



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

**ANÁLISIS DE LA CRISIS FINANCIERA
DE 2008 EN EEUU DESDE LAS
FINANZAS CONDUCTUALES.
Behavioural finance**

Autor: Álvaro Hernández Palenciano
Directora: Esther Vaquero

Madrid
Junio, 2015

Resumen: el siguiente trabajo académico intenta dar una explicación analítica a la crisis económica y financiera acontecida en 2008 desde el campo de las finanzas conductuales. A pesar de ser una crisis global, focalizaré mi estudio en Estados Unidos ya que consideraré que el sistema financiero norteamericano es el principal causante en términos de impacto sobre el resto del mundo. Para ello llevaré a cabo un profundo análisis tanto de la crisis económica del 2008 en Estados Unidos como de las finanzas conductuales para poder sacar las conclusiones pertinentes y ver que explicación se puede dar sobre crisis que hemos vivido recientemente.

Abstract: the following academic paper attempts to give an analytical economic and financial crisis which occurred in 2008 from the field of behavioral finance explanation. Despite being a global crisis, I will focus my study in the US and I take it that the US financial system is the main cause in terms of impact on the world. To do this I will carry out a deep analysis of both the economic crisis of 2008 in the United States as behavioral finance to draw relevant conclusions and see what explanation can be given about the financial crisis recently experienced.

Palabras clave: finanzas conductuales, crisis financiera, sesgos, heurísticas, burbuja, hipotecas subprime.

Key words: Behavioural finance, financial crisis, biases, heuristics, bubble, subprime mortgages.

ÍNDICE

1.INTRODUCCIÓN	4
2. MARCO CONTEXTUAL	6
2.1 ANTECEDENTES	6
2.2 CAUSAS.....	9
2.3 ESTALLIDO DE LA CRISIS	18
2.4 CONSECUENCIAS	20
3. MARCO TEÓRICO.....	22
3.1 FINANZAS CONDUCTUALES.....	22
3.2 TEORÍA DE LA PERSPECTIVA (PROSPECT THEORY).....	24
3.2.1 DOS SISTEMAS.....	24
3.2.2 EL JUICIO BAJO INCERTIDUMBRE.....	27
3.2.3 TEORÍA DE LA PERSPECTIVA (PROSPECT THEORY).....	29
3.3 HEURÍSTICAS Y SESGOS	35
3.3.2 HEURÍSTICA DE DISPONIBILIDAD	39
3.3.3 HEURÍSTICA DE ANCLAJE.....	40
4. ANÁLISIS CONDUCTUAL DE LA CRISIS DE 2008.....	42
4.1 MARCO GENERAL	42
4.2 ANÁLISIS DE LAS CAUSAS	44
4.2.1 POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA.....	44
4.2.2. BURBUJA INMOBILIARIA SUBPRIME	45
4.2.3. DESREGULACIÓN DE DERIVADOS.....	48
4.2.4. CADENA DE TITULARIZACIÓN. CDO's.....	49
4.2.5.EXCESIVO APALANCAMIENTO BANCARIO.....	51
4.2.6. SALARIOS EJECUTIVOS DESPROPORCIONADOS.....	52
4.2.7. MALA PRAXIS DE LAS AGENCIAS DE RATING	54
4.3. TABLA RESUMEN	56
5. CONCLUSIONES	57
6. BIBLIOGRAFÍA	59

1.INTRODUCCIÓN

OBJETIVO DEL TRABAJO:

El objetivo del presente trabajo es demostrar cómo utilizando el marco teórico de las finanzas conductuales se pueden explicar ciertos aspectos de la crisis económica de 2008. Se trata de un campo de las finanzas y la economía relativamente reciente y añade aspectos innovadores tanto al funcionamiento de los mercados financieros como a la macroeconomía, de esta manera surge el análisis llevado a cabo en este trabajo y las conclusiones que se pueden deducir de todo ello. La crisis económica de 2008 es uno de los acontecimientos más importantes de nuestra historia moderna y ha redefinido en parte la estructura del mundo globalizado en el que vivimos.

Intentaré centrarme en los aspectos más relevantes de las finanzas conductuales así como en los aspectos más relevantes de la crisis de tal manera que se lleve a cabo un análisis conciso. Tendrá especial importancia el uso de heurísticas y sesgos, conceptos que más adelante iremos definiendo.

Para definir bien el objetivo plantearé la siguiente pregunta de investigación: ¿Somos capaces de explicar la crisis económica desde las finanzas conductuales, hasta qué punto?

ESTRUCTURA:

1. En primer lugar comenzaré con un amplio análisis de la crisis económica de 2008 en el que intentaré profundizar en los aspectos clave que la conforman, tanto las causas como los principales impactos y consecuencias. En este apartado intentaré aclarar a fondo todo lo que conlleva la crisis vivida años atrás y como ha afectado a todos nuestros paradigmas, en especial el económico. Los

factores analizados servirán como guía para poder llevar a cabo las conclusiones y analizar este periodo desde las finanzas conductuales, por ello el objetivo será profundizar sin perder la objetividad en la crisis financiera. En este primer punto estableceré el marco contextual del trabajo y dará pie a la situación que envolverá el análisis.

2. En segundo lugar dedicaré el marco teórico necesario para llevar a cabo mi trabajo de análisis. Las finanzas conductuales son un concepto que se aleja de lo tradicional y podríamos considerarlas como algo más bien novedoso dentro de la historia económica y financiera. Es necesario dedicar un espacio a explicar en qué consisten las finanzas conductuales. Habrá que analizar qué aportan al mundo de las finanzas y la economía y en qué rompen con anteriores teorías financieras y económicas. Es muy importante que el papel que las finanzas conductuales aportan al trabajo como marco teórico sea preciso y entendido ya que es una entrada al análisis que perseguimos como objetivo.

3. En tercer lugar me dedicaré a analizar basándome en el marco contextual y teórico propuesto, de tal manera que pueda ser capaz de sacar las conclusiones pertinentes. El análisis fusionará las finanzas conductuales con la crisis financiera de la manera más objetiva posible, es decir teniendo en cuenta las variables expuestas y sin entrar en la subjetividad personal. Para ello adquirirán especial importancia el concepto de los sesgos

4. Por último llevaré a cabo las conclusiones. Realmente este apartado responde a la pregunta de investigación planteada y valora si se ha cumplido el objetivo del presente trabajo. También valoraré si el trabajo abre algún camino para posteriores investigaciones o análisis sobre nuestra temática

2. MARCO CONTEXTUAL

2.1 ANTECEDENTES

La situación crítica vivida en el mundo financiero desde 2008 tiene un componente importante del reflejo y la consecuencia de las políticas llevadas a cabo en términos de regulación y legislación por parte del gobierno norteamericano. En este apartado introduciré los periodos más significativos para poner en perspectiva lo que más adelante será el análisis en profundidad de la crisis incluyendo sus causas y consecuencias.

La gran depresión acontecida en 1929 sumió a Estados Unidos en un profundo vacío económico que dejaría al país en una situación dramática. Para dar una idea general de lo que supuso voy a utilizar parte de la información presente en el diccionario económico online de el expansión sobre el asunto donde se nos indica que el 24 de Octubre durante el famoso “Jueves Negro”, la bolsa se hundió provocando un colapso en los mercados que seguirían a la baja hasta el 8 de Julio de 1932 con una pérdida del 90%, lo cual supone una auténtica catástrofe en términos económicos y sociales. Tras este acontecimiento, el mercado de capitales fue cuestionado de manera radical y la libertad con la que los inversores habían estado invirtiendo en bolsa se vería notablemente mermada.

Siguiendo el análisis del premio nobel de economía Paul Krugman (2012) en su obra “Acabad ya con esta crisis” en la que explica su visión sobre la crisis financiera, desde 1933 y durante medio siglo, los mercados de capitales sufrieron una época de tranquilidad y estabilidad gracias a la denominada ley Glass-Steagall. Dicha ley establecía ciertas normas que los bancos debían respetar a la hora de manejar el dinero

de los clientes. La especulación financiera estaba muy limitada durante este periodo, hecho que adquirirá gran importancia en el análisis de la crisis más adelante, ya que las decisiones en materia desreguladora que se llevarán a cabo durante los años 80 y 90 marcarían un camino que se mantendría posteriormente en materia de legislación bancaria en Estados Unidos.

Sin embargo durante el periodo de Reagan y Clinton se rompe con la filosofía de la ley Glass-Steagall. Durante el mandato de Reagan se aprobó la ley Garn-St Germain, la cual permitía a los bancos unas condiciones de préstamos mucho más liberales que dejaba un amplio riesgo de cara a la devolución de los préstamos, en otras palabras el perfil del prestatario podía ser mucho más arriesgado si se contempla una posible mora. Este acontecimiento es clave a la hora de entender con posterioridad todo la cadena de titularización de créditos e hipotecas y su importancia en el contexto global de la crisis.

Durante el mandato de Bill Clinton se produjo otro suceso importante que tendría repercusión en la estructura financiera definida en años venideros. Una característica importante de la ley Glass Steagall es la separación entre las actividades de la banca de inversión y la banca comercial, de esta manera los bancos que reciben depósitos de clientes tienen limitación para especular con ese dinero en los mercados de capitales, hecho que permite una mayor seguridad para el ahorrador, ya que los depósitos están garantizados desde un primer momento. Estas normas fueron derogadas durante el mandato de Clinton, hecho que se consumó al fusionarse Citibank (banco comercial) junto a Travelers Group (banca de inversión) en 1999. Es importante entender esto para más tarde ser capaces de ver la evolución de las instituciones financieras en la década del 2000 y el mapa global de la banca norteamericana, aunque profundizaré en ello más tarde.

Entre 1997 y 2001 una serie de acontecimientos de tinte especulativo se dieron lugar en el mercado del NASDAQ norteamericano donde cotizan las grandes empresas del sector tecnológico. Dicho acontecimiento se denominó “la burbuja de las punto com”, donde básicamente se produjo una sobre valoración de las empresas tecnológicas que llevaron

al Nasdaq a cotizar cerca de los 4770 puntos de máximo el 27/03/2000 siendo un año después menos de la mitad de su cotización en 1667 puntos el 26/03/2001 (invertia.com)

Tras estas decisiones en materia de legislación bancaria, el escenario financiero cambiaba y daba pie a una situación de mayor complejidad que ponía en mayor riesgo el sistema financiero.

“While it is hard to be categorical about anything as complex as the modern financial system, it is possible that these developments are creating more financial–sector induced procyclicality than in the past. They may also create a greater (albeit still small) probability of a catastrophic meltdown. Unfortunately, we won’t know whether these are, in fact, serious worries until the system has been tested.”

“Mientras que es difícil ser categórico sobre algo tan complejo como el sistema financiero moderno, es posible que todo este desarrollo esté creando un potencial mayor prociclo que en el pasado. También crea una mayor probabilidad (sin embargo sigue siendo pequeña) de un accidente catastrófico. Desafortunadamente no sabemos realmente si se tratan de preocupaciones serias hasta que el sistema sea testado.”

(Raghuram Rajan; 2005; Has financial development made the world riskier?)

De esta manera el economista Indio Raghuram Rajam pronosticaba una mayor predisposición del sistema financiero moderno al riesgo de una crisis profunda del mismo.

En la década de los 2000 el sistema financiero global quedaba configurado por unas pocas firmas gigantescas que dominaban la mayor parte de la cuota de mercado en forma de oligopolio. Goldman Sachs, Lehman Brothers, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Bear Sterns, JP Morgan y Citigroup eran las principales entidades financieras que

concentraban el poder de dicho sistema. Algunas de estos gigantes serán mencionados en repetidas ocasiones durante el desarrollo del trabajo ya que tienen gran importancia en las causas y estallido de la crisis.

2.2 CAUSAS

Pese a que la crisis financiera vivida años atrás nos envuelve a todos y en cierto modo tiene un componente sociológico, político y demográfico importante, centraré mi análisis en aquellas causas que provengan del sistema financiero y que sean demostrables como casuística detonante de la crisis financiera. De esta manera a pesar de la importancia de otras causas, me ceñiré al análisis relacionado al mundo financiero pasando por alto otras consideraciones que, no menos relevantes, no atañen a este trabajo. Es difícil abarcar todos los detalles de la burbuja financiera vivida estos años atrás por lo que intentaré dar una explicación que nos de una visión clarificadora y haga los acontecimientos lo más entendibles posibles.

Comenzaré con una reflexión basada en Xavier Sala i Martín, y su libro “Pues yo lo veo así” (Martín, 2011), donde sitúa el origen del problema en la bajada de tipos de interés de Allan Greenspan, presidente de la reserva federal durante la época de George Bush hijo. Esta política de bajada de tipos a principio de la década del 2000 hizo que las familias norteamericanas se vieran mucho más predispuestas a la hora de adquirir una vivienda lo que provocó un aumento de la demanda de viviendas y por lo tanto un aumento de los precios, hasta aquí todo lógico. El problema comenzó cuando esa subida de precios empezó a atraer especuladores que empezaban a pronosticar el riesgo de una posible burbuja inmobiliaria.

Por su parte, los bancos empezaron a prestar dinero en grandes cantidades y a buscar clientes que les aportaran un mayor tipo de interés que el establecido, es decir, clientes más arriesgados, clientes “subprime”. Las famosas hipotecas “subprime” no son más

que hipotecas con un alto riesgo de impago y que el banco consideraba que tenían una probabilidad por encima de la media de no ser devueltas. Aún así, en pleno auge inmobiliario, los bancos tenían la mentalidad de que al estar los precios a la alza, una posible venta de la casa podría sanear la hipoteca que las familias habían contraído con las entidades bancarias. Podemos encontrar ciertos paralelismos con la actitud especuladora presente en otras crisis mencionadas como el crack del 29 y la burbuja de las puntocom lo cual deja entrever ciertas conductas similares.

El problema grave viene con la titularización de esos créditos e hipotecas, para explicarlo con detalle me voy a basar en el documental Inside Job del director Charles Ferguson en el que se explica este proceso de manera sobresaliente y completamente explicativa. (ferguson, 2010)

El sistema financiero moderno, permitía llevar el proceso de devolución de un préstamo hipotecario a otra dimensión más allá del clásico proceso en el que el banco presta una cantidad de dinero al prestatario con la condición de su devolución en un determinado periodo de tiempo, normalmente elevado. Al tratarse de préstamos de gran cantidad tardaban en devolverse incluso décadas. Con este sistema clásico los bancos cuidaban que los clientes no tuvieran riesgo de morosidad ya que las pérdidas serían muy elevadas por lo que los bancos siempre buscaban un perfil solvente a la hora de conceder una hipoteca. Con el nuevo sistema de titularización, los bancos vendían sus créditos hipotecarios a los bancos de inversión que a su vez creaban productos financieros que posteriormente eran vendidos a inversores, por lo que de esta manera, esos activos de hipotecas subprime quedaban repartidos entre todo tipo de inversores alrededor del mundo.



*Fuente basdo en: Inside Job (2010); Elaboración propia

Para entender el desarrollo de esta cadena de titularización es importante explicar los productos CDO (collateralized debt obligation). Para ello utilizaré la definición del diccionario económico del periódico expansión. “*Collateralised Debt Obligation*, o CDO según sus siglas en inglés, es un producto de titularización que emite obligaciones respaldadas por una cartera de bonos, préstamos u otro instrumento similar de renta fija. Además de utilizar la técnica de titularización para sacar fuera del balance de los bancos préstamos u otros activos de renta fija, la metodología del CDO aporta excelentes oportunidades de arbitraje dando así una nueva dimensión a la titularización. Combinando la metodología de CDO con la técnica de derivados de crédito, los CDO adquieren

activos de forma sintética, dando lugar al CDO sintético y apareciendo así la llamada titulización sintética.” (expansión.com)

De este modo los bancos de inversión juntaban paquetes de hipotecas subprime con otros tipos de créditos de diferente riesgo crediticio. De esta manera quedaban como resultado estos productos que podían contener desde hipotecas subprime a créditos de bajo riesgo, todo ello sintetizado en CDOs. Lo esencial de este modelo es que posteriormente esos títulos serían calificados como de bajo riesgo aunque tuvieran activos subprime, lo cual permitía camuflar esa elevada morosidad potencial mezclándolos con otro tipo de activos más conservadores, aunque explicaré esto en profundidad más tarde junto al papel que desarrollaban las agencias de rating. Sin perder la objetividad podemos afirmar que se trataban de activos tóxicos. Los dirigentes del banco Goldman Sachs declararon ante el congreso haber definido dichos activos como “basura” en emails corporativos a sabiendas de lo que ello suponía para los inversores.

Siguiendo la ya mencionada explicación del documental Inside Job, cabe destacar que la aparición de este tipo de productos estaba amparada por el gobierno norteamericano de manera indirecta ya que desde la entrada de Allan Greenspan como presidente de la reserva federal de Estados Unidos, varios proyectos de ley fueron eliminando la regulación sobre los derivados, el más importante “la modernización del mercado de futuros de materias primas” en el que se eximía a los derivados de cualquier tipo de regulación. De este modo la liberalización de los productos financieros y la progresiva desregulación harían que los CDO se comercializaran de manera completamente legal.

Si juntamos este tipo de productos con la falta de límite de apalancamiento de los bancos, podemos empezar a pronosticar un agujero importante en el sector financiero. El límite de apalancamiento se descontroló de manera legal y apoyado desde el congreso. Esto hizo más sensibles aún a las pérdidas a las entidades financieras, lo que denomina Paul Krugman en su libro “¡Acabad ya con esta crisis!” como una falta de

respaldo ante cualquier imprevisto y hace la comparación con los bancos de antaño y su filosofía más conservadora y prudente. “En el siglo XIX, los bancos tenían a menudo cocientes de capital de entre el 20 y el 25 por 100 (es decir, el valor de sus depósitos suponía solo del 75 al 80 por 100 del valor de sus activos.) Esto suponía que un banco del siglo XIX podía enfrentarse a una morosidad de hasta el 20 o el 25 del dinero y, aún así, seguía siendo plenamente capaz de pagar a sus depositantes. En cambio, en vísperas de la crisis de 2008, muchas instituciones financieras solo podían respaldar con capital un porcentaje escaso de sus activos, de modo que incluso pérdidas menores podían quebrar el banco.” (Krugman; 2010; 70)

Esa libertad de apalancamiento amparada por el gobierno, encontró un socio perfecto en las compañías Freddie Mac y Fannie mae. Ambas compañías se dedicaban básicamente a comprar las hipotecas a los bancos y posteriormente colocarlas en el mercados a través de grandes inversionistas. Lo importante sobre este asunto es que ambas compañías estaban participadas por el gobierno, por lo que tenían un respaldo importante y la confianza del mercado salvo prueba de lo contrario e incluían la voluntad federal de que todo la cadena de titularización se llevara a cabo contando con el respaldo del gobierno. Este hecho creaba una cierta protección alrededor del sistema que dejaba entrever una posible intervención estatal en el caso de alguna de las piezas fallara, ya que era un sistema cerrado en el que el gobierno tenía intereses en juego. De nuevo Xavier Sala i Martín nos brinda una breve explicación bastante ilustrativa en su libro. “De hecho, Fannie y Freddie no eran ni son empresas públicas ni privadas, sino algo que se llama *government sponsored entities* (entidades de patrocinio público). Ese limbo legal hizo que tanto Fannie como Freddie tuvieran incentivos a la hora de asegurar créditos por encima de sus posibilidades, porque pensaban (¡o sabían!) que en caso de problemas el gobierno las acabaría sacando del apuro” (Martín; 2010; 43)

Otro hecho relevante es como el entramado se había vuelto aún más complejo cuando aparecieron en escena los credit default swaps, productos que aseguraban el pago de esos activos tóxicos, por lo que estas compañías medio estatales y empresas aseguradoras como AIG, entraban en el sistema añadiéndole aún más complejidad. El problema es que al añadir más variables a la ecuación sobre la misma base sustancial, la

burbuja se hace más grande y no se disminuye el riesgo, al revés, al tener más piezas del sistema bajo la nube de activos tóxicos se hace aún más difícil encontrar una posible solución al estallar la burbuja.

“Por si todo eso no fuera suficiente, aparecieron empresas aseguradoras que se dedicaban a asegurar el pago de intereses de esos activos: usted me da 7000 dólares ahora y si la familia subprime que ha pedido un crédito de 250000 dólares no devuelve el crédito, tranquilos que se lo devuelvo yo. Esos seguros tenían nombres pomposos y que ahora son malditos: *credit default swaps*.” (Martín; 2010; 20)

Esta explicación nos lleva a otra causa importante que ayuda a nuestro análisis, el poder del lobby financiero y su simbiosis con el estrato político norteamericano. En el filme *Inside Job* se muestran los siguientes datos que demuestran esta estrecha relación:

- “Phil Gramm senador y principal promotor en el congreso de la desregulación de derivados se convertía en vicepresidente de UBS tras abandonar el senado.
- Larry Summers, ex secretario del tesoro (1999-2001) y defensor de la desregulación de derivados ganó millones de dólares como asesor de Hedge Funds cuya principal actividad se basaba en los productos derivados.
- Henry Paulson, ex presidente de Goldman Sachs abandonó el banco en 2006 para hacerse cargo de la secretaría del tesoro con George Bush hijo.
- Entre 1998 y 2008 la industria financiera gastó más de 5000 M\$ contribuyendo a hacer lobby y a campañas políticas.” (Ferguson; 2010)

Todo estos datos son interesantes a la hora de plantear el posterior análisis conductual, ya que ponen en duda la racionalidad de las decisiones y dejan entrever cierto sesgo a la hora de favorecer a los bancos de inversión por encima de otros intereses por parte del gobierno norteamericano. El formato de oligopolio que tomaba el sistema financiero americano creaba un círculo elitista que concentraba todo el poder sobre los mercados de capitales, las consecuencias si fallaba alguna de las piezas, serían mucho más desastrosas.

En este conflicto de intereses entre el servicio al cliente y el propio beneficio encontramos las decisiones llevadas a cabo por los altos ejecutivos de las grandes firmas de la banca norteamericana. El tener la libertad y la aprobación del gobierno para

desempeñar prácticamente todo tipo de operaciones sin control les coloca en la situación de poder tomar decisiones pasando por alto la lealtad al cliente y de corte arriesgado sin ninguna consecuencia legal. Es interesante ver el factor conductual que acompaña este tipo de razonamiento, aunque iré a ello en el análisis posterior. Podemos apuntar que los elevados salarios sin control de los ejecutivos son una de las causas para que este tipo de operaciones se llevarán a cabo de manera indiscriminada. Xavier Sala i Martín lo define muy bien en su ya mencionado libro:

“El problema es que el ejecutivo cobra el 10% de los beneficios cuando hay beneficios pero no paga el 10% de las pérdidas cuando hay pérdidas. Si el ejecutivo puede escoger entre una estrategia conservadora que genera 10 millones cada año durante 10 años y otra arriesgada que da beneficios de 900 millones durante el primer año y pérdidas de 100 millones en los siguientes nueve años ¿qué estrategia adoptará?: fijense que sus bonos de final de año serán de 1 millón anual si adoptara la estrategia conservadora (con un salario total de 10 millones a lo largo de la década) y de 90 millones el primer año y cero cada uno de los siguientes (con un salario total de 90 millones) si adoptara la estrategia arriesgada. Visto esto, los ejecutivos tienen todos los incentivos a adoptar estrategias arriesgadísimas y convertir el sistema financiero en un gran casino donde los bancos utilizan el dinero de los accionistas para hacer grandes y arriesgadas apuestas. Por eso los altos ejecutivos que vieron que el complejo de activos tóxicos era excesivamente arriesgado no hicieron nada para evitarlo. No tenían incentivos para hacerlo.” (Martín; 2011; 23)

Visto este razonamiento me gustaría aportar ciertos datos sobre los salarios de estos altos ejecutivos de banca para efectivamente ver que hablamos de cifras estratosféricas apoyándome en Paul Krugman : “En 2006, los veinticinco administradores mejor pagados ganaron 14.000 millones de dólares: tres veces la suma de los sueldos de los ochenta mil maestros de escuela de la ciudad de Nueva York” (Krugman; 2010; 84). Y de nuevo en el documental Inside Job donde se nos brinda la siguiente información:

- “Stanley O’neal, presidente de Merrill Lynch, recibió 90 M\$ en 2006 y 2007. Después de hacer quebrar la empresa, recibió una indemnización de 131 M\$”
- “Al sucesor de Stanley O’neal, John Thain se le pagaron 87 M\$ en 2007 justo antes de que la entidad tuviera que ser rescatada”

- “Richard Fuld, CEO de Lehman Brothers ganó 485 M\$ entre 2000 y 2007”.
(Ferguson; 2010)

Es interesante analizar estas cifras para poder luego referenciar los hechos a la hora de analizar dichos comportamientos, ya que se pueden sacar conclusiones interesantes.

Hasta ahora hemos ido encadenando causas que nos permiten aclarar los acontecimientos que nos han llevado a la crisis de 2008 y vemos que se trata de un círculo de casuística relacionado entre sí, es decir, no basta con enumerar las causas explicativas sino que es importante ver la correlación que existe entre ellas para poder entender el conjunto. En este puzzle falta una última pieza que son las agencias de rating que desempeñan un papel clave en todo el entramado financiero. Me gustaría dar una breve definición utilizando el diccionario económico online del periódico *expansion*. “Las agencias de calificación son compañías especializadas en el análisis de riesgos financieros. Las principales son las multinacionales norteamericanas *Moody's Investor Service, Standard and Poors Corporation y Fitch IBCA*. Estas empresas son las autoras de las calificaciones crediticias o *ratings* que tanto se emplean en los mercados de capitales.” (*expansion.com*)

De la siguiente definición podemos deducir que las agencias de rating son organismos especializados en los que se basa cualquier agente del mundo financiero a la hora de tener en cuenta el riesgo para cualquier tipo de inversión que lleve a cabo en mercados de capitales, por lo que su influencia es enorme en materia de decisiones y marcan la pauta en muchos aspectos.

Uno de los hechos más sorprendentes que se produjo en este contexto, es que los productos CDO(cargados de hipotecas subprime y activos de alto riesgo) tenían una calificación de AAA. (siendo AAA la calificación más segura del mercado, es decir, riesgo prácticamente nulo y aumentando el riesgo progresivamente hasta llegar a la D que serían los bonos basura) Esta calificación las convertía por tanto en inversiones potenciales para todo tipo de perfiles, incluidos aquellos que pensaban en estos productos como inversiones completamente seguras lo que dio lugar a todo tipo de

situaciones dramáticas una vez descubierta la verdadera naturaleza de estos productos. Una de las causas de este tipo de ratings tan elevados para este tipo de productos que, al fin y al cabo eran tóxicos, es el carácter sintético de los mismos, ya que las CDOs contenían no sólo hipotecas subprime sino también otro tipo de obligaciones de riesgo menor como ya mencioné antes, lo cual daba ciertos argumentos a las agencias de rating para poder maquillar el riesgo real del producto. Krugman lo explica de la siguiente manera.

“Las obligaciones crediticias con garantía secundaria- o colateralizadas, creadas al filetear, picar y hacer puré deuda mala- recibieron al principio valoraciones AAA, lo que de nuevo atrajo a inversores ingenuos; pero en cuanto la situación se torció, estos valores pasaron a ser designados, normalmente como basura tóxica.” (Krugman; 2010; 66). El problema de que las agencias de rating no dieran calificaciones del riesgo real que estos activos representaban es que conseguían atraer la confianza del inversor, último eslabón de la cadena para que las operaciones se pudieran llevar a cabo. Esto hacía que se pudieran expandir por todo el mundo de manera viral y cada vez fuera más difícil solucionar una posible quiebra del sistema.

La estrecha relación entre los bancos y las agencias de rating hacía que la objetividad a la hora de evaluar se viera, en ocasiones, distorsionada, ya que ambos dos se retroalimentan de la actividad del otro. Lehman Brothers tenía una calificación de AA días antes de quebrar y, en el caso de las CDO hubo un claro caso de falta de objetividad que se demostraría posteriormente al verse destapado el riesgo real de estos activos basura.

“El problema del sistema de evaluación independiente es que, tal y como está diseñado, quien decide qué empresa de rating evalúa el producto (y por tanto cobra los honorarios por hacerlo) es el banco emisor. Y claro, si el banco puede decidir si le da el negocio de evaluación a Moody’s, a S&P o a Fitch (que son las tres grandes empresas que se dedican a ello), seguramente escogerá la que sea más generosa concediendo As. La razón es que el precio al que el banco va a poder vender el activo será más alto cuando menos arriesgado parezca (es decir, cuantas más As le conceda la evaluadora independiente). Total, que el sistema vigente antes de la crisis hacía que las empresas independientes tuvieran incentivos a conceder más As de la cuenta porque ésa era la

manera de conseguir clientes. Resultado: los peligrosos bonos tóxicos aparecían ante los compradores como unos activos completamente seguros.” (Martín; 2010; 20)

Hasta aquí he presentado las causas dentro del sistema financiero norteamericano que provocaron la crisis de 2008. Como hemos podido ver hay una interrelación importante entre todos los agentes y esa cadena de relaciones tan dependiente es lo que pone en riesgo todo el sistema si una pieza falla. Esta manera de actuar descontrolada de las entidades bancarias junto con el resto de implicados unido a la toxicidad de esos activos basados en hipotecas subprime hizo que se creara una burbuja de tal calibre que llegado el año 2008 la alerta de crisis se tornaba inminente. La crisis financiera estaba a punto de estallar y de contagiar a todo el sistema económico con unas consecuencias desastrosas para todos. Acabo este apartado de causas con una reflexión de Xavier Sala i Martín que dará pie a la explicación del estallido de la crisis. “El aumento de la morosidad hizo que los activos garantizados por esas hipotecas empezaran a perder su valor. De hecho perdieron tanto valor que pronto fueron bautizadas como activos tóxicos. El problema es que habían sido retitularizados tantas veces que nadie sabía ni cuántos activos tóxicos había ni quien los tenía.”

2.3 ESTALLIDO DE LA CRISIS

Una vez identificadas y explicadas las causas financieras procederé con el estallido de la crisis, claramente definido por un hecho en concreto, la quiebra del gigante de la banca de inversión Lehman Brothers. En este apartado iré explicando de manera cronológica como se sucedieron los acontecimientos y como este hecho señala el principio de una época de recesión y pánico en el mundo financiero norteamericano que posteriormente se contagiaría al resto del planeta. Para ello me basaré en el documental Inside Job, una de las referencias que más estoy utilizando en mi explicación de la crisis.

Antes de Lehman Brothers, Bear Sterns, otra firma dedicada a la banca de inversión dio el primer aviso de que la burbuja estaba empezando a pincharse ya que en Marzo de 2008, se quedo sin efectivos y fue adquirida por el gigante JP Morgan a un precio de 2\$ por acción, un precio muy por debajo de lo que se espera de una entidad de ese calibre. El sistema financiero estaba empezando a dar síntomas del colapso que se sucedería

El 7 de Septiembre de 2008 Henry Paulson, secretario del tesoro, anunció la absorción de Freddie Mac y Fannie Mae por parte del gobierno norteamericano para evitar el desplome del sistema. Ambas firmas son poseedoras de gran parte de los créditos hipotecarios del país, con lo que su caída hubiera sido catastrófica. Al tratarse de entidades semipúblicas fueron intervenidas sin mayor dilación.

El 9 de Septiembre de 2008, Lehman anunció pérdidas récord de 3200 M\$, lo que provocó una caída en picado de sus acciones. El viernes 12 de Septiembre, se había quedado sin efectivo. Tras este suceso, Henry Paulson y Timothy Geithner, presidente de la reserva federal de Nueva York, tuvieron una reunión de urgencia con los presidentes de los Bancos de inversión más importantes donde se evaluó la situación y se analizaron las posibles soluciones a la quiebra de Lehman. Tras este acontecimiento, se destapó que otro de los grandes bancos de inversión, Merrill Lynch, estaba al borde de la quiebra, por lo que fue adquirido por Bank of America, por 44000 M\$. El único interesado en adquirir Lehman era el banco británico Barclays que se echó para atrás al no recibir ninguna garantía por parte del tesoro americano. El 15 de Septiembre de 2008 se producía uno de los acontecimientos más importantes y catastróficos de la historia económica y financiera moderna, Lehman Brothers declaraba la quiebra.

Este suceso provocó la caída de AIG, la gran empresa aseguradora que el 17 de Septiembre fue adquirida por el gobierno, lo cual consumó aún más el estallido de la burbuja que se había ido creando durante años y que reventaba en ese mismo instante.

El estallido de la crisis no era más que cuestión de tiempo y en el fondo se estaba esperando de manera consciente, lo que no se imaginaba sería la magnitud de ésta y las consecuencias tan desastrosas que traería. Acabará este apartado con una reflexión de Fernando Trías de Bes en su libro “El hombre que cambió su casa por un tulipán” donde explica varias crisis especulativas y la existencia de patrones muy similares de comportamiento entre ellas, lo cual nos ayuda en el enfoque conductual del trabajo.

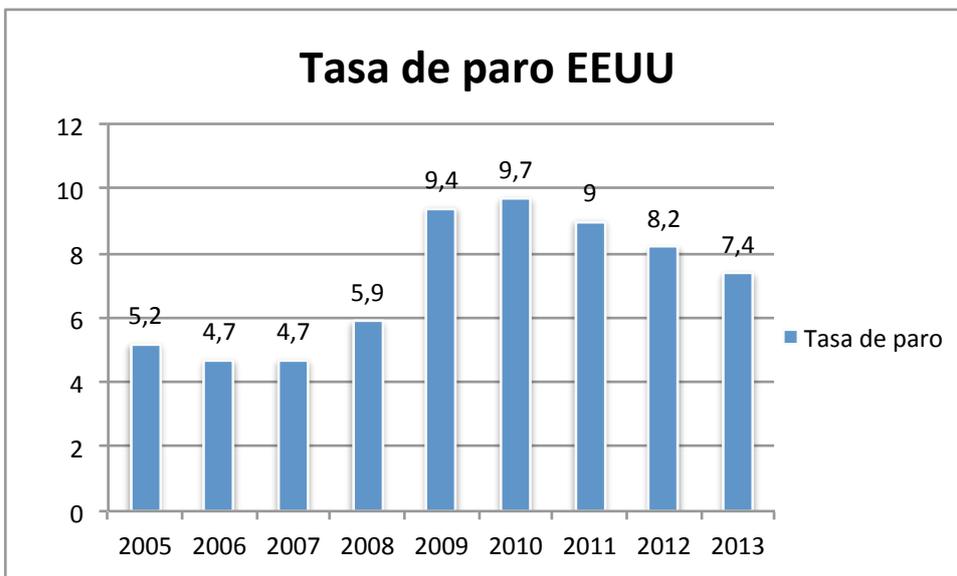
“Si he dedicado tantas páginas a la prevención y a evitar que caigamos en inversiones estúpidas es porque tengo muy claro que los responsables de evitar las burbujas nunca lo harán cuando, dentro de un tiempo, llegue otro momento de euforia. Ya lo he explicado: nadie quiere ser el guapo que hace descarrilar el tren del crecimiento. Es demasiado impopular. La sensatez y la prudencia no tienen adeptos en momentos de euforia. Desconfío completamente de la capacidad de los dirigentes, reguladores, controladores y bancos para frenar la especulación.” (Trías de Bes; 2009; 224)

2.4 CONSECUENCIAS

Las consecuencias de la crisis de 2008 son prácticamente inabarcables y su análisis requiere un trabajo mucho más en detalle debido al efecto viral y de expansión que la globalización financiera provoca en el sistema actual. Pese a que el análisis conductual tiene vital importancia en lo que a las causas y estallido de la crisis se refiere, a la hora de llevar a cabo el objetivo de este trabajo, creo que no puedo pasar por alto las consecuencias que se derivan de todo ello, con el objetivo de reafirmar la importancia que esta crisis ha supuesto para todos y el interés que supone su estudio debido al impacto que ha tenido en la historia moderna. Daré una breve explicación de las consecuencias debido a lo ya mencionado antes y simplemente hablaré de dos indicadores, por una parte el índice Dow Jones que refleja el estado del mercado financiero norteamericano de manera bastante fiel, al contener las 30 acciones más relevantes del país y por otro lado la evolución de la tasa de paro en EEUU durante los últimos años.

El desplome del índice Dow Jones, nos da una idea de la magnitud de la situación que estaba viviendo la economía norteamericana. Según datos de invertia.com, el histórico de cotizaciones de dicho índice que mide las 30 acciones más significativas del país, el índice se situaba en 14.066 puntos el 05/10/2007 casi un año antes del estallido de la crisis, superando los 14.000 puntos. El 06/03/2009 con la crisis en pleno auge se situaba en 6.626 puntos, es decir, menos de la mitad de la cotización antes de que estallara la burbuja. La consecuencia en los mercados fue devastadora y rápidamente se asimiló la magnitud de la crisis que se estaba viviendo.

A pesar de ser una crisis cuya génesis se encuentra en el sistema financiero, el contagio a la economía en todos sus ámbitos no tardaría en llegar y por consiguiente afectando a la vida de todos los norteamericanos. Acabo este esbozo de las consecuencias de la crisis con un gráfico sobre la evolución de la tasa de paro basado en datos del Banco Mundial para dar una idea de lo que en materia económica y social se vivió, desde el interés explicativo ya que no es el objetivo de este trabajo el análisis en profundidad de dichas consecuencias.



*Fuente basado en: bancomundial.org. Elaboración propia.

Como se puede observar en el gráfico, la tasa de paro se duplicó entre 2007 y 2009 lo que nos hace reafirmarnos en la gravedad del estallido de la burbuja financiera. Como podemos ver, el impacto traspasó lo financiero y trajo consecuencias sociales muy graves para el país.

Con este apartado cierro el análisis del marco contextual de mi trabajo y acabo con el análisis de la crisis de 2008 en el sistema financiero norteamericano. He intentado orientar mi análisis en la manera de lo posible al enfoque conductual que el trabajo requiere y de esta manera dar paso desde esta parte del trabajo a lo que posteriormente será el análisis conductual después de explicar y desarrollar el marco teórico de las finanzas conductuales, *behavioural finance*.

3. MARCO TEÓRICO

3.1 FINANZAS CONDUCTUALES

La Economía y las Finanzas tradicionales (teoría Neoclásica, Escuela de Chicago,...) explican el comportamiento de los mercados desde el paradigma del homo economicus, aceptando que los agentes económicos toman sus decisiones de manera racional y lógica, buscando maximizar el beneficio que esas decisiones le reportan. Cuando aparece algún comportamiento irracional, éste se explica a partir de emociones como el odio, el afecto o el miedo. Sin embargo cuando observamos, tanto situaciones reales como distintos experimentos de elección y toma de decisiones, constatamos la aparición de errores sistemáticos, consecuencia de factores estructurales del propio sistema cognitivo humano y no de las emociones.

Las finanzas conductuales son un nuevo enfoque que incluye la influencia de la psicología en el comportamiento de los agentes económicos, integrando la investigación cognitiva en los procesos de toma de decisión de las personas, ayudando a entender cómo y porqué los mercados no son eficientes.

En la década de los 60 del siglo XX, Herbert Simon , premio Nóbel de Economía en 1978, economista, politólogo e investigador multidisciplinar defiende la racionalidad limitada como alternativa a las explicaciones neoclásicas. En su aproximación defiende la teoría de la elección como la base de la ciencia económica. Ningún ser humano es capaz de procesar toda la información que requiere para una toma de decisiones racional, de manera continuada, por lo que no se busca maximizar el resultado sino una mínima satisfacción que posteriormente se irá ajustando, Este mecanismo mental es lo que Simon definió como racionalidad limitada, dando origen al despegue de lo que posteriormente se denominó economía conductual o finanzas conductuales.

Posteriormente Richard Thaler (referente esencial de esta rama de la economía), completó esta síntesis de limitadores de la capacidad racional de decisión de los agentes económicos con otros dos:

- Racionalidad limitada
- Fuerza de voluntad limitada
- Auto interés limitado

Su trabajo, relevante en la identificación y explicación de las anomalías de los mercados provocados por los limitadores de la capacidad racional, ha tomado especial importancia en obras como la publicada en 2008 “Un pequeño empujón” junto a Cass Sunstein como defensor del “paternalismo libertario”, teoría político económica que propicia la adopción de medidas y políticas que compensen por defecto la ausencia de racionalidad de las personas ante determinadas situaciones que pueden provocarles perjuicios y daños evitables. Este movimiento se oficializó en el Reino Unido en 2008, en el Behavioural Inside team del Parlamento del que Tahler es asesor, y ha tenido

continuidad en U.S.A. con el presidente Obama y la Oficina de Información y Asuntos Regulatorios a cuyo frente está Cass Sustein como administrador.

Durante la década de los 70, los psicólogos Amos Tversky y Daniel Kahneman (Premio Nóbel de Economía 2002, primer psicólogo que lo obtiene) publican los resultados de sus experimentos, demostrando la aparición sistemática de errores en la toma de decisiones, no achacables a elementos emocionales y desarrollando su principio de heurísticas y sesgos que darían lugar en 1979 a la Teoría de la perspectiva (Prospective Theory). Su teoría sobre la composición del sistema cognitivo como suma de un sistema 1 intuitivo, rápido y engañoso y un sistema 2 lento, reflexivo y perezoso, es clave para entender el desarrollo de la finanzas conductuales. En el próximo capítulo explicaremos en detalle los elementos más relevantes de esta teoría.

3.2 TEORÍA DE LA PERSPECTIVA (PROSPECT THEORY)

Para el desarrollo de este apartado me basaré no sólo en la teoría de la perspectiva de Tversky y Kahneman (1979), sino también en Kahneman y su libro “Pensar rápido, pensar despacio” (2011) y en su ensayo junto a Richard Thaler “Judgement under uncertainty” (1974) publicado originalmente para la revista Science. Pese a que los iré nombrando durante el apartado, quiero indicar que la siguiente exposición es un resumen de la investigación de todas estas obras de los principales exponentes de las finanzas conductuales.

3.2.1 DOS SISTEMAS

El origen de la teoría de la perspectiva (Prospect Theory), como marco de análisis de la toma de decisiones sujetas a incertidumbre, hay que buscarlo en los estudios que los mismos autores realizaron sobre sesgos cognitivos en la toma de decisiones.

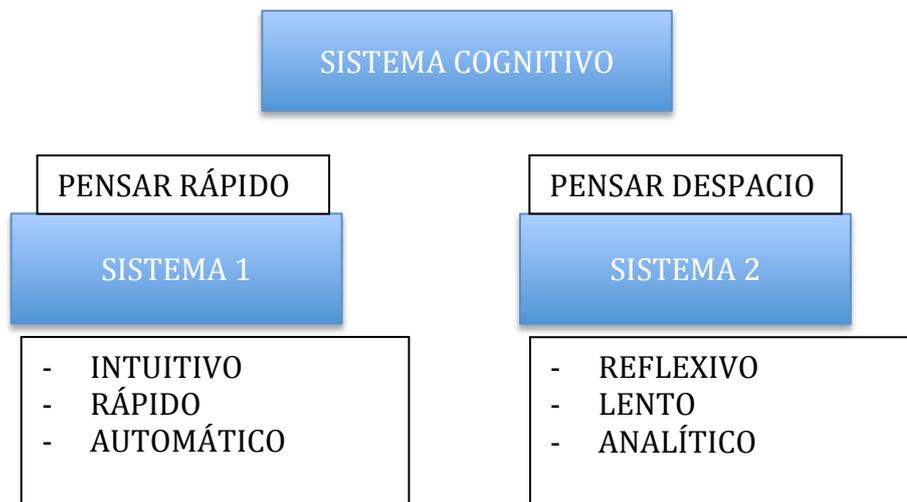
Me basaré en Daniel Kahneman y su libro “Pensar rápido, pensar despacio”, para explicarlo. El sistema cognitivo del ser humano lo podemos imaginar compuesto por dos sistemas coexistentes: el Sistema 1 (denominado sistema intuitivo por Richard Thaler y Cass Sunstein en su obra antes citada), responsable del pensamiento rápido, es intuitivo y automático. Es la parte de nuestro sistema cognitivo responsable de la mayor parte de nuestras decisiones. Estas decisiones se ejecutan en base a reglas generales o heurísticas. Según la definición de la R.A.E., “Heurística: Hallar, descubrir / En algunas ciencias, manera de buscar la solución de un problema mediante métodos no rigurosos, como por tanteo, reglas empíricas, etc)” Nos apoyamos en los conocimientos, experiencias y memoria, usando pensamientos asociativos, metafóricos y causales para los que nuestro cerebro está dotado. No ocurre igual con el pensamiento estadístico que integramos con dificultad.

El sistema 2, responsable del pensamiento lento, es más reflexivo, más analítico y más perezoso. Entra en funcionamiento cuando tenemos que afrontar un problema complejo o una decisión para la que no hemos obtenido una respuesta automática (sistema 1).

Las decisiones heurísticas (sistema 1) no son necesariamente más sencillas que las respuestas algorítmicas (sistema 2), pero son más accesibles, se calculan más rápido y con más facilidad. No son aleatorias.

Al aplicar las heurísticas en la toma de decisión, aparecen sesgos, que son los responsables de los errores persistentes que aparecen en esas decisiones, contradiciendo el principio de homo racional que centra el análisis económico mas tradicional.

En el siguiente capítulo nos extenderemos sobre las heurísticas y sesgos.



*Fuente basado en Daniel Kahneman .
 “Pensar rápido pensar despacio”
 (2011). Elaboración propia

Para visualizar las diferencias entre uno y otro sistema podemos usar el experimento del bate y la bola de baseball. Sólo hay que dejarse llevar por la intuición:

Un bate y una pelota de baseball juntos valen 110\$.

El bate cuesta 100\$ más que la pelota.

¿cuánto cuesta la pelota?

La intuición (Sistema 1) nos induce como respuesta 10\$. Es una respuesta intuitiva, atractiva y naturalmente falsa. La respuesta correcta es 5\$, pero requiere una pequeña operación (Sistema 2), que no es automática.

3.2.2 EL JUICIO BAJO INCERTIDUMBRE

En el artículo de Kahneman y Tversky “Judgement under uncertainty”, publicado por la revista Science (1974), se definen las tres heurísticas de aplicación general con las que nuestro sistema intuitivo (Sistema 1) sustituye los cálculos probabilísticos complejos (Sistema 2) para la toma de decisiones en entornos inciertos. En el siguiente capítulo se hará un desarrollo pormenorizado de las heurísticas y los sesgos asociados, que son causantes de los errores sistemáticos provocados en las decisiones tomadas.

HEURÍSTICA DE REPRESENTATIVIDAD

Esta regla condiciona nuestra elección en función de lo ajustado del suceso a los estereotipos que nuestra mente almacena.

En el artículo referenciado se define a Steve de la siguiente manera, “Steve es muy tímido y retraído, siempre servicial, pero poco interesado por el mundo o por la gente real. De carácter disciplinado y metódico, necesita organizarlo y referenciarlo todo, y tiene obsesión por el detalle”. Cuando se le pide al grupo de decisión que elija como profesión de Steve entre bibliotecario y agricultor, mayoritariamente eligen bibliotecario, por su encaje en el estereotipo, olvidando el dato relevante, aportado en el experimento, de que en su comunidad hay 25 veces más agricultores que bibliotecarios, por lo que es más probable su pertenencia al primer grupo.

HEURÍSTICA DE DISPONIBILIDAD

También se denomina en la literatura especializada como heurística de accesibilidad. A la hora de evaluar la probabilidad de que se produzca un evento, nuestro sistema intuitivo busca los casos disponibles en el archivo mental, y sobrepondera aquellos que acuden con más facilidad a nuestra mente, por lo que serán elegidos con más frecuencia al asociarlos con una probabilidad mayor de la que realmente les corresponde.

Al pedirles a parejas de cónyuges que elaboren una lista de su contribución a las tareas domésticas y las ponderen, sistemáticamente sobreponderan su contribución, son los ejemplos que más rápidamente acuden a nuestra mente, e infravaloran la contribución del otro. Al sumar las dos contribuciones propias, la suma siempre supera el 100%.

HEURÍSTICA DE ANCLAJE

Cuando se le solicita a una persona que valore la frecuencia de un suceso desconocido y se le asigna un valor de referencia inicial, la estimación se acerca a este valor, de manera que si cambiamos el valor inicial cambiará igualmente la estimación. Se produce un ajuste insuficiente de este valor.

Este es el fenómeno que se conoce como anclaje.

Al pedir una estimación del porcentaje de países africanos en la ONU a distintos grupos de estudiantes, el resultado medio fue de 25 y 45 para valores iniciales respectivos de 10 y 65.

3.2.3 TEORÍA DE LA PERSPECTIVA (PROSPECT THEORY)

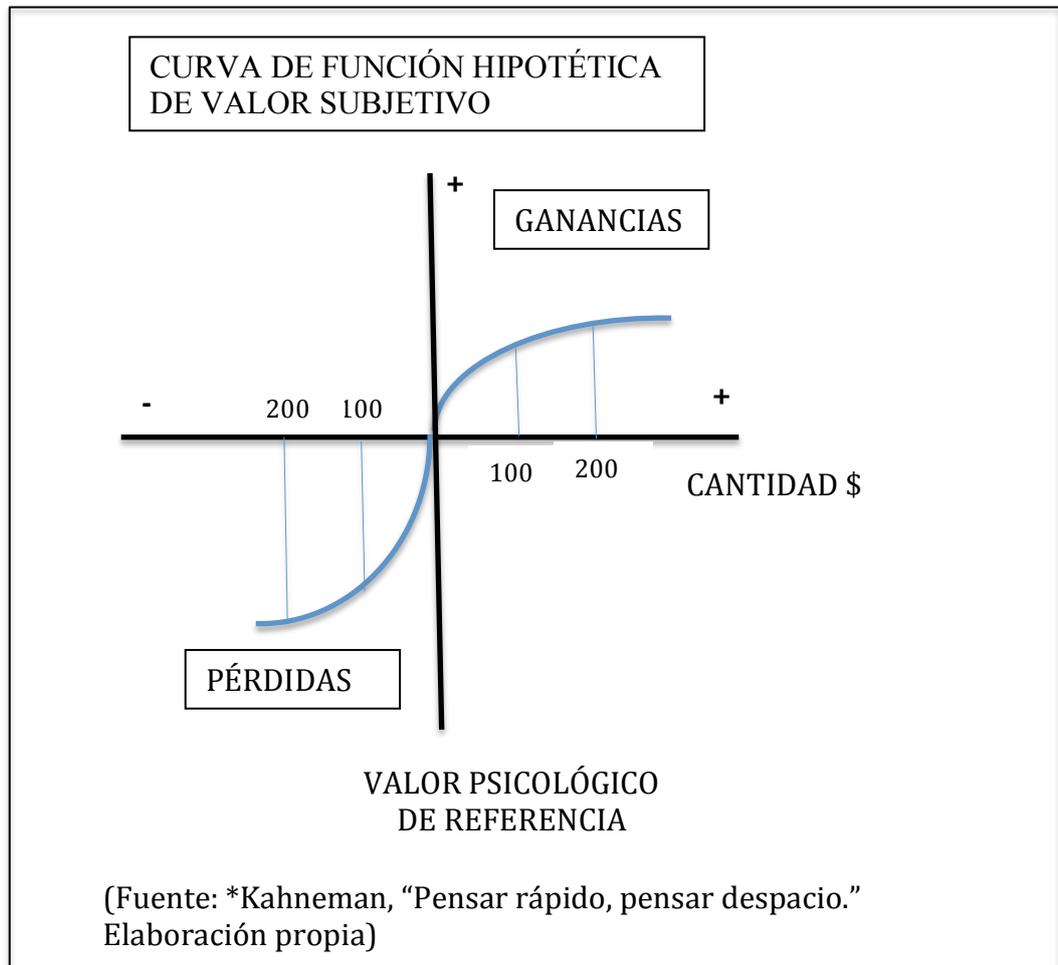
Como Daniel Kahneman indica en su obra “Pensar rápido, pensar despacio” : “Como la teoría dominante no facilitaba una manera plausible de acomodar actitudes diferentes frente al riesgo para ganancias y pérdidas, el hecho de que las actitudes difirieran debía ignorarse. En contraste nuestra decisión (Kanehman y Tversky) de considerar los resultados como ganancias y pérdidas nos llevó a centrarnos precisamente en esta discrepancia. Proceder a contrastar las actitudes frente al riesgo con las perspectivas favorables y desfavorables pronto se reveló como un importante avance: encontramos una manera de demostrar el error central en el modelo de Bernouilli” . (Kahneman; 2011; 364-365)

La Teoría de la perspectiva (Prospective Theory) se basa en dos hipótesis posteriormente comprobadas experimentalmente: las personas al decidir piensan en términos de pérdidas, ganancias y resultados neutrales, y no en resultados totales como las teorías más tradicionales asumen; y las ganancias y pérdidas no se perciben de igual manera, hay una aversión al riesgo que hace que valoremos más una pérdida dada de lo que valoramos una ganancia de igual cuantía.

Estas dos hipótesis se pueden enunciar en tres características que se reflejan en la curva de función hipotética de valor subjetivo, que se adjunta a continuación, y que en opinión de Daniel Kahneman es la mejor bandera de la Ley de la Perspectiva.

- La evaluación de la pérdida o la ganancia se hace con respecto a un valor de referencia neutral, que habitualmente es el status quo o la expectativa de resultado.
- La misma diferencia con distintos valores de referencia, genera distintas sensaciones: la diferencia subjetiva entre 900\$ y 1000\$ es mucho menor que la diferencia entre 100\$ y 200\$.
- Las pérdidas pesan más que las ganancias. Los humanos tienen aversión al riesgo.

Estas tres características, al dibujar la curva de la función hipotética de valor subjetivo, que se adjunta, dan como resultado una curva convexa en la zona de las ganancias y cóncava en las pérdidas, con mayor pendiente para las pérdidas desde el origen del valor de referencia.



Analizando la gráfica podemos observar:

- la asimetría de pérdidas y ganancias. Una ganancia de 100\$ provoca un menor valor que una pérdida de 100\$. Esta aversión al riesgo, sobre la que insistiremos a continuación, dependiendo de la persona y el intervalo de probabilidad está típicamente entre 1,5 y 2,5 veces, es decir la ganancia que compensa una pérdida de 100\$ estaría entre 150\$ y 250\$.
- La importancia del valor de referencia. Tanto para pérdidas como para ganancias el valor sentido de pasar de 0 a 100\$ es mucho mayor que la sensación provocada al pasar de 100\$ a 200\$

En la vida real, muchas de las situaciones que tenemos que afrontar combinan el riesgo de perder con la oportunidad de ganar, y nuestra decisión es aceptar o rechazar el juego.

Pensemos en un ejemplo:

Se ofrece el juego de lanzar una moneda.

Si sale cruz pierde 100\$.

Si sale cara gana 150\$.

¿aceptamos jugar? ¿nos parece atractivo?

Antes de responder intentaremos equilibrar las sensaciones que nos provoca una pérdida de 100\$, frente a las provocadas por una ganancia de 150\$. Si rechazamos jugar estará actuando el Sistema 2 (analítico), pero los momentos críticos serán respuestas emocionales del Sistema 1 (intuitivo).

La mayoría de las personas rechazarán jugar este juego, poniendo de manifiesto la aversión a la pérdida que tenemos los humanos. En una teoría tradicional no tendría sentido otra opción que no fuese jugar, puesto que el valor de la apuesta es positivo.

La ley de la perspectiva pone de manifiesto esa asimetría entre pérdidas y ganancias que tenemos los humanos y cuyo desconocimiento llevaría a conclusiones falaces.

Si deseamos medir nuestro nivel de aversión al riesgo basta con imaginar cuál es el valor mínimo de la ganancia esperada en este juego, que nos decidiría a jugar. Como ya apuntamos anteriormente, este valor medio está entre 1,5 y 2,5 veces la pérdida considerada.

La asimetría entre pérdidas y ganancias y la importancia del status quo como punto de referencia, podemos observarlo en los procesos de negociación. Cuando negociamos, la situación de partida se toma como valor de referencia, y cualquier concesión a partir de ella la sentimos como una pérdida que difícilmente vamos a compensar con una ganancia equivalente. Por esto los negociadores ponen tanto interés en hacer entender a la parte contraria la importancia de sus concesiones, de manera que puedan ser percibidas más como pérdida ajena (y más valiosa) que como ganancia propia (y por lo tanto menos valiosa). En ocasiones este interés se simula, para que en el momento

adecuado se pueda proceder a un intercambio equilibrado entre pérdidas (concesiones) equivalentes.

Otra diferencia importante entre la teoría de la perspectiva y los enunciados financieros clásicos, lo podemos ver en el valor de decisión.

La teoría de la perspectiva enuncia que los valores que las personas, en sus procesos de decisión, asignan a determinados resultados no se corresponden con la probabilidad que ese resultado tiene de ocurrir.

Así pasar de una probabilidad de 0% al 5%, impresiona mucho más que pasar del 5% al 10%. Éste fenómeno se explica por el *efecto de posibilidad*, que hace que pasemos de la certeza de perder a la posibilidad de ganar. Este efecto nos lleva a sobrevalorar resultados que son altamente improbables, más allá de lo que en teoría merecen. Este efecto podemos observarlo en las personas que compran gran cantidad de billetes de lotería, que están dispuestas a pagar más del valor esperado por un beneficio altamente improbable.

De manera análoga pasar del 95% al 100% provoca otro efecto singular, en este caso el *efecto de certeza* que nos lleva a infravalorar la probabilidad elevada de ganar frente a la certeza absoluta.

Kahneman y Tversky efectuaron un experimento para medir el valor decisorio en juegos con cantidades pequeños de dinero, para poner de manifiesto esta no correspondencia entre probabilidad de resultado y valor de decisión. Los resultados se muestran en la siguiente tabla.

Probabilidad de ganar (%)	0	1	2	5	10	20	50	80	90	95	98	99	100
Valor decisorio (% elige jugar)	0	5,5	8,1	13,2	18,6	26,1	42,1	60,1	71,2	79,3	87,1	91,2	100

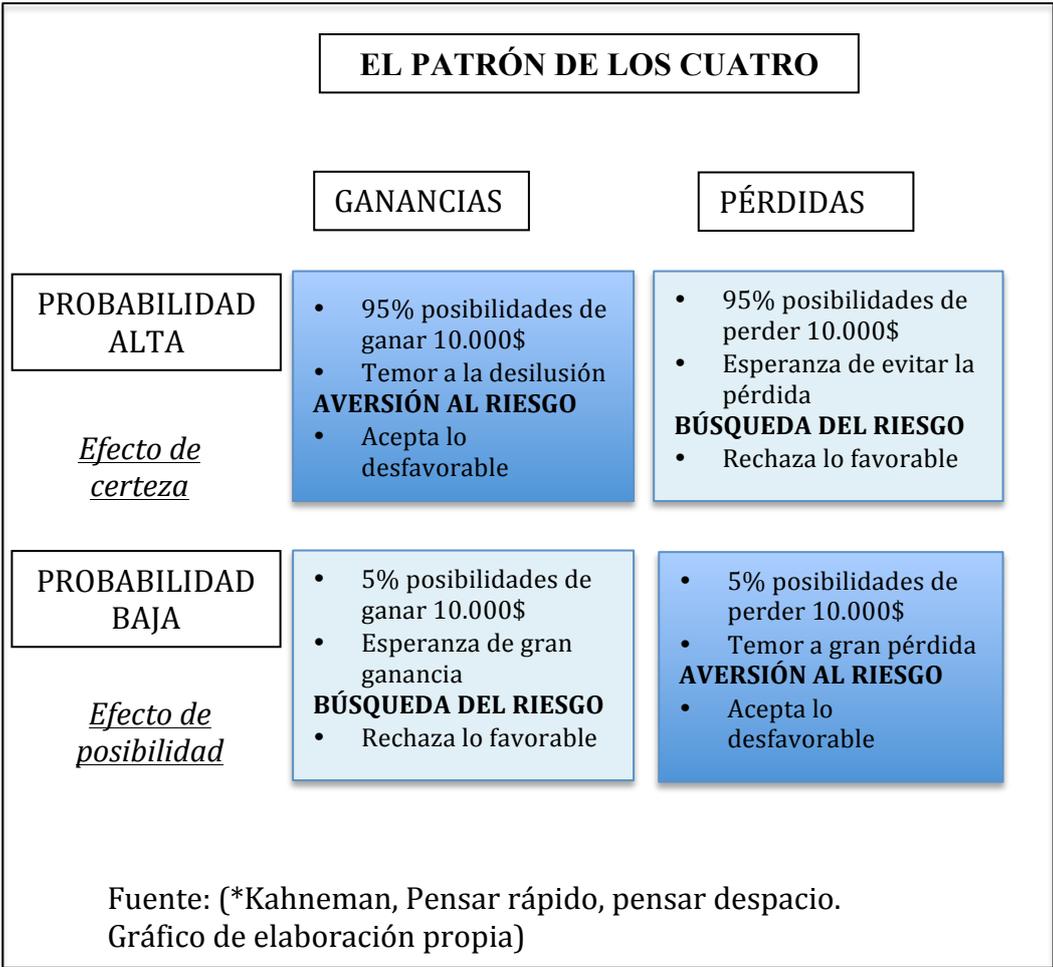
* Fuente: Daniel Kahneman, Pensar rápido, pensar despacio. Elaboración propia

Observando la tabla vemos que en los extremos, 0 y 100, los valores se corresponden con la probabilidad, pero en cuanto nos separamos de esos valores dejan de corresponderse. Así para una probabilidad del 2% de ganar, aparece el efecto de posibilidad y el valor se multiplica por 4, hasta 8,1, poniendo de manifiesto nuestra tendencia a sobrevalorar los resultados improbables. De manera análoga una probabilidad de ganar del 98%, se corresponde con un valor de decisión de 87,1 reflejando nuestra tendencia a infravalorar los sucesos altamente probables y cercanos a la certeza absoluta.

La combinación de estos dos efectos hace que nuestra sensibilidad al intervalo de frecuencias centrales se vea atenuada, de manera que la banda que va del 5% al 95% (90% de probabilidad), apenas se cubre con un 66,1% (entre valores de decisión de 13,2 y 79,3).

Kahneman y Tversky reafirman dos conclusiones de la *teoría de la perspectiva*: las personas asignamos valores a pérdidas y ganancias y no a la riqueza en valor absoluto, y los valores decisorios que asignamos a los resultados de sucesos son diferentes a la probabilidad que tienen estos resultados de producirse.

Estas ideas componen una matriz de preferencias, denominada *patrón de cuatro*, que se resume en el cuadro adjunto.



3.3 HEURÍSTICAS Y SESGOS

Me basaré en el artículo de Kahneman y Tversky (1974) “Judgement under uncertainty” para mi explicación (durante todo este apartado en intentaré dar un enfoque sencillo para que se entienda con los propios ejemplos del artículo y no se haga la materia demasiado árida) donde se definen las tres heurísticas de aplicación general con las que nuestro sistema intuitivo (Sistema 1) sustituye los cálculos probabilísticos complejos (Sistema 2) para la toma de decisiones en entornos inciertos. Dentro de esas heurísticas aparecen una serie de sesgos que nos servirán posteriormente para llevar a cabo nuestro análisis conductual de la crisis de 2008.

En este capítulo se hará un desarrollo pormenorizado de las heurísticas y los sesgos asociados, que son causantes de los errores sistemáticos provocados en las decisiones tomadas.

Según Kahneman en su obra “Pensar rápido, pensar despacio”:

“El Sistema 1 no se inclina hacia la duda. Suprime la ambigüedad y de manera espontánea construye historias lo más coherentes posible. A menos que el mensaje sea inmediatamente negado, las asociaciones que provoca se impondrán como si el mensaje fuese verdadero.

El Sistema 2 es capaz de dudar, porque puede tener presentes posibilidades incompatibles al mismo tiempo. Sin embargo sostener la duda es una tarea más dura que deslizarse en la certeza.” (Kahneman; 2010; 154)

3.3.1 HEURÍSTICA DE REPRESENTATIVIDAD

Los sesgos más relevantes provocados por la heurística de representatividad son:

INSENSIBILIDAD A RESULTADOS PROBABILÍSTICOS PREVIOS

Cuando se decide por representatividad no se tiene en cuenta los resultados probabilísticos previos, que sí son muy importantes a efectos de probabilidad.

En el ejemplo de Steve, el hecho de que haya más agricultores que bibliotecarios., que es un dato clave para asignar probabilidades, sin embargo no influye en el resultado.

La consecuencia es que las probabilidades previas serán ignoradas cuando las personas asignan probabilidades por representatividad.

Lo que ha demostrado la experimentación es que cuando no se facilita ninguna información que se pueda asociar a un estereotipo (aunque la información sea intrascendente), las personas tienden a utilizar correctamente las probabilidades previas.

INSENSIBILIDAD AL TAMAÑO DE LA MUESTRA

Las personas aplican habitualmente la regla de representatividad cuando quieren saber la probabilidad de que un resultado determinado se dé en una muestra de una población específica.

La intuición es dominada por la proporción existente en la muestra y no por el tamaño total. Al hacerlo se estima la probabilidad de un resultado de la muestra como representativo de la población total.

Una muestra pequeña es más probable que se separe de los resultados medios reales (tiene más dispersión).

Este efecto da lugar a la falacia de la *ley de los pequeños números*, que consiste en aceptar que una muestra pequeña es tan representativa como una grande. En experimentos de investigación ocurre, como consecuencia de este efecto, que hipótesis

ciertas no son validadas al obtener resultados falaces que no se achacan al tamaño de la muestra.

CONCEPCIONES ERRÓNEAS DEL AZAR

La gente espera que, en sucesos aleatorios, haya una autocorrección del azar que privilegie determinadas secuencias de resultados.

Las personas esperan que una secuencia de eventos generados por un proceso aleatorio represente las características esenciales de dicho proceso aunque sea breve. La gente espera que las características esenciales del proceso estén representadas no sólo globalmente en la secuencia entera, sino también localmente en cada una de sus partes. Este sesgo da lugar a la conocida *falacia del jugador*. Al observar en la ruleta una secuencia de rojos esperamos, intuitivamente, que salga negro como medida de autocorrección, porque su aparición crearía una secuencia que nos parecería más representativa. Se olvida que cada jugada de ruleta es un suceso independiente.

INSENSIBILIDAD A LA PREDICIBILIDAD

Las predicciones intuitivas no hacen caso de la predicibilidad de determinados sucesos.

Según Kahneman y Tversky en su estudio:

“A veces se pide a la gente que haga predicciones numéricas sobre, por ejemplo, el valor futuro de unas acciones, la demanda de un producto o el resultado de un partido de fútbol. Tales predicciones se hacen muchas veces desde la representatividad.

Supongamos, por ejemplo, que nos dan una descripción de una compañía y se nos pide predecir sus beneficios. Si la descripción de la compañía es muy favorable, los altos beneficios parecerán más representativos de dicha descripción; si la descripción nos muestra una compañía cuya gestión es mediocre, los resultados mediocres parecerán más representativos. El grado en que la descripción sea favorable no resulta afectado por la confianza que la descripción merezca o por el grado en que permita una predicción acertada. Por eso, si la gente hace predicciones únicamente sobre la base de

los términos favorables de la descripción, sus predicciones serán insensibles a la fiabilidad de la información y al acierto que quepa esperar de la predicción.”

(Kahneman y Tversky; 1974; 3)

LA ILUSIÓN DE LA VALIDEZ

Es la confianza injustificada cuando observamos un buen ajuste entre el resultado predicho y la información inicial. El sistema 1 está hecho para sacar conclusiones a partir de evidencias escasas, por eso es tan frecuente el *efecto WYSIATI*: What You See Is All There Is (Lo que ves es todo lo que hay).

Este sesgo es especialmente relevante cuando hablamos de la opinión de expertos, en ellos se da con más frecuencia la *ilusión de aptitud* (inversora), presuponiendo una capacidad especial para la predicción fruto de su experiencia. Se ha demostrado que esa capacidad, cuando los juicios son frecuentes e intuitivos apenas se diferencia de la de cualquier persona.

CONCEPCIONES ERRÓNEAS DE LA REGRESIÓN

Tendemos a sobreestimar la eficacia de la penalización y a subestimar la eficacia de la recompensa, obviando que hay un efecto de regresión a la media (acercamiento oscilante) que explica oscilaciones azarosas en el resultado independientemente de recompensas o penalizaciones.

3.3.2 HEURÍSTICA DE DISPONIBILIDAD

Los sesgos más relevantes provocados por el heurística de disponibilidad son:

SESGO DE EJEMPLOS RECUPERABLES

Según Kahneman y Tversky en su estudio:

“Cuando el tamaño de una clase se juzga por la disponibilidad de sus ejemplos, una clase cuyos ejemplos sean fáciles de extraer parecerá más numerosa que una clase de igual frecuencia cuyos ejemplos no sean tan fáciles de extraer.”

(Kahneman y Tversky; 1974; 4)

Como extensión de este sesgo, si un suceso contiene sujetos famosos o conocidos por el decisor, tiende a darle más peso en función de su notoriedad subjetiva.

Una consecuencia de este sesgo es *el efecto halo*, que nos lleva a extender de manera intuitiva una apreciación positiva o negativa a la totalidad del evento. Así, si apreciamos en una personalidad su apostura y buena presencia, tenderemos a pensar que su opinión es franca y sincera, extendiendo la primera valoración positiva al resto de características.

SESGO DE EFECTIVIDAD DE BÚSQUEDA

En inglés ¿qué es más probable, encontrar palabras que empiezan por “r” (road) o que su tercera letra sea “r” (car)?

Al ser más sencillo buscar en nuestra memoria por la letra inicial tenderemos a elegir la primera opción. Sin embargo para la letra “r” la respuesta correcta es la segunda.

SESGO DE IMAGINACIÓN

Cuando no tenemos disponible ejemplos de una clase tendemos a imaginarlos. La facilidad para encontrar ejemplos no tiene porqué corresponderse con la frecuencia real. En la creación de los ejemplos, frecuentemente activamos el mecanismo de sustitución que consiste en sustituir una pregunta compleja (la original), por otra más sencilla con la que estamos más familiarizados.

CORRELACIÓN ILUSORIA

Correlamos dos características, de manera intuitiva, independientemente de los datos medidos, sobreestimando la frecuencia de su aparición conjunta.

El juicio sobre la frecuencia con que dos eventos se producen conjuntamente podría basarse en la fuerza del vínculo asociativo entre ellos. Si la asociación es fuerte, concluiremos que han ido emparejados frecuentemente, por lo tanto juzgaremos más frecuente su aparición conjunta.

De nuevo aparece el efecto halo, al extender la valoración de una características a otras cercanas y apreciar, intuitivamente, su aparición conjunta.

3.3.3 HEURÍSTICA DE ANCLAJE

Los sesgos más relevantes provocados por la heurística de anclaje son:

AJUSTE INSUFICIENTE/PRIMING

Pesa más el valor inicial de referencia que las pistas hacia el valor final, produciéndose un ajuste insuficiente.

Al pedir una estimación del porcentaje de países africanos en la ONU a distintos grupos de estudiantes, el resultado medio fue de 25 y 45 para valores iniciales respectivos de 10 y 65.

Como podemos ver en el ejemplo, cuando se facilita un ancla de 10, el ajuste es creciente hasta 25, y cuando cambiamos el ancla a 65, el ajuste decreciente se para en 45. La distancia entre ambos valores es igual o mayor que el ajuste realizado.

Priming es un efecto de anclaje emocional que refleja la influencia de una idea en una acción. Mediante este mecanismo intuitivo, los estímulos del entorno influyen en nuestro pensamiento y acciones primando un posicionamiento inconsciente.

SESGO EN LA EVALUACIÓN DE EVENTOS CONJUNTOS Y DISJUNTOS

La probabilidad general de un evento conjuntivo (intersección de varios eventos), es menor que la de cada evento individual, mientras que la probabilidad general de un evento disyuntivo (unión de varios eventos) es mayor que la probabilidad de cada uno por separado. Sin embargo tendemos, intuitivamente, a sobrevalorar la probabilidad del evento conjunto y a infravalorar el evento disjunto.

Este sesgo da lugar a la *falacia de la planificación*, que explica porqué al valorar la probabilidad de éxito de un proyecto, compuesto de varias actividades, tendemos a ser optimistas y sobrevaloramos esta probabilidad conjunta por encima incluso de las probabilidades individuales, ignorando que en realidad es bastante menor que cualquiera de ellas. Los retrasos finales en el proyecto reflejan esta falacia.

SESGO EN LA DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDAD SUBJETIVA

Cuando los expertos realizan una distribución subjetiva de probabilidades, sobre una variable propia de su especialidad, establecen intervalos de confianza demasiado estrechos, que reflejan más certeza de la que su nivel de conocimiento expresa. Este sesgo se relaciona con el sesgo ya visto de ilusión de aptitud.

4. ANÁLISIS CONDUCTUAL DE LA CRISIS DE 2008

4.1 MARCO GENERAL

Una vez enunciado el marco teórico y tras haber realizado un análisis sobre la crisis financiera de 2008, llega el momento de proceder al análisis conductual. Para dicho análisis intentaré utilizar la información ya expuesta de forma que lleguemos a un resultado explicativo y sobre el cual podamos sacar las conclusiones pertinentes. De este modo me focalizaré en utilizar los sesgos ya descritos en el apartado anterior para dar una explicación conductual a las causas de la crisis. No todos los sesgos aparecerán sino aquellos que de manera relevante aparezcan y actúen dependiendo de las diferentes causas. Me centraré en las causas ya que de esta manera somos capaces de añadir algo de luz al por qué de ciertos fenómenos que nos han llevado a esa situación dramática en los mercados, es decir, mediante este planteamiento lo que intentamos es añadir elementos que ayuden a explicar lo acontecido y aportar información que sugiera como prevenir ciertos comportamientos de cara a un futuro sin entrar en un juicio de valor desde la perspectiva personal o penal. A pesar de que mi descripción de las mismas ha sido de manera encadenada para su mejor entendimiento, las iré enumerando y aplicando a análisis a lo largo de este apartado.

La información existente es escasa en el sentido de que la aplicación de las finanzas conductuales a la crisis no se ha llevado del todo a cabo y los análisis han ido siempre

relacionados a un corte más clásico y tradicional cuando se trata de enunciar sobre este tema para buscar una explicación. Acabará esta introducción con un párrafo del profesor del MIT Andrew Lo en el que comparte un poco esta visión en su testimonio frente a la cámara de representantes del comité de gobierno y reforma de los Estados Unidos:

“Economists do not naturally gravitate toward behavioral explanations of economic phenomena, preferring, instead, the framework of rational deliberation by optimizing agents in a free-market context. And the ineluctable logic of neoclassical economics is difficult to challenge. However, recent research in the cognitive neurosciences has provided equally compelling experimental evidence that human decisionmaking consists of a complex blend of logical calculation and emotional response (see, for example, Damaso, 1994, Lo and Repin, 2002, and Lo, Repin, and Steenbarger, 2005). Under normal circumstances, that blend typically leads to decisions that work well in free markets. However, under extreme conditions, the balance between logic and emotion can shift, leading to extreme behavior such as the recent gyrations in stock markets around the world in September and October 2008.”

“Los economistas no gravitan naturalmente hacia explicaciones conductuales de los fenómenos económicos, prefiriendo, en cambio, el marco de la deliberación racional por los agentes de la optimización en un contexto de libre mercado. Y la lógica ineluctable de la economía neoclásica es difícil de cuestionar. Sin embargo, investigaciones recientes en neurociencia cognitiva han proporcionado evidencia experimental igualmente convincente de que la toma de decisiones humana consiste en una mezcla compleja de cálculo lógico y la respuesta emocional (véase, por ejemplo, Dámaso, 1994, Lo y Repin, 2002, y Lo, Repin, y Steenbarger, 2005). En circunstancias normales, esa mezcla típicamente lleva a decisiones que funcionan bien en los mercados libres. Sin embargo, en condiciones extremas, el equilibrio entre la lógica y la emoción puede cambiar, lo que lleva a comportamientos extremos como los recientes giros en los mercados bursátiles de todo el mundo en septiembre y octubre de 2008.” (Lo; 2008; 14)

4.2 ANÁLISIS DE LAS CAUSAS

4.2.1 POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA

Desde el año 2000, y con el objetivo de combatir la burbuja especulativa de las compañías tecnológicas (.com), Allan Greenspan mantuvo una política monetaria expansiva y sin límite.

Este mantenimiento de los tipos de interés demasiado bajos durante demasiado tiempo provocó un aumento del consumo interno y del endeudamiento familiar que se enfocó hacia el mercado inmobiliario.

Es frecuente en puestos de responsabilidad política o cercanos a los centros de poder político, que se refleje el desfase entre la vida útil de una decisión, medida en ciclos políticos (máximo de cinco años en Estados Unidos), y el impacto social de la decisión, que pueden ser décadas. En este punto actúa la “heurística de los afectos”, según la cual los humanos deseamos ser queridos por nuestras decisiones y, en consecuencia, retrasamos todo lo posible la toma de decisiones desagradables o que puedan provocar el rechazo de la sociedad.

Al mismo tiempo, cuando se analiza la actuación de los expertos, y Allan Greenspan en su calidad de Presidente de la Reserva Federal (1987-2006) lo era, se produce la coincidencia de varios sesgos en su proceso de toma de decisiones:

- Insensibilidad a resultados probabilísticos previos

En el contexto de la crisis de 2008, el mantenimiento de la política expansiva, a pesar de los antecedentes históricos que aconsejaban su corrección, tratando una burbuja especulativa como si fuese la primera de la historia.

- Insensibilidad a la predicibilidad

Basándome en el pensamiento de Fernando Trías de Bes en su libro “El hombre que cambió su casa por un tulipán”, las burbujas especulativas atienden a patrones que permiten su predicibilidad. Pero su identificación y posterior actuación (más allá de la codicia y algunos supuestos delictivos) es impopular, por lo que este sesgo aparece, de manera intuitiva, para evitar ese desgaste.

- Efecto Halo

Cuando una autoridad reconocida goza de prestigio en su ámbito de actuación, y Allan Greenspan lo tenía en el período 2000-2006, el público tiende a extrapolar esa cualificación a cualquier otra característica (efecto halo), reconociéndole una autoridad, que en materia de regulación / desregulación de derivados y productos financieros complejos no tenía.

- Ilusión de aptitud

Desde la perspectiva del experto, la imagen especular del efecto halo es la “ilusión de aptitud”, que hace que se vea a sí mismo más experto y, como consecuencia más capacitado para la toma de decisiones, que el resto de las personas. De esta manera el experto no sólo no corrige el error, sino que se ve reforzado en la insistencia en el mismo por esta “ilusión”.

Este es un sesgo intuitivo, que a veces puede confundirse con actitudes arrogantes más racionales.

4.2.2. BURBUJA INMOBILIARIA SUBPRIME

Una política de bajos tipos y expansiva provoca que los inversores busquen activos atractivos en los que invertir, aumentan los créditos hipotecarios pero los tipos son bajos

para los clientes solventes, por lo que para poder aumentar la base de clientes y los tipos aplicados hay que dirigirse a clientes con poca solvencia (subprime) , esto provoca el aumento de los precios que atrae la llegada de los especuladores y ya tenemos todos los ingredientes para la burbuja especulativa.

Como recoge Fernando Trías de Bes en su libro “El hombre que cambió su casa por un tulipán”:

“...en Estados Unidos las hipotecas *subprime* pasaron de 35.000 Millones de \$ en 1994, a 160.000 Millones de \$ en 1999, y finalmente a la friolera de 600.000 Millones de \$ en 2006. Para que nos hagamos a la idea: esta cifra equivaldría a casi la mitad del PIB de España y a un 6% del PIB americano.” (Trías de Bes; 2009; 96 -97)

Los sesgos identificados son:

- Insensibilidad a resultados probabilísticos previos

Basta observar el crecimiento del volumen de hipotecas subprime (de 35.000 Millones de \$ en 1994 a 600.000 Millones de \$ en 2006, se multiplicó por 17 veces en 12 años) para ver la influencia de este sesgo.

- Corrección errónea del azar / Falacia del jugador

Convicción de que los precios de las casas nunca bajan, y por lo tanto el mayor riesgo de morosidad queda cubierto por la revalorización del activo.

- Insensibilidad a la predicibilidad

De nuevo el dato de volumen de hipotecas subprime en Estados Unidos es suficiente como indicador predecible de la burbuja especulativa, a la que los distintos agentes permanecieron insensibles.

- Ilusión de aptitud

Aplica a todos los agentes: si los bancos competidores lo hacen y ganan, yo que soy banquero también estoy apto para ganar. Si mi vecino especula y le va bien, yo que soy al menos tan capaz como él ¿porqué no me va a ir bien, si esto es muy fácil?

- Efecto Halo

Durante las burbujas especulativas las características de exceso de confianza, la sobrevaloración de activos, el pensar que la demanda es infinita y las casas no van a bajar de precio, entre otras, están reforzadas por este sesgo.

- Sesgo de imaginación / Heurística afectiva

Cuando la burbuja se escapa al control de quienes la provocaron, los gobiernos retrasan la adopción de medidas que pueden enfriar el recalentamiento económico ante la impopularidad de éstas. Particularmente, cuesta renunciar al empleo generado por el sector inmobiliario pensando que aún queda recorrido (reconocimiento tardío de las pérdidas).

- Ajuste insuficiente /Priming

La presión de los medios y del propio entorno, valorando positivamente el “crecimiento sostenido” que se provoca durante la burbuja, favorecen el exceso de confianza, el autoengaño y la lógica irracional de los inversores, “primando” intuitivamente decisiones de permanencia en el escenario.

- Falacia de la Planificación

Las autoridades gubernamentales, que tienen capacidad para actuar, además de hacerlo tarde, lo hacen con planes optimistas, alejados de la probabilidad real de ocurrencia, para justificar mensajes políticos positivos: no es una crisis es una desaceleración, recuperaremos el crecimiento en 1 año,...

4.2.3. DESREGULACIÓN DE DERIVADOS

Durante la década de los 2000 aumentó la permisividad a los bancos en materia de uso de derivados, amparada por Allan Greenspan, que culminó con una desregulación casi total del uso de este tipo de productos, que alcanzó su máximo exponente con el proyecto de ley “la modernización del mercado de futuros de materias primas”, que acabaría aprobándose en el congreso norteamericano.

Los sesgos identificados son:

- Insensibilidad a resultados probabilísticos previos

El marco regulatorio posterior al crack de 1929, evitó la aparición de nuevas burbujas especulativas financieras durante largo tiempo. Se obvió este resultado, y el aprendizaje del error, al favorecer la desregulación de productos financieros complejos.

- Insensibilidad a la predicibilidad

De nuevo la experiencia histórica, que servía de indicador predictivo, se obvió de manera reiterada en el proceso de desregulación.

- Ilusión de aptitud

El argumento reiterado de “éstos son tiempos nuevos, que requieren nuevas reglas”, repetido por una élite financiera y política, reforzaba la actuación de este sesgo: ”quien no lo apoya es no lo entiende”, posicionando a quien se opusiera en el desconocimiento.

- Efecto Halo

Si los expertos más capaces apoyan esta medida, yo que soy experto y capaz tengo que apoyarla. Este mimetismo, provocado por el efecto halo, sumó apoyos a la desregulación.

- Ajuste insuficiente /Priming

La actuación de los grupos de presión (lobbies) en los medios de comunicación y en los centros de influencia, generaron una corriente de opinión favorable que potencia la aparición de este sesgo.

4.2.4. CADENA DE TITULARIZACIÓN. CDO's

El sistema de títulos hipotecarios se conformaba en una cadena formada desde el solicitante de la hipoteca al banco hasta el último inversor que compraba los productos CDOs ya explicados. Esta cadena permitía diluir los mecanismos de control al haber un mayor número de escalones que, unido a la desregulación bancaria daba vía libre al sistema financiero para comercializar esos títulos sin control.

Los sesgos identificados son:

- Insensibilidad a resultados probabilísticos previos

El volumen de derivados gestionados antes de 2007 invitaban al análisis reflexivo sobre el modelo, sin embargo este sesgo alimentaba la creencia de una demanda infinita, apoyada en la subida imparable de los precios de los activos subyacentes, y la toma excesiva de riesgo desde el exceso de confianza.

- Corrección errónea del azar / Falacia del jugador

Convicción de que los precios de las casas nunca bajan, y por lo tanto todo el ciclo de titularización puede crecer indefinidamente.

- Insensibilidad a la predicibilidad

Cuando el volumen de activos tóxicos en el sistema es tan alto que nadie es capaz de valorarlos, este sesgo actúa como mecanismo de autodefensa.

- Ilusión de aptitud

Entre los banqueros y banqueros de inversión se genera una imagen de extraordinaria capacidad y sagacidad, que bloquea los mecanismos de aviso y alarma. Entre los incapaces se da un fenómeno aptitud “sobreenvenida” que les impide reconocer su desconocimiento de los productos que están vendiendo.

- Efecto Halo

En el mundo de las finanzas, los productos derivados son sinónimos de sofisticación, rentabilidad e innovación, por lo que todos los profesionales sienten la atracción de formar parte de este selecto club.

- Ajuste insuficiente /Priming

Los espectaculares resultados de los bancos de inversión con estos productos provoca en el resto de agentes financieros un deseo que prima las decisiones de participación, multiplicándose la cantidad de activos tóxicos presentes en el mercado.

- Falacia de la Planificación

Una cadena tan larga de acontecimientos sugiere una dilución del riesgo, que no es real, porque al considerar la cadena en su conjunto hay una concentración de riesgo sistémico.

4.2.5.EXCESIVO APALANCAMIENTO BANCARIO

La progresiva desregulación bancaria en los Estados Unidos, hizo que los bancos alcanzaran unos niveles de apalancamiento exagerados, lo que provocaba un aumento del riesgo de quiebra a un menor nivel de pérdidas, porcentualmente hablando. Este hecho unido al boom expansivo de la economía provocó el crecimiento desmedido de la burbuja financiera.

Los sesgos identificados son:

- Insensibilidad a resultados probabilísticos previos

La ausencia de límite de apalancamiento, permite un crecimiento de la exposición de los bancos al riesgo asociado a los activos tóxicos, hasta el punto de desconocer su cuantía, contrario a todo principio de tradicional prudencia bancaria.

- Corrección errónea del azar / Falacia del jugador

El crecimiento del mercado va justificando apalancamientos crecientes, que alimentan la falacia de una demanda infinita.

- Insensibilidad a la predicibilidad

El excesivo apalancamiento provoca una mayor exposición a la morosidad, con coeficientes de cobertura muy pequeños que avisan de la alta probabilidad de que un escenario de morosidad creciente, aunque pequeña, puede provocar la quiebra de la institución. Sin embargo este sesgo anima a perseverar en el error.

- Ilusión de aptitud

Los importantes beneficios generados durante los primeros años de apalancamiento, alimentan la creencia de una superior capacidad de gestión del negocio bancario que, a su vez, refuerza la presencia de este sesgo.

- Efecto Halo

A medida que los primeros bancos crecían en su negocio, como consecuencia del apalancamiento creciente, el resto se animaban a participar en un negocio “seguro” y avalado por tantos expertos.

- Sesgo de imaginación / Heurística afectiva

Si los colegas banqueros son valorados como profesionales capaces y admirados, al sacar provecho de esta trama apoyada en la ausencia de control, yo, que también soy banquero, quiero ser igualmente admirado, por lo que entraré en la misma dinámica de decisiones sesgadas.

- Ajuste insuficiente /Priming

En este escenario de apalancamiento, la presión del entorno, magnificando la astucia e inteligencia de los banqueros, genera un contexto favorable que sesga las decisiones de prudencia de quienes aún no han participado.

4.2.6. SALARIOS EJECUTIVOS DESPROPORCIONADOS

El crecimiento de los beneficios de las principales firmas de Wall Street mientras se gestaba la crisis dio lugar a salarios y bonus disparatados por parte de los ejecutivos de estas compañías.

Los sesgos identificados son:

- Insensibilidad a resultados probabilísticos previos

Cuando se produce el primer incremento desproporcionado, olvidamos el histórico anterior y empezamos a alimentar la idea de que “nos lo merecemos”. En los sucesivos escalones este sesgo provocará que la pregunta no sea ¿cómo es posible que gane tanto? sino ¿cómo es posible que no gane más?, justificando de manera intuitiva lo que objetivamente es un disparate, y justificando las decisiones arriesgadas tendentes a generar bonus exagerados.

- Ilusión de aptitud

El ejecutivo con un salario exagerado pensará, racionalmente, que si se lo pagan será que se lo merece y en consecuencia que tiene un nivel de aptitud que lo justifica, es decir una aptitud excepcional. Este sesgo evitará que ante decisiones arriesgadas su cerebro dispare los mecanismos de aviso, puesto que al ser tan apto no hay riesgo: él ve lo que otros no intuyen.

- Efecto Halo

Pocos grupos son tan influyentes y atractivos (en términos de poder) como los ejecutivos de banca de inversión, por lo que generan en otros profesionales de sectores cercanos, y particularmente en los banqueros, un deseo de emulación inconsciente que provoca decisiones de más riesgo en su negocio y remuneraciones igualmente desproporcionadas.

- Ajuste insuficiente /Priming

En una cultura tan individualista como la americana, el ejecutivo de banca de inversión es presentado como un triunfador que encarna “el sueño americano”, por lo que en lugar de recriminar este exceso salarial se tolera y muestra como el reflejo del éxito.

4.2.7. MALA PRAXIS DE LAS AGENCIAS DE RATING

Las agencias de rating eran encargadas de evaluar el riesgo de los productos financieros. emitieron juicios bastante alejados de la realidad al calificar como de riesgo prácticamente nulo activos tóxicos como las CDO o de bajo riesgo a Lehman Brothers justo antes de su quiebra.

Los sesgos identificados son:

- Insensibilidad a resultados probabilísticos previos

Este sesgo bloquea la capacidad de aprender de los errores, una vez que los resultados nos indican que algo no va bien. Las agencias de rating, cuando ya se tenía información preliminar del impacto causado por los CDO's, no corrigieron las valoraciones.

- Insensibilidad a la predicibilidad

Este sesgo actúa como mecanismo de bloqueo cuando los primeros datos indican que la valoración ha sido excesiva. El negocio de la agencia depende de la contratación por parte del dueño del activo, por lo que de manera intuitiva el analista no asumirá predicciones negativas hasta que los hechos no sean abrumadoramente contrarios.

- Ilusión de aptitud

Las agencias de rating son aceptadas como jugadores esenciales en los mercados de capital. Se acepta su opinión experta para calificar el riesgo asociado a activos financieros. Cuando aparecen activos complejos que posiblemente no entienden, este sesgo les lleva antes a sobrevalorar las CDO's, que a confesar esa incapacidad.

- Efecto Halo

La aceptación del conocimiento experto de las agencias, que no son elementos objetivos sino a sueldo del dueño del activo a valorar, refuerza la credibilidad de una valoración que nace sesgada, justificando la asunción de riesgos por parte de los banqueros.

- Ajuste insuficiente /Priming

La valoración con AAA de activos tóxicos, genera un efecto de anclaje del resto de decisores alrededor de este valor, que es equivalente a ausencia de riesgos. A su vez la no corrección de esta calificación, no ayuda a detectar el riesgo incipiente, primando la persistencia de esas decisiones.

4.3. TABLA RESUMEN

CAUSAS	SESGOS							
	Insensibilidad a resultados previos / estereotipos	Correcciones erróneas del azar / Falacia del jugador	Insensibilidad a la predictibilidad	Ilusión de validez / Ilusión de aptitud	Efecto Halo	Sesgo de imaginación / Heurística afectiva	Ajuste insuficiente / Priming	Falacia de la planificación
1. POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA	X		X	X	X	X		
2. BURBUJA INMOBILIARIA SUBPRIME	X	X	X	X	X	X	X	X
3. DESREGULACIÓN DE DERIVADOS	X		X	X	X		X	
4. CADENA DE TITULARIZACIÓN. CDO's	X	X	X	X	X		X	X
5. EXCESIVO APALANCAMIENTO BANCARIO	X	X	X	X	X	X	X	
6. SALARIOS EJECUTIVOS DESPROPORCIONADOS	X			X	X		X	
7. MALA PRAXIS DE AGENCIAS DE RATING	X		X	X	X		X	

LEYENDA

-  Sesgo perteneciente a la HEURÍSTICA DE REPRESENTATIVIDAD
-  Sesgo perteneciente a la HEURÍSTICA DE DISPONIBILIDAD
-  Sesgo perteneciente a la HEURÍSTICA DE ANCLAJE

5. CONCLUSIONES

En este apartado de conclusiones lo que se intenta es hacer balance del trabajo y valorar si el objetivo del mismo ha sido alcanzado según las bases planteadas al principio del mismo.

La crisis financiera que tuvo lugar en 2008 en Estados Unidos sigue siendo un fenómeno de estudio hoy en día debido a la afección que tuvo en nuestro sistema financiero y económico. La influencia en todo el mundo es innegable y ha hecho que nos planteemos numerosas cuestiones sobre el mundo de las finanzas. Por ello es una temática de interés y representativa que incentiva a sacar conclusiones que ayuden a la explicación de acontecimientos financieros de actualidad.

Las finanzas conductuales son un nuevo campo dentro de la ciencia económica que integra la psicología en los procesos de decisión económica .

La persistencia inconsciente en el error, provocada por la presencia de sesgos en nuestro sistema cognitivo, es un nuevo campo de análisis que hay que tomar en cuenta, de manera complementaria a otras teorías, para un mejor entendimiento del proceso de toma de decisiones por parte de los agentes económicos.

Es importante basarnos en nuestra pregunta de investigación a la hora de establecer las conclusiones ya que define de manera bastante explicativa cuál es el objetivo “¿Somos capaces de explicar la crisis económica desde las finanzas conductuales, hasta qué punto?”

La respuesta más objetiva a lo planteado es sí, pero como un análisis complementario. Al llevar a cabo el análisis de los sesgos hemos visto como éstos demuestran esa racionalidad limitada del ser humano, por lo tanto ya desde su propia definición nos están dando una ayuda complementaria a los análisis de corte más clásico intentando

responder al porqué y cómo se han tomado ciertas decisiones, entendiendo que éstas no dejan de ser llevadas a cabo por personas. El estudio pone de manifiesto la presencia de esos sesgos intuitivos en los procesos de toma de decisiones asociados a las distintas causas de la crisis. Tomar conciencia de la existencia de estos sesgos puede ayudar a diseñar mecanismos de control en esa toma de decisiones que acerquen la racionalidad a dicho proceso.

Al analizar 8 sesgos aplicados a 7 causas de la crisis, es decir 56 análisis individuales, en 41 de ellos se aprecia la presencia de sesgo conductual, un 73%. Aceptando la perspectiva conductual como algo el resultado anima a concluir que este punto de vista novedoso es interesante a la hora de analizar fenómenos tanto económicos como financieros.

Realmente no hay un antecedente claro de la crisis analizada desde las finanzas conductuales, por lo que este enfoque de análisis de sesgos aplicado a las causas se podría considerar como original. Un análisis más detallado de cada sesgo aplicado a este contexto escapa al alcance de este trabajo.

Creo modestamente que el análisis realizado puede abrir un camino para quien quiera continuar con un estudio más detallado de la crisis bajo este campo, por lo que considero como satisfactorio en cómputo global el trabajo realizado. Veo una posible utilidad para futuros trabajos sobre el tema que se basen en estos sesgos para la explicación crisis financieras, no sólo la actual.

La importancia de las finanzas conductuales en el futuro, va a ser cada vez mayor a medida que se vaya integrando un mayor conocimiento de los complejos mecanismos que conforman el cerebro, lo que nos permitirá explicar mejor los componentes no racionales del sistema cognitivo orientado a la toma de decisiones.

6. BIBLIOGRAFÍA

- Charles Ferguson. (2010). *Inside Job. (documento audiovisual)*
- Xavier Sala I Martín (2010). *Pues yo lo veo así*
- Fernando Trías de Bes (2009). *El hombre que cambió su casa por un tulipán*
- Paul Krugman (2010). *Acabad ya con esta crisis*
- Daniel Kahneman (2011). *Pensar rápido pensar despacio*
- Richard Thaler y Cass Sunstein (2008). *Un pequeño empujón*
- Amos Tversky and Daniel Kahneman (2000). *Choices values and frames*
- Kahneman, Slovic y Tversky (1974). *Judgement under uncertainty*
- Kahneman and Tversky (1979). *Prospect theory*
- Carmen Díaz (2003). *Heurísticas y sesgos en el pensamiento probabilístico*
- Ismael Quintallina (1997). *Motivaciones del consumidor, crisis económica*
- Nuria Cortada de Kohan (2008). *Los sesgos cognitivos de la toma de decisiones*
- Ismael Quintanilla (2010). *Crisis financiera, economía conductual*
- Thorsten Hens (2008). *Behavioural Finance*
- Richard Thaler y Sendhil Mullainathan (2000). *Behavioural economics*
- Andrew Lo (2008). *Systemic Risk and financial crisis.*
- Andrew Lo (2005). *Reconciling efficient markets with behavioural finance. The adaptative markets hypothesis*
- Malcolm Baker, Richard Ruback, Jeffrey Wangler (2005). *Behavioural corporate finance: a survey*

