional de Estadística* . Obtenido de INE: <https://www.ine.es/>
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1974). *Juicios en situación de incertidumbre: Heurísticos y sesgos en el pensamiento inductivo*.
- Madariaga Bilbao, G. (2015). *Origen de la Crisis Financiera de 2008 y evolución de la economía de EE.UU. desde 2007 hasta 2015*. Madrid: Icade Business School.
- Martínez Aldana, C., & Mayorga Sánchez, J. Z. (2008). Paul Krugman y el nuevo comercio internacional. *Criterio Libre* .
- Martínez Sánchez, I. (2017). *El BCE y las medidas adoptadas durante la crisis económica 2008-2016*. Universidad de La Rioja.
- Maynard Keynes, J. (1936). *Teoría general del empleo, el interés y el dinero*.

- Ministerio de la Presidencia-Gobierno de España. (2012). *Las reformas del gobierno de España. Determinación frente a la crisis*. Madrid: Secretaría de Estado de Comunicación.
- Ocón Galilea, F. J. (2013). *La crisis económica española a partir del 2007*. Logroño: Universidad de La Rioja.
- Perez Ruiz, A., & Rodríguez del Bosque, I. (2011). *La imagen de Responsabilidad Social Corporativa en un contexto de crisis económica: El caso del sector financiero en España*. *Universia Business Review*.
- Picatoste, J. (2016). *Políticas de austeridad para afrontar la crisis económica en España: la pérdida de poder adquisitivo de las rentas salariales y el aumento de las desigualdades*. Madrid : Universidad Autónoma de Madrid .
- R. Ritter, J. (2003). *Behavioral Finance*. Florida: Pacific-Basin Finance Journal .
- Rizzi, J. (2008). *Behavioral Bias of Financial Crisis*. *Journal of Applied Finance* .
- Rodríguez Ortiz, F. (2010). *Crisis económica global y nuevos paradigmas económicos*. Huelva: *Revista de Economía Mundial*.
- Rodríguez Quintana, E. (2012). *TOMA DE DECISIONES: LA ECONOMÍA CONDUCTUAL*. Oviedo: Departamento de Administración de Empresas-Universidad de Oviedo .
- Rodríguez Toledo, R. A. (2009). HEURÍSTICAS EN LAS CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES, UNA VISION PRÁCTICA. *Revista Venezolana de Análisis de Coyuntura*, 135-164.
- Sánchez Mugica, A. (2018). El orden mundial y la reconfiguración hegemónica en el siglo xxi. *Revista Mexicana de Ciencias Políticas y Sociales*, 365-388.
- Sabau Jiménez, J. (2018). *Behavioral Finance La Relación entre las Finanzas de Impacto y el Behavioral Finance*. Universidad Pontificia de Comillas ICADE.
- Steinberg, F. (2008). *La crisis financiera mundial: causas y respuesta política*. Real Instituto Elcano.
- Szyszka, A. (2011). Behavioral Anatomy of the Financial Crisis. *Journal of CENTRUM Cathedra*, 121-135.
- Tuckett, D. (2009). Addressing the Psychology of Financial Markets. *Economics, The Open Assessment E-Journal*.
- Von Mises, L. (2005). *La teoría austriaca del ciclo económico* . Instituto Universitario ESEADE.

## 8. Anexos

**Gráfico 4:** Conjunto de medidas económico-financieras convencionales aplicadas por las autoridades europeas como respuesta a la crisis de 2008.



*Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos del BCE*

**Gráfico 5:** Conjunto de medidas económico-financieras no convencionales aplicadas por las autoridades europeas como respuesta a la crisis de 2008.



*Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos del BCE*