



COMILLAS

UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICADE

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

ICADE

**CONDICIONANTES DE LA TOMA DE DECISIONES
DESDE LA PERSPECTIVA DE LA PSICOLOGÍA DEL
COMPORTAMIENTO FINANCIERO**

AUTOR: GABRIELA ÁLVAREZ-RENDUELES MUÑOZ-ROJAS

DIRECTOR: BORJA DEL PALACIO TORNOS

Madrid

Abril 2021

Gabriela Álvarez-Rendueles Muñoz-Rojas

CONDICIONANTES DE LA TOMA DE DECISIONES DESDE
LA PERSPECTIVA DE LA PSICOLOGÍA DEL
COMPORTAMIENTO FINANCIERO



RESUMEN

El presente trabajo tiene como finalidad determinar los condicionantes fundamentales en la toma de decisiones, desde la perspectiva de la psicología del comportamiento financiero. Para ello, se ha empleado una metodología de corte no experimental, de campo – documental – bibliográfico – explicativo apoyada en los postulados de Thaler y Kahneman, entre otros. Como resultado principal se puede distinguir que los individuos toman decisiones siguiendo ciertos sesgos emocionales como el exceso de confianza, la aversión al riesgo, el sesgo a lo conocido y el efecto manada entre otros, que les llevan a obtener resultados no óptimos en su comportamiento financiero.

Palabras Clave:

Comportamiento Financiero, Toma de decisiones, Psicología, Sesgo.

ABSTRACT

The present work was conducted in order to determine the fundamental factors in decision-making, from the perspective of the psychology of financial behavior. For this purpose, a non-experimental, field - documentary - bibliographic - explanatory methodology was used, supported by the postulates of Thaler and Kahneman, to name a few. As a main result, it can be distinguished that individuals make decisions following certain emotional biases such as overconfidence, risk aversion, familiarity bias and the herd effect, among others, which lead them to obtain non-optimal results in their financial behavior.

Key Words:

Behavioral Finance, Decision Making, Psychology, Bias.

ÍNDICE

CAPITULO 1. INTRODUCCIÓN	6
1.1 Propósitos y contextualización	6
1.2 Justificación	7
1.3 Objetivos	8
1.4 Metodología	9
1.5 Estructura	12
CAPITULO 2. MARCO TEÓRICO	13
2.1 Comportamiento financiero	13
2.2 Toma de decisiones	17
2.2.1 La Teoría Prospectiva	17
CAPITULO 3. RESULTADOS Y ANÁLISIS.....	23
3.1 Evolución del concepto de Comportamiento Financiero	23
3.2 Elementos del Comportamiento Financiero	26
3.2.1 Exceso de confianza	26
3.2.2 Aversión al riesgo	26
3.2.3 Sesgo a lo conocido	27
3.2.4 El efecto manada	27
3.2.5 Anclaje	28
3.3 Categorías teóricas del proceso de Toma de Decisiones	33
CAPITULO 4. CONCLUSIONES	40
CAPITULO 5. BIBLIOGRAFÍA.....	44

ÍNDICE DE TABLAS

TABLA 1	16
TABLA 2	20
TABLA 3	35
TABLA 4	36

ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA I	40
----------------	----

CAPITULO 1. INTRODUCCIÓN

1.1. Propósito y contextualización

En el momento de comunicarle a Richard Thaler que había sido galardonado con el premio Nobel de Economía, éste mencionó que gastaría el importe del galardón, *tan irracionalmente como le fuera posible*. Con estas palabras, el recién laureado resaltaba su contribución de incorporar la psicología a la teoría económica y a la política económica, mediante los análisis de cómo las personas toman decisiones económicas, en ocasiones, rechazando la racionalidad (Vargas, 2018) y por el contrario, ponía en valor que las decisiones no siempre obedecen a esos tradicionales criterios económicos racionales, sino que también entran en juego variables psicológicas, las cuales las desvían de un comportamiento económico racional (Thaler, 2018).

De esta manera y aunque la economía ha sido considerada tradicionalmente como una de las ciencias de la conducta, ésta abandonó ya hace tiempo atrás su histórica preocupación original centrada en el conocimiento del comportamiento real de los agentes económicos encargados de tomar las decisiones. Al avanzar en su evolución como disciplina de investigación, son abundantes y variados los resultados empíricos cuyos principales hallazgos cuestionan esos postulados de la teoría centrados en el funcionamiento perfecto de los mercados financieros. Por otro lado, un conjunto amplio de aportes en el campo de la psicología, han permitido enriquecer el análisis económico atendiendo a un mejor conocimiento de las bases de la conducta humana, tal y como han sido precisamente, los últimos Nobel de Economía Kahneman, en 2002 y Thaler en 2017 (Fernández, 2019).

En este sentido, las investigaciones acerca del comportamiento financiero han demostrado concluyentemente, cómo el impacto de la irracionalidad humana puede conllevar a tomar decisiones con resultados no óptimos desde el punto de vista económico. Consecuentemente, estas investigaciones se caracterizan por abordar la base cognitiva y emocional de esas acciones, las cuales son denominadas en la literatura como

nudges, asignándoles la propiedad de minimizar los efectos de esas racionalidades (Hyland, Sebastian, & Seetharam, 2021).

La importancia de estos estudios radica en que los mercados financieros constituyen una parte determinante de la economía de todos los países, al comportarse como agente catalizador de la eficiencia productiva de esos sistemas económicos, mediante el desarrollo de sus dos segmentos medulares: el crédito y la inversión. Entre ambos permiten la intermediación entre agentes superavitarios y deficitarios de recursos monetarios, generando el necesario impulso a la actividad económica a nivel mundial (Carciente, 2004).

Dentro de este mundo financiero, el mercado bursátil es considerado un importante indicador de la salud y comportamiento de la economía, teniendo como motor de impulso, las expectativas del comportamiento de dichos mercados. De entre todos los tipos de expectativas analizadas por los distintos estudios, las más frecuentes son aquellas de carácter racional, adaptativa o irracional. Todas estas investigaciones tienen como propósito fundamental, generar el conocimiento de su dinámica, desencadenantes e impactos a efectos de entenderlas a fin de sustentar la descripción del comportamiento del mercado y de ser posible, predecir sus hitos de ocurrencia, basada en la acertada toma de decisiones (Carciente, 2004).

Este es el contexto dentro del cual se desarrolla la presente investigación, al abordar los condicionantes de la toma de decisiones desde la perspectiva de la psicología del comportamiento financiero, soportada en la premisa de considerar a los agentes tomadores de decisiones, cargados de numerosos y variados sesgos cognitivos, producto del *imperfecto* funcionamiento del cerebro humano, el cual condiciona dicho proceso de toma de decisiones, por parte del sistema emocional o sistema 1 (Tversky & Kahneman, 1979), (Tversky & Kahneman, 1974).

1.2 Justificación

Desde el punto de vista del sector económico – financiero, la investigación representa un aporte significativo por ser un tema actual y sobre el cual existen grandes expectativas

para desarrollar teorías o enunciados teóricos los cuales ayudan a explicar y comprender el fenómeno de la toma de decisiones, como hecho humano y, por tanto, asociado a la naturaleza del comportamiento, no siempre racional, individual – colectivo de las personas.

Asimismo, desde el punto de vista académico aspira a convertir los resultados obtenidos en un referente tanto para estudiantes, como para graduados de este programa; fortaleciendo sus conocimientos de forma estratégica y a su vez contribuyendo con aportes tangibles a la línea de investigación en la cual se inscribe el estudio, al actualizar el estado del arte de las categorías asociadas al comportamiento financiero. En cuanto a la justificación personal, los conocimientos adquiridos a lo largo de la investigación permitirán tener una visión más amplia de cómo funcionan los mercados financieros y los mecanismos subyacentes dentro del proceso de toma de decisiones, lo cual representa un tema clave presente a lo largo de todo el desempeño profesional.

1.3 Objetivos

Dentro de este contexto se enmarca la presente investigación, la cual tiene como objetivo general: Determinar los condicionantes fundamentales en la toma de decisiones, desde la perspectiva de la psicología del comportamiento financiero.

En cuanto a los objetivos específicos destacan:

- a. Contextualizar el estado del arte del comportamiento financiero.
- b. Construir las categorías teóricas con mayor peso relativo e incidencia directa a lo largo del proceso de toma de decisiones.
- c. Enunciar las implicaciones más relevantes de dichas categorías para el mecanismo de toma de decisiones.

1.4 Metodología

A efectos de cumplir con el objetivo central planteado en el estudio, se ha diseñado un esquema de investigación soportado en un estudio de tipo no experimental, de campo – documental – bibliográfico – explicativo. Su carácter no experimental nace ya que no existe la deliberada manipulación de la variable en estudio (comportamiento financiero), y los hechos derivados de tal comportamiento se considerarán tal y como se presentan en su contexto real, en un tiempo determinado, para luego analizarlos y emitir las consideraciones que tuviesen lugar (Hernández y Mendoza, 2018).

Asimismo, se considera de campo porque la data a analizar proviene de diversas fuentes de carácter primario, por lo que su obtención provendrá directamente de la realidad, ya sea de artículos científicos recogidos en bases de datos o en reportes de instituciones financieras, conformantes del entorno asociado a este sector. Es importante resaltar que este tipo de investigación se sustenta en datos originales, los cuales se confrontan al análisis sistemático de una situación problemática en la realidad, con el propósito de describirlos, interpretarlos, entender su naturaleza y sus factores constituyentes. De esta manera se explican sus causas, efectos o incluso, se podría predecir su ocurrencia.

Por otro lado, la condición documental – bibliográfica de la investigación responde a la recopilación sistemática de información a partir de diversas fuentes, en este caso y como hemos mencionado anteriormente, en bases de datos reconocidas y una normativa legal institucional.

Finalmente, responde a una investigación de carácter explicativo, dada su pretensión interpretativa orientada a desvelar los condicionantes de la toma de decisiones desde la perspectiva de la psicología del comportamiento financiero, con el propósito de identificar potenciales actuaciones dirigidas a explicar, parcialmente, dicho proceso asociado a los mercados financieros (Ñaupas, Mejía, Novoa y Villagomez, 2014).

De esta manera y con el objetivo de lograr el propósito planteado, en primer lugar, se realizará la búsqueda documental – bibliográfica a efectos de contextualizar el comportamiento financiero desde sus principales referentes. En segundo lugar, se describirán las principales categorías de análisis asociadas al comportamiento financiero.

Y para finalizar, en tercer lugar, se contrastarán el enunciado de las principales implicaciones de dichas categorías con en el proceso de la toma de decisiones. Estas etapas se describen con mayor detalle a continuación.

Hernández y Mendoza (2018), y Guevara, Verdesoto y Castro (2020) hablan de las investigaciones descriptivas de corte documental resaltando la importancia de seguir cuidadosamente las tres fases de investigación que garantizarán la confiabilidad y validez de los resultados. Tales fases se detallan seguidamente:

a) Fase preparatoria: Comprende el abordaje inicial del tema en estudio, identificando las unidades de análisis; es decir, aquellas que denotan los aspectos específicos que se deben comprobar en cada material y que determinará su inclusión y exclusión dentro del análisis final del estudio. En la misma medida se toma en cuenta aquella bibliografía que sustenta el soporte teórico según el cual se han descrito las características de los condicionantes fundamentales en la toma de decisiones, desde la perspectiva de la psicología del comportamiento financiero. Entre ellos se encuentran Thaler (2018), Hyland, Sebastian, & Seetharam (2021), Tverksy y Kahneman (1974) entre otros.

b) Fase descriptiva: Durante esta fase se examinan las unidades de análisis mencionadas anteriormente para valorar, analizar y extraer la información pertinente. Teniendo en cuenta esto se contrastan las premisas base de cada unidad de análisis, detallándolas en el material bibliográfico obtenido en una búsqueda bibliográfica, descartando aquellas que no cumplan con los criterios establecidos. Este examen se realiza con miras a puntualizar los condicionantes mencionados en las teorías estudiadas como se encuentran en el estudio y así dar forma a los resultados de la indagación.

c) Fase interpretativa: En esta fase se llegará al análisis de los condicionantes fundamentales en la toma de decisiones, desde la perspectiva de la psicología del comportamiento financiero. Hurtado (2020) indica que en esta fase lo que se busca es que la información pase de ser simples datos a ser nuevos conceptos, nuevos conocimientos.

Ahora bien, epistemológicamente esta investigación se centra en determinar cuáles son los condicionantes fundamentales en la toma de decisiones, desde la perspectiva de la psicología del comportamiento financiero. El proceso de toma de decisiones en el contexto financiero es un fenómeno que no carece de complejidad pues comprende muchas variables como el contexto psicológico de los inversores que innegablemente afecta el mercado y viceversa entre otros, que son imprescindibles a la hora de elegir el tipo de estrategias aplicadas en el momento de invertir dinero. A esto se le añaden todos los factores externos que intervienen en la actuación del individuo que de una u otra manera generan un peso y condicionan el camino que elijan.

Así pues, esta investigación documental pretende analizar críticamente los condicionantes fundamentales en la toma de decisiones, desde la perspectiva de la psicología del comportamiento financiero. Las investigaciones documentales suelen sentar bases en trabajos de mayor profundidad pues dibujan conceptos iniciales, describen antecedentes o precisan rutas metodológicas.

Guevara, Verdesoto y Castro (2020) explican cómo una investigación documental se valida e incrementa su relevancia en su rigurosidad teórica, siguiendo una serie de métodos que; por un lado, son inductivos en cuanto a la revisión y procesamiento de la data, y por el otro son deductivos en lo que se refiere a la interpretación y formulación de los nuevos conceptos. Todo esto se enmarca en una corriente epistemológica, que en el caso de esta investigación será el racionalismo crítico de Karl Popper (2008).

Arévalo (2019) indica que el aprendizaje que se encuentra en los procesos indagatorios, implica una construcción y reconstrucción continua de la realidad, y el mismo Popper enfatizó ampliamente sobre la necesidad de cuestionarla continuamente con base en las dinámicas propias de la sociedad y en los datos recolectados empíricamente, partiendo de una contrastación deductiva. Este mecanismo fue denominado por el filósofo como racionalismo crítico y en él recomendaba cuatro procedimientos a seguir para contrastar deductivamente una teoría:

- Comparación lógica: se contrasta la coherencia interna del sistema de teorías al enfrentar unas a otras las conclusiones del mismo.

- Estudio de la forma lógica de la teoría: se determinan las características de la teoría en cuanto a su naturaleza, es decir ¿Es tautológica o empírica?
- Comparación con otras teorías: Se establece la relevancia de la teoría en cuestión con el objetivo de que lo que sobreviva en el proceso de contrastación deductiva sea una verdadera contribución.
- Aplicación empírica: Esto es lo que finalmente lleva a comprobar la verdadera validez.

Como se puede observar, el procedimiento de contrastación deductiva indicada por Popper (2008) es perfectamente compatible con las fases de la investigación documental indicadas por Hernández y Mendoza (2018) y Guevara, Verdesoto y Castro (2020), por lo que se justifica el soporte epistemológico de una a la otra.

1.5 Estructura

En el contexto descrito se desarrollará el presente estudio en función de los objetivos trazados. Su desarrollo se ha estructurado en cuatro capítulos. El primero que conforma la parte introductoria de la investigación. El segundo referido al marco teórico: el comportamiento financiero y la toma de decisiones. En el tercer capítulo se abordarán los resultados: construcción de categorías asociadas al comportamiento financiero y se describirá la contrastación teórica de dichas categorías con el proceso de toma de decisiones. Para finalizar, el cuarto capítulo, detallará las conclusiones a las cuales se llegará al final del estudio.

CAPITULO 2. MARCO TEÓRICO

2.1 Comportamiento Financiero

El comportamiento humano es producto de su interacción social, son hábitos y costumbres adquiridas a lo largo del tiempo los cuales construyen sus actitudes y manera de actuar desde su hogar, su trabajo o su relación con amigos. Estos comportamientos son organizados sistemáticamente en actuaciones moldeadoras de su conducta y recogidos por la sociedad en su legado cultural. Por lo tanto, esa cultura actúa como una fuerte señal e influye de manera determinante en cualquiera de las decisiones tomadas por un individuo en particular. Queda así reflejada en los aspectos económicos, sociales, lingüísticos, arte o educación, constituyendo la programación colectiva de la mente que permite, además, distinguir a los grupos sociales, unos de otros (Rodríguez & Arias, 2018).

En este contexto cultural las personas toman a diario diversas decisiones, incluyendo las financieras. Estas también se enmarcan en ese esquema cultural dentro del cual se manifiesta su carga valorativa social y, por tanto, son objeto de cualquier tipo de condicionamiento por factores de carácter emocional o psicológico, impactando en esas decisiones y no llegando a lograr en muchos casos, los resultados esperados (Anaya, 2015).

Desde la perspectiva económica – financiera, estos resultados obedecen a un comportamiento irracional por parte de las personas, al alejarse de los parámetros considerados como normales o esperados en la teoría económica normativa. Esto es principalmente evidente cuando se somete a las personas a diferentes *framing* (contexto) para describirles y presentarles diversas opciones de inversión, lo cual en muchos casos genera respuestas diferentes y cambia la toma de decisión original (Thaler, 2018).

El planteamiento anterior responde al clásico postulado de la teoría económica tradicional, la cual establece que las personas son racionales a la hora de tomar sus decisiones económicas. Por lo tanto, la toma de decisiones responde a una intención de maximizar su función de utilidad y para hacer esto, evalúan de forma completa y correcta

sus preferencias, las cuales no varían en el tiempo; así como las limitaciones asociadas a estas preferencias (Simon, 1959). Sin embargo, este postulado requiere además de información completa por parte de los individuos, el que éstos tengan la suficiente capacidad para analizar dicha información (Thaler, 1990).

Por el contrario, los estudios referidos a la denominada economía del comportamiento (Thaler, 1999) (Tversky & Kahneman, 1974) cuestionan estos postulados y argumentan que la toma de decisiones, en la mayoría de los casos, ocurre bajo condiciones de insuficiente información, capacidad cognitiva limitada e influida por prejuicios culturales. Por lo tanto, el resultado del análisis previo para la toma de esa decisión se torna en una incapacidad para evaluar la información de forma completa y correcta, resultando en comportamientos no óptimos desde el punto de vista de la teoría económica tradicional influyendo en la rentabilidad de sus inversiones y su bienestar económico a largo plazo (Murphy, 2013).

Básicamente, los anteriores son los postulados subyacentes en la teoría del comportamiento financiero: la toma de decisiones no responde a un proceso racional, por el contrario, está sujeta al sistema cognitivo de las personas quienes utilizan mecanismos heurísticos, los cuales causan juicios sistemáticamente sesgados bajo situaciones de incertidumbre (Tversky & Kahneman, 1974).

Este sistema cognitivo es de carácter dual, debido a la naturaleza responsable del mecanismo del funcionamiento del cerebro humano. Un primer mecanismo actúa de forma automática y el segundo, de forma razonada. Esta concepción dual del conocimiento es el soporte teórico base del comportamiento financiero. Nace principalmente de la aplicación de los postulados psicológicos – cognitivos para explicar las distintas actuaciones de las personas involucradas en la toma de decisiones económico – financieras (Tversky & Kahneman, 1979). En términos concretos, este sistema cognitivo se distingue en la literatura como Sistema 1 y Sistema 2, asociándolos al lado racional y al lado intuitivo o emocional de las personas (Hamermesh, 2013).

El funcionamiento del sistema cognitivo es como el siguiente¹: el Sistema 1 está en constante funcionamiento. Actúa de forma rápida – automática bajo un estándar de

¹ De acuerdo con los postulados teóricos de (Tversky & Kahneman, 1974), (Tversky & Kahneman, 1979), (Kahneman, 2011) y (Thaler, 2018)

mínimo consumo energético. Su mecanismo se basa en asociaciones, heurísticos y emociones. Se corresponde con el lado personal y social de las personas.

Por otro lado, el Sistema 2 es el responsable de los procesos de razonamiento complejo, de mayor esfuerzo y mayor consumo energético, lo cual implica fisiológicamente, un significativo gasto de energía en forma de glucosa; así como el aumento del ritmo cardíaco, la presión arterial y la dilatación de las pupilas. Este mecanismo de razonamiento complejo es más lento y consciente al estar soportado en el lenguaje; aunque funciona igualmente de manera automatizada.

Durante el funcionamiento de este mecanismo del cerebro humano, el Sistema 1 procesa una significativa cantidad de información de forma automática, de forma rápida y sin un esfuerzo considerable. Esta actuación conlleva sin embargo a omisiones y errores en el comportamiento humano, derivados de la propia naturaleza humana (impronta cultural), al quedar influida por sesgos, criterios preconcebidos, o por crear atajos mentales de tipo heurístico por parte del cerebro. De esta manera, el Sistema 1 que está constantemente funcionando, condiciona, por lo tanto, la toma de decisiones.

Sin embargo y a pesar de que ese actuar se aparte de la racionalidad de manera consistente, el comportamiento humano aún puede anticiparse al analizar las principales variables o restricciones de carácter psicológico, las cuales tienen una influencia determinante en el comportamiento económico a la hora de tomar las decisiones, tal y como son la racionalidad limitada, la fuerza de voluntad limitada y el limitado interés propio; además del efecto de dotación, la contabilidad mental y la economía de nudges (Vargas, 2018). Este conjunto de restricciones son descritas por Thaler y sus colaboradores a lo largo de sus numerosas publicaciones. De manera sintetizada, se presenta una descripción general en la tabla 1.

Tabla 1

Determinantes del comportamiento económico

Determinante	Descripción
Racionalidad limitada	Aquella dificultad para encontrar una solución óptima dirigida a maximizar la utilidad esperada de por vida en el momento de tomar una decisión, derivada de un conjunto variado de restricciones autoimpuestas; demostrando en consecuencia, la importancia de los puntos de referencia y la aversión a la pérdida en los entornos determinantes. En segundo lugar, la fuerza de voluntad limitada.
Fuerza de voluntad limitada	También es denominada autocontrol pobre, pues limita la capacidad de los individuos de ahorrar para su jubilación. Por esta razón, los individuos no ahorran lo que se proponen para su vejez o para decisiones saludables de su estilo de vida. Existen tensiones entre la planificación a largo plazo y el hacer a corto plazo, por eso los propósitos de año nuevo son difíciles de sostener.
Limitado interés propio	Las personas se preocupan mucho por la justicia y la equidad penalizando los comportamientos que perciben como injustos. Las preferencias sociales y preocupaciones por la imparcialidad afectan a las decisiones económicas en los mercados de consumo y laboral. La justicia percibida determina la utilidad de transacción en la teoría de la contabilidad mental y limita la maximización de utilidades. Este concepto se manifiesta de tres formas: hay individuos que se comportan de manera justa en configuraciones anónimas, hay individuos que usan recursos para penalizar conductas injustas contra ellos y, por último, hay individuos que usan recursos para penalizar conductas injustas dirigidas a otros.
El efecto de dotación	Tendencia individual a valorar los bienes propios de forma más justa en relación con la aversión a perderlos. Por lo tanto, las personas asignan mayor valor a sus posesiones. La aversión a las pérdidas explica por qué las personas valoran más el mismo bien cuando lo poseen que cuando no lo tienen. Este se sustenta en el supuesto de que los individuos maximizan sus preferencias, teniendo la dotación como punto de referencia.
La contabilidad mental	Explica cómo los individuos gastan su dinero de forma diferente si el gasto se etiqueta para un propósito específico, debido principalmente a que los individuos racionalmente limitados, adoptan sistemas de control interno para organizar y evaluar sus gastos y el ahorro. El supuesto de apoyo recae en el análisis de cómo la cognición limitada afecta al gasto, el ahorro y otros comportamientos del hogar al cuestionar el proceso de toma decisiones respecto al dinero.

Economía del
Empujón
(*nudge*)

El empujón tiene efectos por defecto en la toma de decisiones para el diseño de opciones, las cuales son especificadas previamente por la organización o agente que diseña la decisión, ya que muchos elijen una opción predeterminada. Los cambios benéficos en conducta se logran con el mínimo de políticas invasivas que empujan a las personas a tomar las decisiones correctas y les pueden ayudar a los individuos a lograr un mejor autocontrol que les permita ahorrar para una pensión.

Fuente: Modificado de (Vargas, 2018), sobre los postulados de (Thaler, 1990), (Thaler, 2018), (Thaler, 1999), (Thaler, 1980) y (Tversky & Kahneman, 1974)

2.2 Toma de Decisiones

Daniel Kahneman enunció en 1979 la teoría prospectiva. La publicación se hizo en la revista *Econométrica*, en un artículo llamado “*Prospect Theory: An analysis of decision under risk*”. En él se desarrolla la Teoría Prospectiva como una alternativa a la Teoría de la Utilidad Esperada, que pretende desarrollar un modelo alternativo en el que las personas piensan en términos de ganancias, pérdidas y resultados totales. Los individuos generalmente presentan aversión al riesgo, dando mayor importancia a las pérdidas que a las ganancias de la misma cuantía.

La Teoría Prospectiva tiene dos fases en las que se realiza el proceso de selección. La primera es la llamada *fase de preparación* y la segunda *fase subsecuente de evaluación*. Se describen a continuación (García, 2020):

1. Fase de preparación

En esta primera fase, el individuo realiza un análisis preliminar de las diferentes alternativas de las que dispone. Esto suele consistir en una variada representación de las diferentes alternativas. La función de la fase de preparación es la de organizar y reformular las opciones de tal manera que se simplifique posteriormente la evaluación y la elección (Kahneman y Tversky, 1979). Para realizar esta preparación se emplean una serie de operaciones.

- Codificación. Normalmente, las personas perciben los resultados como ganancias o como pérdidas y no como un estado final de su riqueza. Esas ganancias o

pérdidas son siempre respecto a un punto de referencia acompañadas de una codificación de los resultados.

- Combinación. Las alternativas de los diferentes resultados y probabilidades pueden simplificarse sin modificarse los resultados.

Por ejemplo, la lotería (0.25, 0.50, 0.25; 100, 100, 200) puede ponerse de manera más simple como (0.75, 0.25; 100, 200).

- Separación. Algunas loterías nos proporcionan en un resultado una cantidad que no tiene riesgo y que podemos separar.

Por ejemplo, la lotería (0.7, 0.3; 200, 100) nos va a proporcionar unas ganancias seguras de 100, por lo que podíamos poner una lotería arriesgada como (0.70; 100). Se puede aplicar de la misma manera a una lotería con pérdidas.

Por ejemplo (0.3, 0.7; -200, -100), tiene una pérdida segura de 100, por lo que podría ponerse como (0.3; -100).

- Cancelación. Consiste en la eliminación del conjunto de probabilidades y premios que son comunes a varias loterías. Por ejemplo, si tenemos que elegir entre dos loterías tal que (0.1, 0.5, 0.4; 100, 200, 500) y (0.1, 0.7, 0.2; 100, 200, 1000), podríamos simplificarlas de tal manera que (0.5, 0.4; 200, 500) y (0.7, 0.2; 200, 1000). De este modo la elección sería más sencilla.

- Simplificación. Consiste en redondear las probabilidades de las alternativas para que sea más sencilla su visualización.

Por ejemplo, una probabilidad de 0,49 se convertiría en 0,50. Otra manera de simplificación podría ser la eliminación de los resultados que son muy improbables, como una probabilidad de 0'001.

- Detección de la dominancia. Trata de detectar las loterías que son dominadas por otras y que por lo tanto serán rechazadas.

2. Fase subsecuente de evaluación

Después de realizar las operaciones necesarias descritas en la fase de preparación tendremos unas loterías más simples entre las que nos resultará más sencillo elegir. En esta segunda fase los jugadores elegirán las loterías que a cada uno le proporcione un mayor valor. Este valor va a representarse por V y va a depender a su vez de otros dos valores que representan dos funciones, w y v .

La primera función, w , asocia a cada probabilidad (p) un peso de decisión $w(p)$ que refleja el impacto de p sobre el valor total de la alternativa. La segunda función, v asigna a cada resultado un número $v(x)$ que refleja el valor subjetivo del resultado. De esta manera, mide los valores de las desviaciones desde el punto de referencia, es decir, pérdidas y ganancias (Kahneman y Tversky, 1979).

Atendiendo al contexto anterior, el proceso de toma de decisiones corresponde a un proceso costoso el cual consume recursos y obliga a pensar. Por lo tanto, lo habitual es el empleo de atajos: el cerebro optimiza el esfuerzo que requiere la toma de decisiones, aunque esto no supone que se tomen malas decisiones, al contrario, las heurísticas ayudan a resolver con rapidez y correctamente, muchas situaciones complejas. En contrapartida, provocan sesgos sistemáticos los cuales pueden inducir a muchos errores (Fernández, 2019). Una descripción de los principales sesgos en el momento de tomar decisiones se presenta en la tabla 2.

Tabla 2

Sesgos decisivos

Sesgo	Descripción
Heurísticas	
<i>Disponibilidad</i>	Considerar más frecuentemente lo que parece más común.
<i>Prominencia</i>	Prestar mucha atención, y dar demasiada importancia, a las señales informativas que más destacan.
<i>Efecto halo</i>	Dar una valoración positiva global a un sujeto a partir de unas características extraordinarias.
<i>Representatividad</i>	Establecer una correspondencia entre un modelo y un resultado que se considera, por lo tanto, representativo de aquel.
<i>Esquemas mentales estrechos</i>	Segmentar y aislar cada problema, con vistas a resolverlo.
<i>Anclaje</i>	Dar más importancia a determinada información cuantitativa, sin motivos para ello.
Autoengaño	Exceso de confianza y de optimismo, habituales entre los decisores, especialmente los varones.
Retrospectiva	Se atribuyen los éxitos pasados a las acciones propias, mientras que los fracasos son culpa de otros. Hay una memoria selectiva del triunfo: no sólo se recuerda lo que se ha hecho bien, sino que los buenos resultados se suelen atribuir a buenas decisiones tomadas previamente.
Influencia de las emociones	El estado de ánimo, la familiaridad con hechos o instituciones, la proximidad geográfica, incluso la hora del día, influyen en la toma de decisiones y en la selección de las heurísticas empleadas para ello.

Fuente: Basado en (Fernández, 2019)

El conocer los sesgos decisivos puede en cierta forma ayudar a explicar y entender, la conducta de muchas decisiones financieras a efectos de mejorar la calidad de esas decisiones. Esto implica (Murphy, 2013):

1. Por un lado no sólo da acceso a la información adecuada para la toma de decisiones, sino que da capacidad al inversor para procesarla adecuadamente. Surge entonces el efecto denominado *aversión a la ambigüedad*, en donde las personas prefieren opciones con riesgos conocidos, a aquellas donde los riesgos son desconocidos o no han sido especificados. Por lo tanto, las personas tendrían una tendencia de hacer inversiones en oportunidades con riesgos conocidos. Un segundo aspecto relacionado con la falta o procesamiento de mala información es la dependencia de evidencia anecdótica. Esta corresponde a cierta información no objetiva basada en experiencias o información no comprobada. En tercer lugar, se puede mencionar la correlación ilusoria y la duración de las tendencias a través de las cuales las personas asignan una relación causa – efecto (correlación ilusoria) a hechos totalmente independientes.

2. La calidad de las decisiones también se ve afectada, tal y como se detalló previamente a través de las heurísticas. En este caso, sólo sería relevante mencionar su efecto para llegar a resultados erróneos y destacar que las personas que toman decisiones no tienen por qué hacer un uso completo y correcto de la información disponible.

3. Un tercer elemento que afecta a la calidad de las decisiones es el efecto del tiempo, el cual está asociado a la falta de autocontrol, así como a la tendencia humana a demorar la toma de decisiones. En este caso se presenta el fenómeno de la *inversión de preferencias*: muchas personas deciden maximizar su utilidad en el presente que demorar la maximización para el futuro, soportado en el supuesto del descuento hiperbólico que significa que se renuncia a ganancias pequeñas e inmediatas por recompensas mayores en el futuro, aunque en muchas ocasiones, ésta no sea la decisión óptima.

4. El cuarto elemento corresponde al contexto (encuadre) dentro del cual se toman las decisiones, de esta manera, la forma de presentar una decisión particular o la forma en la cual una persona piensa acerca de una decisión particular puede llegar a afectar la toma de una decisión. De esta manera, un cambio en la manera de comunicar la información puede llevar a respuestas diferentes. Asimismo, la interpretación de una información particular, desde diversas perspectivas, puede resultar en decisiones diferentes.

Por otro lado, y de manera aún más significativa, debe considerarse la influencia de la actual pandemia de COVID – 19 sobre cada uno de los sesgos mencionados, así como el impacto de esta crítica situación en las personas y sus procesos de toma de decisiones; afectando de manera particular en un aumento de los niveles de pánico y de percepción del riesgo. De esta manera el problema de comprender el comportamiento humano se acrecienta al generarse nuevas categorías de sesgos asociados al confinamiento y a los distintos grupos sociales (Pérez & Rodríguez, 2020).

CAPITULO 3. RESULTADOS Y ANÁLISIS

3.1 Evolución del concepto de comportamiento financiero

San Martín y De los Ríos (2018) establecen el origen del concepto del comportamiento financiero en el siglo XVIII con la teoría de la probabilidad y una serie de problemas que esta planteaba. Se cuestionaba que, en materia económica, los individuos “no toman decisiones en base al valor esperado, sino en base a su utilidad esperada”. A raíz de esto, Bernoulli, en 1738, habla de la idea de que las personas permiten que su emocionalidad afecte a sus decisiones en el ámbito económico, llevándolos a comportarse de manera no del todo racional, con lo que no obtienen resultados óptimos de sus inversiones.

Con este primer paso transcurre el estudio del comportamiento económico hasta llegar al siglo XX con el nacimiento del *Homo Economicus* alrededor de los años 1930-1950, en el que diversos científicos disertaron sobre los aspectos racionales de la teoría económica. En 1953, Maurice Allais propone en su *Paradoja de Allais* lo siguiente:

La teoría de la maximización de la utilidad esperada, aceptada por académicos durante varias décadas, no era aplicable a ciertas decisiones bajo situaciones de riesgo e incertidumbre empíricamente realistas. Para Allais (1953), en cualquier teoría de toma de decisiones bajo riesgo es imprescindible considerar la distinción entre el valor monetario y el valor psicológico, la distorsión de “probabilidades objetivas” y la existencia de “probabilidades subjetivas” que habrá que tratar de analizar (San Martín y De los Ríos, 2018, p. 5).

Desde esta teoría se pasa a las propuestas del americano Milton Friedman, con su teoría del *As-if* en la que enuncia que en 1976 la mayoría de las personas toman sus decisiones como si verdaderamente conociesen los mecanismos conceptuales subyacentes a las situaciones que se enfrentan. Esto no excluye al ámbito económico por lo que esta sobrestimación de los propios conocimientos implica que las decisiones se están tomando de manera irracional, aunque uno no sea consciente de este hecho.

A partir de la década de los 70 la revolución cognitiva emana otra luz a los supuestos del comportamiento económico. Los mismos San Martín y De los ríos explican que “el cognitivismo es una corriente que trata de explicar cómo las personas razonan, toman decisiones, por qué cometen errores, cómo recuerdan y olvidan y otra serie de fenómenos que no pueden ser explicados únicamente mediante la observación del comportamiento”. Este hecho creó los fundamentos sólidos para el nacimiento formal de la teoría del comportamiento financiero con los aportes de Amos Tversky y Daniel Kahneman, sobre la toma de decisiones bajo la incertidumbre.

En 1979, Tversky y Kahneman cuestionan la teoría de la utilidad esperada, con la que buscan explicar cómo las personas toman decisiones económicas en el mundo real, más allá de las soluciones normativas a los problemas. Ellos plantean que la mencionada teoría obvia sistemáticamente los elementos propios del comportamiento real de las personas y los agentes económicos en el proceso de toma de decisiones. En este sentido enfatizan dos tendencias:

La primera es el *efecto de certidumbre*, por el que los agentes otorgan menor peso a los resultados que son meramente probables en comparación con los resultados que ocurren con certeza y por ello, los individuos, experimentan aversión al riesgo en elecciones que suponen ganancias seguras y búsqueda de riesgo en elecciones que suponen pérdidas seguras.

La segunda, el *efecto de aislamiento*, por el que los agentes descartan elementos compartidos por todas las alternativas en consideración y por ello, los individuos presentan preferencias inconscientes cuando la misma opción aparece en diferentes formas (San Martín y De los Ríos, 2018, p. 7-8).

Finalmente, las finanzas conductuales requerían considerar más elementos de la realidad para tomar forma. Se debían considerar casos como la hipótesis de mercado eficiente, y toda una serie de datos para explicar las desviaciones normativas de la conducta. De este último punto se ocuparon Kahneman y Tversky mencionados anteriormente (San Martín y De los Ríos, 2018).

Es importante precisar que, en el campo de las finanzas, aquellos que no actúan de manera racional (*Econs*) acaban perdiendo dinero y desapareciendo de los mercados

financieros. Por ello, se estimula a los inversores a no cometer errores individuales basados en emociones que, innecesariamente desafíen el fundamento tradicional de las finanzas.

Así se llega a los postulados de De Bondt y Thaler como la primera explicación convincente de las anomalías existentes en los mercados financieros desde el enfoque de las finanzas conductuales. Estos autores, enuncian en 1985 que:

De acuerdo con el análisis de los datos encontrados en el Center for Research in Security Prices (CRSP) para rentabilidades mensuales, la evidencia empírica corrobora la hipótesis de que la mayoría de las personas tiende a “exagerar” ante eventos de carácter imprevisto y dramático publicados en los periódicos y dicho comportamiento “exagerado” afecta el precio de las acciones (San Martín y De los Ríos, 2018, p. 8).

Esto implica que, estas reacciones exageradas no son producto de un razonamiento normativo, sino de algo más parecido al instinto que trae como consecuencia que el mercado, que es en sí una entidad regulada, se comporte como un organismo irracional gobernado por las emociones.

Así pues, en el año 1999, Thaler anuncia que la disciplina de las finanzas conductuales “no merece ser considerada más como un motivo de controversia, sino simplemente como un enfoque moderado y agnóstico aplicado al estudio de los mercados financieros” (San Martín y De los Ríos, 2018, p. 9). Hay suficiente teoría empírica que soporte el papel de la psicología en el estudio del comportamiento financiero de las personas. Estudios como los de Barberis, Shleifer y Vishiny (1998) sobre la creación de creencias y el estudio de las reacciones exageradas en la bolsa de valores y las disertaciones del mismo Thaler en unión con Benartzi (1999) sobre el *equity premium puzzle*, dieron soporte a lo expuesto anteriormente por Kahneman y Tversky configurando formalmente el concepto de comportamiento financiero.

Finalmente, el siglo XXI Shiller emite publicaciones sobre el *dotcom bubble* afianzando las finanzas conductuales y enriqueciendo el estudio de los mercados.

3.2 Elementos del comportamiento financiero

Las personas vinculan sus emociones en el momento de invertir y su decisión está muy ligada a la probabilidad de pérdida mientras ésta sea mayor. La Psicología cognitiva incide en que la mente utiliza esquemas y conceptos para comprender la realidad y poder asimilarla de una forma objetiva, y esta fórmula la réplica durante su análisis en el proceso para decidir. Tomás de Aquino ya explicó que la esencia del conocimiento es la intencionalidad, es decir, la resistencia al objeto real que es material y que se diferencia de la esencia inmaterial de las imágenes mentales. Según Benjamin Graham, “el principal problema del inversor, e incluso su peor enemigo, es probable que sea él mismo”. Las finanzas conductuales han identificado los siguientes principales prejuicios o sesgos que impactan en nuestras decisiones en el momento de invertir (Rodas & Choy, Elsa, 2020):

1. Exceso de confianza

Esta es la forma más fácil de engañarse a uno mismo. Aquellos individuos con exceso de confianza tienden a sobreestimar su habilidad de identificar decisiones exitosas. Es común encontrar personas que se atribuyen el 100% del crédito de una decisión económica, pero responsabilizan al resto del entorno de aquellas en que no tuvo un óptimo desempeño. También, existen individuos que tienen tanta confianza en las decisiones tomadas que se apegan a ellas negándose al cambio.

El exceso de confianza y atribución propia causan que se obvian consejos o críticas constructivas que bien podrían ayudarlo a mejorar sus decisiones a futuro, lo cual nos lleva al segundo aspecto del análisis.

2. Aversión al riesgo

La tendencia humana es tener una mayor preferencia de evitar una pérdida que la de recibir una ganancia. ¿Cuántos hemos aguantado una película entera en el cine a pesar

de que desde el principio ya nos parecía aburrida? Sobrellevamos de malamente las dos horas porque ya incurrimos en el gasto y no queremos “perder el dinero” que nos costó la entrada. Muchas decisiones económicas tienden a tomarse emocionalmente ya que las personas se rehúsan a aceptar la pérdida y tienen un deseo fuerte de tratar de, por lo menos, esperar a recuperar el valor de su inversión sin importar el tiempo que esto lleve. En ocasiones, estas personas no visualizan que exista un coste de oportunidad y que pudiesen recuperar su pérdida más rápido si asumen el riesgo y no se aferran a la decisión anterior.

3. Sesgo a lo conocido (*familiarity bias*)

Muchos inversores que tienden a decantarse sienten que lo conocen en profundidad. Asocian lo que conocen con un menor riesgo. Por ejemplo, hay inversores que optan únicamente por invertir en activos del mercado local porque consideran que conocen bien la situación. No se toman el tiempo para evaluar oportunidades fuera de lo que ellos consideran que “conocen” y esto impacta en la debida diversificación que deben de tener muchos de los grandes aspectos económicos.

4. El efecto manada (*herd bias*)

Predisposición a hacer lo que los otros hacen a la hora de tomar decisiones económicas. Tendencia que tienen los seres humanos de hacer lo que hace la mayoría. Un ejemplo son las personas que hicieron inversiones en empresas “dot.com” cuando surgió la euforia de Internet. Fueron muchos los inversores que perdieron dinero por invertir en acciones con valuaciones muy elevadas de este tipo de compañías. Muy pocos conocían realmente estas empresas y sus valuaciones en profundidad, pero invirtieron ya que “todo el mundo” decía que era el futuro.

Es muy común ver cómo muchos se dejan llevar fácilmente por esta mentalidad. Cuando los mercados están al alza todos quieren invertir, pero cuando los mercados empiezan a caer de manera abrupta, salen a vender de manera indiscriminada sus

inversiones. Cuando hay volatilidad en los mercados es incluso cuando uno debería tener más interés en evaluar alternativas de inversión, ya que la volatilidad supone oportunidades de inversión a valuaciones más atractivas.

5. Confusión en la evaluación o anclaje (valuation confusion – anchoring)

La confusión en la valuación puede causar que la persona evalúe de manera incorrecta el desempeño de una empresa al usar un punto de referencia que no es el apropiado.

Muchos inversores tienden a evaluar el desempeño de su portfolio contra un índice equivocado. Por ejemplo, se ve con frecuencia que los inversores le reclamen a su asesor que su portfolio tuviese un desempeño de 6% mientras que el índice S&P 500 obtuvo un desempeño del 10% en el mismo periodo. En su mente concluyen que su portfolio tuvo un mal desempeño y su asesor no hizo un buen trabajo. La realidad es que cuando uno evalúa las tendencias del portfolio, la mayoría son en activos de renta fija o depósitos a plazo fijo; mientras que el S&P 500 es un índice de renta variable. No se están comparando manzanas con manzanas y el inversor utiliza un punto de referencia erróneo (Rodas & Choy, Elsa, 2020).

Es importante conocer estos aspectos vitales en el contexto del comportamiento financiero. Esto nos puede ayudar a entender el proceso detrás de la toma de decisiones económicas como la conformación de empresas o inversión en bolsa, entre otras.

Los procesos de toma de decisiones en los seres humanos, rara vez son asépticos y libres de prejuicios o sesgos. Aún los más expertos terminan viendo variables subjetivas involucrarse en el proceso.

Una manera efectiva de evitar que esto ocurra es conocer los aspectos involucrados para poder autorregularse meta cognitivamente y concienciarse de lo que ocurre en cada etapa.

(Tejedor, 2020) describe el análisis del comportamiento financiero como un campo multidisciplinar y heterodoxo que ha derivado en replantear los paradigmas impuestos por las perspectivas teóricas más ortodoxas, que en el último siglo han sido

puestas a prueba por la evidencia empírica, permitiendo la construcción de nuevas teorías y métodos en las ciencias económicas. En efecto, Adam Smith (1776), el padre de la economía política desarrolló sus teorías económicas basándose en el orden natural de las cosas y las libertades humanas.

En ese momento, la economía surge como un resultado del pensamiento filosófico, del derecho y de las matemáticas, y se reconoce como ciencia el poder expresar supuestos y teorías por medio de métodos matemáticos y estadísticos. Desde una aproximación histórica, encontramos la contabilidad como herramienta de los primeros comerciantes y empresarios; la matemática económica, implementada en el análisis microeconómico y macroeconómico; la econometría, que combina la teoría económica, la matemática económica y la estadística; y las más recientes teorías inspiradas en la física e incluso la psicología, como es el caso de la econofísica y la economía del comportamiento (*Behavioral Economics*). Ashraf, Camerer y Loewenstein (2005) documentan que Adam Smith estableció planteamientos relacionados con la economía del comportamiento, entre los cuales encontramos conceptos ya descritos previamente.

En resumen, para Adam Smith, los sujetos económicos no eran agentes racionales desapasionados, puramente interesados, sino seres humanos multidimensionales y realistas. Los planteamientos desarrollados por Richard H. Thaler le hicieron acreedor del premio Nobel de Ciencias Económicas en el 2017, por su contribución en el campo de la economía conductual, quince años después de que Daniel Kahneman recibiera el mismo galardón por sus contribuciones a esta disciplina. Desde el punto de vista teórico, Thaler (2016) subraya que el problema central subyace en que se tiene una teoría para lograr dos objetivos diferentes como son: caracterizar el comportamiento óptimo y predecir el comportamiento real.

Desde la perspectiva del trabajo empírico, la disciplina ofrece la oportunidad de estructurar mejores modelos de comportamiento económico, incorporando los supuestos de otras disciplinas y ciencias sociales. En su artículo "*Behavioral Economics: Past, Present, and Future*", Thaler (2016) resalta a varios economistas que a principios del siglo XX desarrollaron las teorías de Adam Smith sobre el descuento del tiempo y la teoría económica moderna de elección intertemporal, entre ellos Arthur Cecil Pigou e Irving Fisher. Recuerda también a John Mynard Keynes, que se anticipaba al concepto de

comportamiento financiero, al igual que a Vilfredo Pareto y John Maurice Clark, que consideraban que la psicología tenía un rol importante en la economía. A mediados del siglo XX, Herbert Simon (1955) describía que la teoría económica tradicional postula un “hombre económico” que es, a la vez, un sujeto “económico” y “racional”.

Su modelo supone que este hombre conoce las características principales de su entorno, tiene un sistema de preferencias organizado y estable y una habilidad informática que le permite calcular según los cursos de acción alternativos que estén disponibles para él, los cuales le ayudarán a alcanzar el punto más alto posible en su escala de preferencia (es decir, un escenario donde la maximización de utilidad sea sustituida por la satisfacción). Thaler (2016) describe que la teoría económica neoclásica se basa en los siguientes supuestos específicos sobre el comportamiento humano:

a) Los agentes tienen preferencias bien definidas, creencias y expectativas imparciales.

b) Sus decisiones se basan en dichas creencias y preferencias, apoyadas en sus capacidades cognitivas infinitas y una fuerza de voluntad infinita. Ellos eligen lo que es mejor, y no lo que es momentáneamente tentador.

c) Aunque pueden actuar de manera altruista, especialmente hacia amigos cercanos y familiares, su principal motivación es el interés propio. Para el economista, estos son los supuestos que definen el *Homo economicus*, también llamados *Econs*.

La economía del comportamiento simplemente reemplaza al *Econs* por el *Homo sapiens*, también conocido como *humano*. Con fundamento en estos referentes, Thaler construye su teoría inspirada también en los trabajos de Amos Tversky y el premio Nobel de Economía en 2002 Daniel Kahneman (1974), dos psicólogos israelíes de la Universidad Hebrea de Jerusalén, que realizan tres aportes centrales a la disciplina de la economía conductual.

En primer lugar, en su artículo “*Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*” se enfocan en el juicio humano y en cómo las personas realizan pronósticos y toman decisiones bajo la incertidumbre. Los psicólogos usan el término *juicios*, que los economistas a menudo denominan *estimaciones* o *pronósticos* o también *heurística*, una palabra elegante para las reglas de juego. Finalmente subrayan el *sesgo* (*bias*), por

ejemplo, en la información, que hace que las personas cometan errores predecibles (Thaler, 2018).

El segundo aporte conceptual proporcionado por Kahneman y Tversky (1979) es su “teoría de la prospectiva” (*Prospect Theory*). Mientras la primera investigación se centró en los juicios, la segunda se enfoca en las decisiones, particularmente en aquellas que ocurren en entornos de incertidumbre. Esta, de hecho, es una de las más importantes contribuciones a la economía del comportamiento en las últimas cuatro décadas. Según Thaler (2018), este nuevo aporte, además de ofrecer una teoría simple para explicar múltiples anomalías empíricas, podía ilustrar empíricamente dos tipos de teorías completamente diferentes: la *normativa* y la *descriptiva*.

Por un lado, la *teoría normativa* hace referencia a una teoría de lo que se considera una elección racional (en lugar de una declaración sobre moralidad).

Por otro lado, la *teoría descriptiva* solo predice lo que la gente hará dependiendo de las circunstancias. El defecto evidente de la teoría económica neoclásica es que utiliza una teoría para ambas tareas: la teoría de optimización.

La teoría de la prospectiva plantea dos momentos principales de observación: el de *edición* y el de la *evaluación* en el proceso de selección.

En el primero se hace un análisis preliminar de las alternativas, siguiendo un esquema de orden heurístico en el que, al identificar los resultados idénticos, las personas fijan un punto de referencia, donde los resultados más bajos son considerados pérdidas y los más altos ganancias.

En el segundo momento, con base en los resultados potenciales y sus respectivas probabilidades, las personas tienen la capacidad de valorar el beneficio y escogen la alternativa que les provea mayor utilidad. La teoría evidencia que las personas están más motivadas a asumir riesgos en ambientes de pérdidas que en ambientes de ganancias (Kahneman y Tversky, 1979).

El tercer aporte de Tversky y Kahneman (1981) tiene que ver con los “efectos marco” (*Framing Effects*) y sus implicaciones para los modelos del agente racional. Por ejemplo, enmarcar los resultados en términos de riqueza o bienestar general en lugar de en términos de ganancias y pérdidas específicas puede atenuar la respuesta emocional a

una pérdida ocasional. Del mismo modo, la experiencia de un cambio negativo puede variar si el cambio se enmarca como una pérdida no compensada o como un coste incurrido para lograr algún beneficio. Desde este punto de vista, los resultados también pueden reflejar la aceptación o el rechazo de la responsabilidad por consecuencias particulares, contexto en el que la delimitación del marco se usa principalmente como instrumento de autocontrol.

Cuando el marco influye en la experiencia de las consecuencias, la adopción de un marco de decisión se considera como un acto éticamente significativo. Thaler (2016) subraya que, desde el origen de las ciencias económicas, los economistas han implementado diferentes herramientas matemáticas y estadísticas. El acceso progresivo a conjuntos de datos cada vez más grandes ha dado lugar a nuevos métodos que abarcan multiplicidad de experimentos, enfocados sobre todo en avances empíricos más que teóricos. La economía del comportamiento, entonces, es una disciplina basada en la evidencia y enfocada en el desarrollo de investigaciones empíricas. En este sentido, no es algo revolucionario, sino más bien un retorno al tipo de disciplina de mente abierta e intuitiva que fue propuesta inicialmente por Adam Smith, aunque apoyada ahora en herramientas estadísticas y conjuntos de datos cada vez más poderosos. Que desaparezca la disciplina de la economía conductual depende de la capacidad de los economistas para centrar su atención en el estudio de los humanos más que en el de los Econs.

Finalmente, destaca que la economía del comportamiento y sus aplicaciones tal vez no cambien el mundo, pero le darán a la economía una dimensión más humana, permitiendo así la creación de teorías que se apliquen tanto a *humanos* como a *Econs*, haciendo que esta disciplina sea más sólida, útil y precisa (Thaler, 2018).

3.3 Categorías teóricas del proceso de toma de decisiones

Hay una realidad manifiesta respecto al cambio de reglas económicas suscitado en el entorno económico mundial y reflejado en los estudios referidos en esta investigación, Sin embargo, no todos esos cambios se han terminado de entender, asimilar y más importante aún, de incorporar a los modelos financieros tradicionales.

Esta situación implica la necesidad de una revisión exhaustiva de los condicionantes y sesgos involucrados en la toma de decisiones orientada a explicar su ocurrencia en el nuevo contexto mundial. Es necesario reenfocar los recientes postulados hacia el por qué de estas situaciones y cómo se debería proceder, en términos relativos.

De esta manera el análisis del comportamiento financiero de las personas, su conducta individual combinada con el fenómeno de mercado bajo la óptica de disciplinas como la psicología, sociología o finanzas, pueden sin lugar a dudas enriquecer un mayor entendimiento del funcionamiento de los mercados financieros, al incorporar el rol predominante en esos mercados de esa variedad de comportamientos (Hernández, 2009).

En este sentido y si bien la acertada toma de decisiones, como mecanismo fundamental para cualquier actividad humana, debería iniciar con un proceso de razonamiento constante y focalizado, esto no siempre es así. Ya es sabido que las mismas áreas del cerebro responsables de los estados emocionales, están relacionadas con los procesos de información sobre riesgos, recompensas y castigos. Esto deja claramente en evidencia la marcada influencia de las emociones en las decisiones financieras (Andrade, 2021).

En este sentido, el ya relevante rol de los sesgos en la toma de decisiones, se magnifica al incrementar la predisposición de las personas hacia un determinado error de juicio. Es, por tanto, de suma importancia estructurar y conocer los sesgos más significativos presentes en el comportamiento de las personas en el momento de realizar sus inversiones, ya sean de carácter heurístico o básicamente emocionales (Blasco & Ferreruela, 2017). En este sentido, seguidamente se amplía la información teórica proporcionada en los apartados anteriores al complementar cada uno de los determinantes y sesgos del comportamiento financiero, al incluir sus consecuencias y algunos de los ejemplos clásicos y más relevantes señalados en la literatura, con tal de construir las

principales categorías teóricas con mayor impacto en el proceso de toma de decisiones (Tablas 3 y 4). A continuación se exponen dos tablas que detallan las categorías teóricas de sesgos emocionales y sesgos cognitivos.

Tabla 3

Categorías teóricas de sesgos emocionales

Sesgo	Definición	Consecuencias	Ejemplo
Exceso de confianza (Overconfidence)	Sobreestimar la propia habilidad para predecir, valorar activos, tomar decisiones.	Infravaloración de los riesgos. Límites a la diversificación. Mayor número de transacciones.	Un principiante afortunado en sus primeras transacciones se siente incentivado a presumir de su habilidad y a seguir negociando.
Autocontrol (Self-control)	Los inversores prefieren consumir hoy antes que ahorrar para mañana.	Infravaloran los objetivos a largo plazo por falta de disciplina. Ponderar excesivamente en la cartera acciones con dividendos o cupones altos, para cubrir necesidades a corto plazo. Desequilibrio en la elección de activos.	Bajo porcentaje de las personas que ahorran de manera habitual para su Jubilación.
Status Quo	Preferencia por mantenerse dentro de la zona de confort y no enfrentarse al cambio.	No considerar posibilidades de cambios en la cartera que supongan mejores alternativas de inversión.	Libertad de no hacer nada como una de las atribuciones de cualquier persona.
Dotación (Endowment)	Se valora más lo que ya se posee, lo heredado o lo que se ha comprado pues es lo correcto.	Mantener carteras con riesgos inapropiados, afecta negativamente la diversificación.	Negarse a desprenderse de acciones que se han heredado, aunque no se ajusten al perfil de riesgo.
Aversión al remordimiento (Regret Aversion)	Temor a las consecuencias negativas de errores u omisiones. Relacionado con el <i>efecto disposición</i> .	Excesivo conservadurismo en la cartera, lo que lleva a obtener una menor rentabilidad en el largo plazo.	Mantener en cartera activos que están dando pérdidas porque <i>Si no vendo, no pierdo</i> .
Afinidad (Affinity)	Tomar decisiones basadas en que un determinado activo o servicio refleja los valores del inversor.	Se apuesta por activos que resulten más familiares o que resulten más conocidos.	Tendencia a invertir excesivamente en activos nacionales y que sepan pronunciar correctamente.

Fuente: Modificado de (Blasco & Ferreruela, 2017)

Tabla 4

Categorías teóricas de sesgos cognitivos

Sesgo	Definición	Consecuencias	Ejemplo
Disonancia cognitiva (Cognitive dissonance)	Evitar la incomodidad generada cuando se tienen ideas, creencias o emociones contradictorias.	Visión incompleta del mercado. Se mantienen e incluso se incrementan posiciones que deberían haber sido liquidadas por no reconocer el error de haberlas comprado.	Seguir invirtiendo en un determinado fondo de inversión, aunque no genere las rentabilidades adecuadas.
Representatividad (Representativeness)	Basarse excesivamente en estereotipos. Pensar que las características de la muestra pueden ser las de la población.	Sobrerreacción a la nueva información que se adapte a las clasificaciones. Extrapolar erróneamente buenos resultados recientes. Carteras con mucha rotación.	Confundir las características positivas de una empresa (por ejemplo, bienes de alta calidad) como un indicador de buena inversión o de sus fundamentales.
Conservación (Conservatism)	Aferrarse a creencias o predicciones previas y no reconocer la nueva información.	Reequilibrio más lento de las carteras, especialmente cuanto más difícil de procesar sea la nueva información.	Considerar que <i>no es para tanto</i> una corrección negativa de las expectativas de beneficios de la empresa.
Confirmación (Confirmation)	Tener en cuenta sólo la nueva información positiva, reafirmando ideas previas y obviando la negativa. Se relaciona con la disonancia cognitiva.	Reequilibrio lento de carteras. Mantener títulos perdedores. Operar con un tamaño de las transacciones demasiado elevado.	Un inversor con una cartera con alta concentración de títulos de la empresa donde trabaja da excesiva importancia a los comentarios de pasillo como <i>parece que este año vamos a crecer</i> .
Ilusión de Control (Illusion of Control)	Tendencia de un inversor a creer que puede controlar, o al menos influir, en los resultados de los mercados financieros cuando, de hecho, no es posible.	Asumir un nivel de riesgo superior al adecuado, confiados en nuestro análisis. Mantener carteras poco o mal diversificadas y con mayor volumen de operaciones.	Un inversor que piensa que tiene control sobre la empresa en la que trabaja, focalizará su cartera en los títulos de esa compañía.
Retrospectiva (Hindsight)	Tendencia a recordar selectivamente solo nuestras visiones correctas del pasado, y a pensar que los acontecimientos que ya han ocurrido eran predecibles.	Inferir incorrectamente como los acontecimientos actuales pueden influir en los futuros. Fomento del sesgo de sobre confianza.	Opinar que la magnitud de la crisis financiera de 2008 era claramente esperable.

Fuente: Modificado de (Blasco & Ferreruela, 2017)

Tabla 4

Categorías teóricas de sesgos cognitivos (continuación)

Sesgo	Definición	Consecuencias	Ejemplo
Anclaje (Anchoring and Adjustment)	Los inversores hacen descansar sus creencias en una determinada información, a veces irrelevante, posiblemente porque es la primera que tuvieron disponible y no la han actualizado posteriormente.	No variar excesivamente el precio objetivo de un activo respecto al primer precio disponible. Mantener activos que han perdido valor porque el precio objetivo no fue fiado de acuerdo con sus fundamentales.	Los inversores pueden anclarse en un máximo reciente del título. El precio ha llegado hasta 10 euros, no podemos vender ahora que cotiza a 5.
Contabilidad Mental (Mental Accounting)	Los inversores tratan su dinero de manera diferente dependiendo de su origen y del objetivo que se plantean, un lugar de velar por la rentabilidad total. Se establecen distintas categorías mentales.	Carteras muy poco diversificadas, que ignoran las correlaciones entre los activos seleccionados para cubrir cada objetivo en las diferentes cuentas que forman la cartera.	El dinero inesperado por un premio de lotería puede invertirse en activos más arriesgados porque puedes permitirte el lujo de perderlo.
Encuadre (Framing)	Medir de forma diferente una pérdida y una ganancia según cómo se nos presente y las circunstancias existentes.	Medición incorrecta del riesgo, que puede desembocar en mala diversificación e inapropiada selección de activos.	Si la lista de fondos de inversión disponibles contiene mayoritariamente fondos de renta variable, la proporción final de acciones en la cartera es mayor.
Auto-atribución (Self-attribution)	El inversor considera que las ganancias se deben más a su habilidad que a la suerte, mientras que en el caso de las pérdidas son la suerte u otros factores externos los culpables.	Menor diversificación y mantenimiento de demasiadas posiciones dudosas respecto al nivel de riesgo.	Uno de los dichos más populares en Wall Street es: <i>No hay que confundir la habilidad inversora con un mercado alcista.</i>
Historia reciente (Recency)	Extrapolar situaciones o hacer predicciones en base a muestras demasiado pequeñas y demasiado basadas en la historia más reciente.	Tendencia a estrategia de momentum. Este sesgo suele catalizar los errores porque obvia los valores fundamentales. Perjudica la selección de activos a favor de los que están <i>de moda</i> .	Elegir determinado fondo de inversión únicamente porque ha sido de los de mayor ganancia en el año.

Fuente: Modificado de (Blasco & Ferreruela, 2017)

En las tablas anteriores, se puede apreciar cómo fundamentalmente las emociones incidentales (no guardan ninguna relación con la decisión) provienen de otras fuentes distintas al seno de donde se toma la decisión, pero son llevadas al contexto de la toma de decisiones y se llegan a experimentar mientras se toma una decisión. Por ejemplo, una fuerte discusión familiar antes de ir a trabajar puede influir en las decisiones laborales del día. Así, desde un punto de vista *estrictamente profesional*, es requisito indispensable, procurar reducir los efectos de dichas emociones. Por su parte, las emociones integrales (emociones causadas por la decisión en sí), se generan al pensar en los parámetros de la propia decisión o en sus implicaciones. Estas emociones pueden, de hecho, ser bastante útiles en el proceso de toma de decisiones, ya que si una decisión nos causa ansiedad puede ser un signo de cautela, lo cual apoya la evidencia causal de su influencia en las decisiones financieras (Blasco & Ferreruela, 2017).

En función de lo anterior, el reto se centra en superar los límites positivistas, racionalistas y deterministas propios de la economía tradicional y profundizar en la concepción de la naturaleza humana como parte sustantiva del mercado financiero. Más aún cuando en la actualidad los cambios derivados tanto del COVID – 19 y del impulso significativo dado a la transformación digital, imponen una reinterpretación de la realidad social.

En este contexto, es vital el rol de las ciencias sociales para fomentar el análisis crítico de este nuevo entorno e iniciar la prospectiva de mecanismos dirigidos a contribuir en la construcción de mecanismos interdisciplinarios bajo un enfoque de abordaje de la realidad compleja. En este escenario, la economía del comportamiento está llamada a jugar un papel destacado para minimizar el efecto humano en el desempeño de los mercados financieros, influenciados aún por una racionalidad limitada, información insuficiente, falta de experiencia, poco aprendizaje o presencia de sesgos (Pérez & Rodríguez, 2020).

Este es aún más importante al revisar la evidencia expuesta en la literatura, la cual da cuenta de cómo las decisiones económicas tomadas por cualquier individuo están asociados de forma directa y positiva a su bienestar económico – financiero, mostrando así una tendencia al consumo sensato y satisfactorio con sus patrones de consumo. En este sentido, el bienestar tanto económico como financiero deriva de los hábitos y conductas de consumo, delineando un patrón de consumo individual y el optimismo al percibir la situación económica personal, presentándose un vínculo entre estos elementos

cognitivos (Rodríguez & Lobera, 2002). De esta manera, se establece una relación bidireccional entre efectos del bienestar económico – financiero y las decisiones económicas (Garay, 2015), (Riveros, Arias, & Acosta, 2008).

CAPITULO 4. CONCLUSIONES

El objetivo general de esta investigación consiste en determinar cuáles son los condicionantes fundamentales en la toma de decisiones, desde la perspectiva de la psicología del comportamiento financiero. Así se ha procedido a una revisión documental con enfoques a contextualizar el estado del arte del comportamiento financiero, empezando por los postulados de Smith (1976), Kahneman (2011) hasta Thaler (2018). Las teorías que rondan la definición de comportamiento financiero han sido objeto de estudio de diversos autores desde distintos puntos de vista, como se aprecia en la siguiente línea del tiempo (figura I).

Figura I

XVIII		Teoría de la probabilidad
1738		Bernoulli – Emociones y economía
XX		<i>Homo Economicus</i>
1953		Paradoja de Allais
1976		Milton Friedman – Teoría del <i>As if</i>
		REVOLUCIÓN COGNITIVA
		COMPORTAMIENTO FINANCIERO
1979		Tversky y Kahneman – Cuestionamiento a la teoría de la Utilidad Esperada
1985		De Bondt y Thaler - Anomalías en los mercados financieros
1998		Barberis, Shleifer y Vishiny – Creencias
1999		Thaler y Benartzy – <i>Equity premium puzzle</i>
XXI		Shiller – <i>Dotcom bubble</i>

Fuente: Elaboración propia a partir de San Martín y De los Ríos (2018)

Con esto, se ha buscado esclarecer acerca de los elementos que intervienen en la forma en la que los individuos actúan en situaciones financieras; por qué algunos toman mejores decisiones que otros en las mismas condiciones. Esto a su vez ha llevado a construir las categorías teóricas con mayor peso relativo e incidencia directa a lo largo del proceso de la toma de decisiones. Se han identificado así las categorías correspondientes a sesgos cognitivos y sesgos emocionales y como ya se han descrito anteriormente, estas categorías traen consigo una serie de implicaciones que afectan en el proceso entero.

En este orden de ideas, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en su reciente guía sobre Psicología económica para inversores (2019), formula dos tipos de recomendaciones para el proceso de toma de decisiones económicas.

1. La primera es el *empleo de una serie de técnicas cognitivas*, como son:

a) Generar alternativas, que es tan importante como elegir correctamente.

b) Moderar el optimismo, lo que incluye pararse a pensar las razones por las que la decisión inicial puede ser errónea o, incluso, adelantarse al futuro imaginando que la decisión ha sido un fracaso, para poder identificar sus causas.

c) Estandarizar el proceso decisivo, por ejemplo, utilizando una lista de comprobación que incluya revisar, y valorar, todos los aspectos relevantes del producto que se quiere adquirir: información proporcionada, riesgos, horizonte temporal y, muy importante entender aquello que se está comprando.

d) Tomar la decisión en el momento oportuno, es decir, descansado, no hambriento ni enfadado. En otros términos, dejar trabajar al sistema y no apoyarse exclusivamente en la terminología de Kahneman (2011).

2. La segunda recomendación es *mejorar la formación financiera*, pero también sobre los sesgos que influyen en la toma de decisiones. Entender cómo se decide en la práctica es fundamental para evitar errores y mejorar la calidad de las decisiones tomadas.

En efecto, la economía tradicionalmente se sustenta en el “modelo de agente racional y la optimización del agente: maximización de la utilidad o satisfacción” (Rodríguez, 2018). Sin embargo, en la realidad, lo que existe son acciones humanas intencionadas donde cada persona busca revertir el estado de necesidad o insatisfacción en el que se encuentra. Esta es la razón por la cual, a pesar de tener el conocimiento de los procedimientos y procesos en cuestión, las personas no logran decidir racionalmente, sino que cometen errores. En ese entender, la suposición principal de la teoría económica es que la gente elige por optimización. De ahí surge el siguiente ejemplo propuesto por el mismo Thaler:

Entre todos los bienes y servicios que una familia podría comprar, la familia escoge el mejor que se pueda permitir. Además, se asume que las creencias a partir de las cuales los *Econs* llevan a cabo sus elecciones son imparciales, es decir, que eligen basándose en lo que los economistas denominan «expectativas racionales». Esta premisa de

optimización restringida, es decir, la elección de la mejor posibilidad dentro de un presupuesto limitado se combina con el otro gran caballo de batalla de la teoría económica, el equilibrio. En los mercados competitivos donde los precios son libres de moverse hacia arriba o hacia abajo, estos precios fluctúan de tal manera que la oferta iguala a la demanda. Por simplificarlo de alguna manera, puede decirse que Optimización + Equilibrio = Economía. Ésta es una combinación muy poderosa, y es algo que ninguna otra ciencia social puede igualar.

Sin embargo, existe un problema: las premisas en las que se basa la teoría económica son imperfectas (Thaler, 2015, p. 30).

Esta imperfección de la teoría económica se pone de manifiesto cuando los deseos, valores, miedos, prejuicios o afectos, entran en juego al solicitar una hipoteca, actuando más en base a la meta familiar que se quiere alcanzar, que por la capacidad real de pago que se posea, sobre todo si el grupo familiar forma parte de un entorno en el que otras familias están solicitando o han solicitado hipotecas. Se evidencia entonces cómo los elementos de exceso de confianza y comportamiento de manada actúan en el proceso de toma de decisiones; el grupo familiar no se decanta por la opción más racional, sino por la que más satisfacción le produce, comprometiendo factores que podrían llegar a ser vitales en el éxito de dicha decisión. Por lo que la decisión no es ni equilibrada ni óptima.

Otro ejemplo lo muestra Montgomery (2011), al ilustrar un escenario típico de consumo. Si se sube ligeramente el precio de un pan barato, eso no impedirá que el consumidor promedio continúe pidiendo el mismo número de unidades aunque tenga que pagar 10 o 20 euros más. Pero si se sube el precio de un pan caro por más que sea en poca cantidad, el consumidor muy probablemente suspenderá o disminuirá su adquisición. Es entonces cuando el consumidor se rige por el sesgo de lo conocido, lo que le es familiar en lugar de tomar el riesgo de probar algo nuevo porque cognitivamente le aleja de su zona de confort.

Estos aspectos afectan directamente en el proceso de la toma de decisiones en el comportamiento económico de los individuos, influyendo en él de manera subjetiva. Un verdadero conocimiento y comprensión de estas variables pueden llevar a la regulación de las mismas para tomar decisiones más acertadas y exitosas.

Se recomienda ahondar en este tipo de estudios que sirvan de guía para comprender los intervinientes determinantes en el proceso de toma de decisiones desde el punto de

vista del comportamiento financiero, con el fin de optimizar verdaderamente el proceso y alcanzar un equilibrio real.

CAPITULO 5. BIBLIOGRAFÍA

- Anaya, G. (2015). *Las finanzas conductuales, el alfabetismo financiero y su impacto en la toma de decisiones financieras, bienestar económico y la felicidad*. [Tesis de Maestría]: Universidad Católica Boliviana San Pablo.
- Arévalo, J. (2019). “La Alfabetización inicial en Venezuela. Desde la Escuela Nueva hasta las Escuelas Bolivarianas”. *Revista San Gregorio*, Año 2019, N° 33, 97-110.
- Carciente, S. (2004). El mercado financiero: ¿eficiente o predio de la complejidad? *Revista Venezolana de Análisis de Coyuntura*, X (1): 29 – 45.
- Fernández, Z. (2019). Psicología y toma de decisiones financieras. *II Congreso Internacional de Educación Financiera de Edufinet “Educación financiera para una sociedad en transformación”* (págs. 2 – 8). Málaga, 21 y 22 de noviembre: Edufinet Académico.
- García, J. (2020). *Daniel Kahneman y la teoría prospectiva*. Universidad de Valladolid.
- Guevara, G., Verdesoto, A. y Castro, N. (2020). “Metodologías de investigación educativa (descriptivas, experimentales, participativas y de investigación-acción)”. *Recimundo*. 4, (3), 163-173.
- Hernández, G. y Mendoza, P. (2018). *Metodología de la investigación: Las rutas cuantitativas, cualitativa y mixta*. McGraw-Hill: México.
- Hurtado, F. (2020). “Fundamentos Metodológicos de la Investigación: El Génesis del Nuevo Conocimiento”. *Revista Scientific*, 5 (16), 99-119.
- Hamermesh, D. (2013). Six decades of top economics publishing: Who and how? *Journal of Economic Literature*, 51 (1): 162 – 172.
- Hyland, L., Sebastian, A. & Seetharam, Y. (2021). An application of behavioural finance in banking: The Discovery Bank case. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 14 (1): 602 – 612. <https://doi.org/10.4102/jef.v14i1.602>
- Kahneman, D. (2011). *Thinking Fast and Slow*. Farrar, Strauss and Grioux.
- Montgomery, W. (2011). “La economía conductual y el análisis experimental del comportamiento de consumo”. *Revista IIPSI*. 14 (1), 281 – 292.

- Murphy, D. (2013). Las decisiones de los inversores a través del lente de la economía del comportamiento. *Contabilidad y Negocios*, 8 (15): 5 – 14.
- Popper, K. (2008). *La lógica de la investigación científica*. Tecnos.
- Rodas, W. y Choy, E. (2020). “Las finanzas del comportamiento y su impacto en las decisiones de inversión”. *Alternativa financiera*. 1 (2020), 8-14.
- Rodríguez, V. (2018). “Economía conductual, paternalismo libertario y libertad de elegir”. *Quipukamayoc*. 26 (52), 103 – 112.
- Rodríguez, L. & Arias, A. (2018). *Cultura financiera, análisis del comportamiento y toma decisión*. [Tesis de Maestría]: Universidad de La Salle.
- San Martín, J. y De los Ríos, S. (2018). “Estudio de los sesgos cognitivos derivados de la perseverancia en las creencias. Historia, conceptos y consideraciones prácticas”. Facultad de ciencias económicas y sociales de la Universidad de Comillas.
- Simon, H. (1959). Theories of decision-making in economics and behavioral science. *American Economic Review*, 49 (3): 253 – 283.
- Tejedor, J. (2020). “La economía conductual, un campo multidisciplinar”. *Finanzas y política económica*. 12 (1), 9-18.
- Thaler, R. (1990). Anomalies: saving, fungibility, and mental accounts. *Journal of Economic Perspectives*, 4 (1): 193 – 205.
- Thaler, R. (1999). Mental accounting matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12 (3): 183 – 206.
- Thaler, R. (2015). *La Psicología Económica*. Bilbao. Ediciones Deusto.
- Thaler, R. (2018). Economía del comportamiento: pasado, presente y futuro. *Revista de Economía Institucional*, 20 (38): 9 – 43.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: heuristics and biases. *Science*, 185 (4157): 1124 – 1131.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1979). Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econométrica*, 47: 263 – 291.
- Vargas, J. (2018). Integración de la economía con la psicología: Richard Thaler, premio Nobel de Economía 2017. *Estudios económicos*, XXXV (71): 101 – 113.