



FACULTAD  
DE CIENCIAS  
ECONÓMICAS



Universidad  
Nacional  
de Córdoba

# **Licenciatura en Administración con orientación en Finanzas**

## **Seminario de Aplicación**

### **Trabajo Final de Licenciatura**

# **“Comportamiento del profesional de Ciencias Económicas de Córdoba en el proceso decisorio de inversión”**

**Coordinador de Cátedra:** Dr. Bruno, Juan Manuel

**Director:** Mgter. Piedrabuena Demmel, Germán Daniel

**Tutor:** Mgter. Rezzónico, Diego

**Alumnos:** Ávila, Jorgelina Soledad

Contarde, Lucas Iván

Cortese, Camila

Giménez, Mauro Alejandro

**Córdoba, junio de 2023**



Comportamiento del profesional de Ciencias Económicas de Córdoba en el proceso decisorio de inversión por Jorgelina Soledad Ávila; Lucas Iván Contarde; Camila Cortese; Mauro Alejandro Giménez se distribuye bajo una [Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial 4.0 Internacional](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/).

## **Agradecimientos**

Nos tomamos este espacio para agradecer a todos aquellos involucrados directa o indirectamente en la realización de este trabajo. Comenzando por la querida Facultad de Ciencias Económicas de la U.N.C., por brindarnos la oportunidad de ejercer nuestros estudios de grado, de obtener innumerables experiencias de desarrollo tanto humano como profesional dentro de sus espacios. Con lo cual estamos plenamente agradecidos a todos aquellos profesores de los que tuvimos el privilegio de aprender, a todos los no docentes involucrados en el mantenimiento y funcionamiento de esta hermosa institución, y por supuesto a los alumnos, compañeros de estudio y de viaje en el desarrollo de nuestra Licenciatura.

Queremos dedicar también este trabajo a nuestros familiares y amigos, a nuestros seres queridos quienes nos han apoyado siempre con paciencia, guía y cariño a perseguir nuestros objetivos y desarrollarnos como profesionales, pero por sobre todas las cosas como seres humanos.

En particular queremos agradecer y reconocer a la cátedra de Seminario, a todos los profesores involucrados, especialmente al Dr. Juan Manuel Bruno por todo su gran trabajo y contribución a la formación y preparación de nosotros, los estudiantes. Por hacernos un camino desafiante pero gratificante y ameno al mismo tiempo. A nuestro tutor Diego Rezzónico, por siempre haber respondido nuestras consultas y aportado con criterio al enfoque de este trabajo. Y a nuestro Director Germán Piedrabuena Demmel, por haber sido una persona clave a la hora de guiarnos e impulsarnos a mejorar en nuestro análisis y conclusiones.

Para finalizar, expresamos nuestra gratitud a todos los entrevistados a lo largo del desarrollo de esta tesis, cuyos aportes sirvieron para el desarrollo de nuestro análisis y conclusiones. Sin su aporte esto no hubiera sido posible.

### **Ideas clave (*Highlight*)**

1. Los profesionales de Ciencias Económicas de Córdoba combinan aspectos de razonamiento lógico y emociones/sesgos cognitivos en su proceso de toma de decisiones de inversión.

2. Se constata la presencia de sesgos cognitivos en el proceso de inversión de los profesionales estudiados.

3. Se clasifica a los profesionales en distintas categorías de inversores, como inversores normales informados, inversores racionales y un punto intermedio entre ambos. Esta clasificación se basa en su comportamiento, conocimiento y nivel de análisis en el proceso de inversión.

4. Aunque los profesionales cuentan con experiencia y conocimiento en el campo de las inversiones, se concluye que difícilmente alcanzan un estado de plena racionalidad.

## **Resumen estructurado**

**Propósito:** El propósito del presente trabajo es describir el comportamiento del profesional de Ciencias Económicas de Córdoba en el proceso de toma de decisiones de inversión analizando, por un lado, el peso que ocupan en sus decisiones los marcos teóricos de decisión financiera, y por el otro, los sesgos cognitivos que se presentan.

**Diseño-Metodología:** Se realizó una investigación descriptiva de tipo cualitativa sobre el sujeto de estudio, siguiendo un esquema de dos dimensiones: si estaban especializados en materia de inversiones, y si se dedican profesionalmente a las mismas. El relevamiento de información primaria se efectuó con entrevistas del tipo semiestructurado, con el objetivo de profundizar sobre las inversiones de carácter personal y con capital propio.

**Conclusiones:** Se concluye luego del análisis que el sujeto de estudio no actúa de manera plenamente racional, si no que tiende a combinar aspectos de las teorías económicas y sus marcos de decisión racionales con aspectos que versan sobre las finanzas conductuales, incluyendo sesgos cognitivos y emociones como factores influyentes en la toma de decisiones.

**Limitaciones del trabajo:** Al tener un enfoque cualitativo, el trabajo puede verse influenciado por opiniones subjetivas o expectativas previas de los autores, que podrían tener un impacto en las conclusiones obtenidas. Además, al tratarse de una intervención exploratoria, serían necesarios otros medios para profundizar los temas tratados.

**Originalidad-Valor:** Las conclusiones aquí obtenidas podrán ser aprovechadas por entidades financieras para el análisis y la segmentación del perfil inversor de sus clientes, así como para el diseño de programas para inversores en universidades y otras entidades educativas.

**Palabras Clave:** Conducta. Proceso de inversión. Finanzas conductuales. Sesgos cognitivos.

## Índice General

1. Introducción	1
2. Objetivos	2
3. Marco conceptual	2
4. Metodología	6
5. Resultados y Análisis	8
5.1. Proceso de inversión	9
5.1.1. No Especialista en Inversiones - No Trabaja en Inversiones	10
5.1.2. No Especialista en Inversiones - Trabaja en Inversiones	13
5.1.3. Especialista en Inversiones - No Trabaja en Inversiones	15
5.1.4. Especialista en Inversiones - Trabaja en Inversiones	18
5.2. Sesgos cognitivos	21
5.2.1. No Especialista en Inversiones - No Trabaja en Inversiones	21
5.2.2. No Especialista en Inversiones - Trabaja en Inversiones	23
5.2.3. Especialista en Inversiones - No Trabaja en Inversiones	24
5.2.4. Especialista en Inversiones - Trabaja en Inversiones	26
6. Implicaciones, limitaciones y conclusiones	28
6.1. Implicaciones	28
6.2. Limitaciones	29
6.3. Conclusiones	30
7. Referencias	33
8. Anexos	34
Anexo 1. Guión de entrevista semiestructurada	34

## Índice de Tablas

Tabla 1. Unidades temáticas, categorías, dimensiones y subdimensiones de análisis.	8
Tabla 2. Matriz de coeficientes de co-ocurrencia NE-NT. Proceso de inversión y Sesgos cognitivos.	22
Tabla 3. Matriz de coeficientes de co-ocurrencia NE-T. Proceso de inversión y Sesgos cognitivos.	24
Tabla 4. Matriz de coeficientes de co-ocurrencia E-NT. Proceso de inversión y Sesgos cognitivos.	26
Tabla 5. Matriz de coeficientes de co-ocurrencia E-T. Proceso de inversión y Sesgos cognitivos.	27
Tabla 6. Sesgos cognitivos.	28
Tabla 7. Síntesis por cuadrantes.	32

## Índice de Figuras

Figura 1. Nube de palabras.	9
Figura 2. Red de interrelación de conceptos: Proceso de inversión.	10

## 1. Introducción

A la hora de tomar decisiones de inversión, las personas ejecutan diferentes procesos en la búsqueda de sus objetivos. La teoría moderna de toma de decisiones bajo riesgo concibe un modelo normativo que supone un tomador de decisiones idealizado, y no una descripción del comportamiento de personas reales mediante un análisis psicológico del riesgo y el valor (Kahneman y Tversky, 1986). Quienes asumen comportamientos racionales según la teoría normativa, deberían ser efectivos en la búsqueda de sus objetivos, a través de incentivos y oportunidades de aprendizaje en un proceso de maximización de sus decisiones (Gasparutti, 2017). Debiendo, por ejemplo, recolectar la información necesaria para realizar modelos que les permitan simular alternativas de inversión, analizar los resultados esperados, y finalmente elegir la opción que maximice su valor actual.

Sin embargo, existe una teoría distinta, la cual afirma que las desviaciones del comportamiento real con respecto al descrito por el modelo normativo están demasiado extendidas para ignorarlas, son demasiado sistemáticas para descartarlas como un error aleatorio y demasiado fundamentales como para acomodarse relajando el sistema normativo (Kahneman y Tversky, 1986). Según la teoría de las finanzas conductuales, existen sesgos o prejuicios cognitivos que surgen de distintos procesos, los cuales no son de fácil distinción. Estos incluyen el procesamiento heurístico (atajos mentales), motivaciones de tipo emocional y moral, o la influencia social y otros efectos psicológicos que causan una alteración a la hora de procesar la información y tomar decisiones (Gasparutti, 2017).

Es decir, las finanzas modernas usan modelos en donde los agentes económicos se asumen plenamente racionales, mientras que las finanzas conductuales aseguran que los agentes no actúan de manera plenamente racional (Gasparutti, 2017). Según la teoría que se utilice para enmarcar estos procesos es que podremos describir el comportamiento de los sujetos de una u otra manera. Dado el perfil y el nivel de estudios de los profesionales de Ciencias Económicas, se puede asumir que estos poseen los modelos, marcos teóricos, procesos y conocimientos necesarios para tomar decisiones racionales, conforme lo determina la teoría normativa, a la hora de invertir su capital y asignarlo en diferentes clases de activos.

Por ello es de particular interés poder observar en estos sujetos lo ocurrido en la práctica, analizando por un lado el peso que ocupan en sus decisiones la lógica y la racionalidad, y por el otro la psicología, los sesgos y los prejuicios cognitivos, para luego con esta información determinar patrones comunes en la ejecución del proceso, siguiendo la base teórica de los modelos normativos y las finanzas conductuales.

En base a lo anterior, la investigación se dirigió a describir: ¿Cómo se comportan los profesionales de Ciencias Económicas de Córdoba en el proceso decisorio de inversión?

## 2. Objetivos

El objetivo general que se propone es este trabajo es conocer el comportamiento del profesional de Ciencias Económicas de Córdoba en el proceso decisorio de inversión.

Para lograrlo, se establecieron como objetivos específicos para el Trabajo Final de Licenciatura los siguientes:

- Identificar similitudes y diferencias entre las etapas del proceso de emprender una inversión propuestos por Sapag Chain, y los aplicados por el sujeto de estudio.
- Detectar los parámetros que tiene en cuenta el sujeto a la hora de tomar decisiones de inversión.
- Describir, si es que existen, sesgos cognitivos presentes en el sujeto en una, algunas o todas las etapas del proceso de inversión.

## 3. Marco conceptual

Sapag Chain (2011) asegura que la *decisión de emprender una inversión* consta de un decisor que puede ser un inversionista o analista, las variables que influyen en el resultado del proyecto, y las opciones o proyectos que se buscan evaluar para lograr el objetivo planteado por sí mismo. Tomando en cuenta esta definición consideraremos como decisor a nuestro sujeto de estudio, el profesional de Ciencias Económicas de Córdoba, y tanto las variables que le influyen y las opciones o proyectos de inversión que el inversor elige, fueron objeto de estudio del comportamiento de dicho sujeto a partir de las entrevistas llevadas a cabo.

Para llegar a esto, Sapag Chain (2011) afirma que todo *proyecto de inversión* consta de un *proceso* que está conformado por cuatro etapas: idea, preinversión, inversión, y operación. La etapa de *idea* consta de las actividades relacionadas con la búsqueda de opciones para mejorar una empresa o para aprovechar una oportunidad de inversión. Tomando en cuenta el proceso de toma de decisiones de inversión, esta etapa se corresponde específicamente con la búsqueda de instrumentos en los cuales el sujeto desea invertir, y las razones detrás de ello. La etapa siguiente, de *preinversión*, es donde se realizan diversos estudios de viabilidad económica de las opciones identificadas anteriormente. Analizando las variables involucradas, la evaluación del riesgo estimado, costos relacionados, entre otros. Luego, se observa la etapa de *inversión* propiamente dicha, es decir la implementación del proyecto escogido finalmente, en donde se materializan todas las inversiones y pasos necesarios para ejecutar dicho proyecto. En este trabajo tomamos esta etapa como una categoría para analizar dimensiones relacionadas al cálculo del rendimiento posterior a la realización de la inversión, y para indagar en inversiones no convencionales que los sujetos entrevistados suelen o no llevar a cabo. Por último, la etapa de *operación* es cuando la inversión ya ha sido ejecutada y se

toman decisiones de concluir o mantener dicha inversión.

Esta metodología y otras similares, han sido ampliamente difundidas por diversos autores. En estas se asumen sujetos, inversores y analistas racionales, que llevan a cabo un proceso de toma de decisiones racional. Adoptamos la palabra *racional* y sus usos en este trabajo, a partir de la definición de Statman (2014) de inversor racional, describiendo a aquel inversor que es inmune a errores cognitivos y emociones engañosas dentro de su proceso de inversión. Por ende, cuando nos referimos a ‘proceso racional’ estamos aludiendo a un proceso establecido dentro de un marco teórico que asume un sujeto y decisor no influenciado por sesgos cognitivos ni emociones subjetivas.

No obstante, desde la perspectiva teórica del conductismo el *comportamiento del individuo* se desarrolla en todos sus aspectos a través de experiencias relacionadas con la conexión entre los estímulos ambientales y las respuestas a estos. Dichas respuestas pueden incluir elementos cognitivos, procesos mentales inobservables y elecciones para mediar las acciones del individuo (Heimlich, 2008). Es decir, para esta teoría, en el comportamiento del individuo pueden estar involucradas acciones y/o decisiones que no coinciden con pasos estrictamente definidos por un proceso racional como el planteado en los párrafos anteriores. Más allá de si este se utiliza como guía o no para llevar adelante un comportamiento específico.

Por esto decimos que, en alguna o en todas las etapas del proceso de inversión tal como lo definimos a partir del modelo de Sapag Chain, se podrían desarrollar *heurísticas de decisión* y *sesgos cognitivos*. Para Kahneman (2011), el instinto, los recuerdos sobresalientes, los eventos recientes y las impresiones externas conducen al desarrollo de estos sesgos en un tipo de pensamiento que es rápido, instintivo y emocional. Este pensamiento conduce a *atajos de decisión*, funciona de forma automática, con poco o ningún esfuerzo y sin sentido de control voluntario. En el contexto de las limitaciones del pensamiento humano y la toma de decisiones, es importante considerar los posibles sesgos cognitivos y las propensiones conductuales de los inversores (Combrink y Lew, 2019).

Los *principales sesgos cognitivos* que se tienen en cuenta en las finanzas conductuales particularmente se denominan principios heurísticos. O’Conor (2017) en su trabajo expone las principales heurísticas en el marco de las finanzas conductuales siguiendo a diversos autores de la siguiente manera:

- *Marco de decisión.* En un problema de decisión, un sujeto se enfrenta a diversas opciones que tienen sus respectivos resultados y consecuencias. Las decisiones se toman dentro de un marco de decisión el cual se define como las ideas que se tienen respecto de esas opciones y resultados asociados a una elección en particular. Dicho marco es influenciado por cómo se formula el problema, pero también por las normas, hábitos y características personales del sujeto (O’Conor, 2017; citando a Kahneman y Tversky, 1981).
- *Representatividad.* Este sesgo se relaciona con situaciones en donde lo que se evalúan son

las probabilidades, como por ejemplo que A sea originado por B, y que estas situaciones se resuelvan utilizando la representatividad, es decir que las alternativas se evalúan en la medida que A es representativo de B (O`Conor, 2017; citando a Kahneman y Tversky, 1974).

- *Disponibilidad.* Este sesgo se presenta a la hora de querer determinar la probabilidad o frecuencia de un evento en base a situaciones o ejemplos que estén almacenados en la mente. Y en la medida que estos eventos se hayan repetido más veces, estarán más disponibles para usarlos como fuente de información. Pero la disponibilidad suele estar afectada por factores que no tienen relación con probabilidades ni frecuencias, provocando que las predicciones que se realizan estén sesgadas. Por lo que, por ejemplo, a la hora de determinar el riesgo de un evento, se podría hacer por la facilidad con la que se pueden imaginar adversidades resultantes de ese evento (O`Conor, 2017; citando a Kahneman y Tversky, 1974). La heurística de disponibilidad conlleva también a un *sesgo de correlación ilusoria*, cuando se determina una correlación entre dos factores por cuestiones de disponibilidad, cuando en realidad no existe dicha correlación (O`Conor, 2017; citando a Chapman, 1967).
- *Anclaje y ajuste.* Cuando los sujetos hacen estimaciones en base a un valor inicial, el sesgo que puede aparecer es el de anclaje a este valor, y los ajustes que se puedan llevar a cabo a partir de dicho valor, pueden llegar a ser insuficientes debido al anclaje inicial. Esto también puede ocurrir si el sujeto realiza un mal cálculo para su valor inicial derivando en las mismas consecuencias (O`Conor, 2017; citando a Kahneman y Tversky, 1974).
- *Contabilidad mental.* La contabilidad mental es un conjunto de operaciones cognitivas que los individuos utilizan para organizar, evaluar y dar seguimiento a sus finanzas. Aquí no hay reglas ni normas como en la contabilidad como tal, sino que cada sujeto crea sus propias cuentas, las que tendrán asociado determinado procedimiento (O`Conor, 2017; citando a Thaler, 1999).
- *Sesgo afectivo.* En este caso, el sesgo se basa en que las cuestiones afectivas son las que dominan en general las experiencias de cada sujeto. Cualquier estímulo que pueda recibir una persona, provocan efectos ya sean positivos o negativos antes de que ellos puedan llevar a cabo un análisis cognitivo. Esto hace que el juicio que se construye sobre algún objeto esté guiado por las reacciones afectivas positivas o negativas inmediatas al objeto, haciendo que la toma de decisiones se vea sesgada por percepciones y comportamientos irracionales (O`Conor, 2017; citando a Zajonc, 2001).
- *Exceso de confianza.* El exceso de confianza es un sesgo que se observa en gente que es demasiado segura de sí misma, provocando que la confianza subjetiva prime sobre el juicio objetivo, ocasionando que en determinadas ocasiones se subestime el riesgo, y se sobreestime el conocimiento y habilidades propias (O`Conor, 2017; citando a DeBondt y Thaler, 1995).

- *Extrapolación de datos.* El sesgo de extrapolación se puede ver cuando se les da un gran valor a las tendencias pasadas y que se hayan observado en un tiempo corto. Esto lleva a hacer conclusiones prematuras y hacer generalidades, basándose en un número limitado de observaciones (O`Conor, 2017; citando a Kahneman & Tversky, 1973; y a Gilovich, Vallone, & Tversky, 1985).
- *Sesgo confirmatorio.* Es la tendencia de recolectar información que apoye y confirme la opinión que uno tiene acerca de un tema en particular, evitando aquellas fuentes que contradicen el punto de vista adoptado (O`Conor, 2017; citando a Lord, Ross y Lepper, 1979; y a Wason, 1966).
- *Aversión a la pérdida.* El valor de un objeto o inversión está dado en mayor medida por las ganancias y pérdidas parciales, y no tanto por el resultado final. Las personas tienden a ser más sensibles a las pérdidas que a las ganancias, por más que sean de la misma magnitud. Por lo que, al momento de evaluar una situación, los sujetos simplifican y codifican los diferentes aspectos que se presentan para determinar el riesgo que están dispuestos a asumir (O`Conor, 2017; citando a Kahneman y Tversky 1979).
- *Aversión a la ambigüedad.* Cuando se está ante una situación de análisis en donde predomina la ignorancia o ambigüedad, puede aparecer el sesgo de aversión a la ambigüedad, en donde lo que sucede es una competencia entre los conocimientos que pueda tener un sujeto y esta incertidumbre sobre el tema bajo análisis (O`Conor, 2017; citando a Heath y Tversky, 1991).
- *Comportamiento de manada.* El comportamiento de manada ocurre en el momento que los inversores dejan de lado sus conocimientos y juicios para seguir e imitar las acciones observadas de otros. Los que se dejan llevar por los otros, es porque asumen que éstos están mejor informados y por ello los siguen. Este sesgo se presenta en mayor medida en situaciones de crisis, que es cuando hay mensajes cruzados, ambigüedad y resultados extremos (O`Conor, 2017; citando a Scharfstein y Stein 1990).

Como mencionamos anteriormente y para profundizar en estas definiciones, aclaramos que Statman (2014) define los siguientes tipos de inversores, con sus respectivas características:

- *Inversores racionales:* se interesan principalmente en la riqueza generada y la utilidad de sus inversiones, siendo inmunes a los errores cognitivos y emociones engañosas dentro de su proceso de inversión.
- *Inversores normales:* a diferencia de los racionales, éstos no son inmunes a los errores cognitivos y las emociones engañosas. Statman plantea que los inversores normales no son todos iguales, varían en sus necesidades de beneficios utilitarios, expresivos y emocionales, ubicándose a lo largo del rango de:
  - *Inversores normales informados:* son los que han aprendido, de manera imperfecta y con mucho esfuerzo, a superar sus errores cognitivos y emociones engañosas a

través del conocimiento basado en la ciencia. Aun así, incluso a los inversores informados les resulta difícil resistirse a la intuición de la retrospectiva, y a veces fallan.

- *Inversores normales ignorantes*: son los que aún no han aprendido a superar estas barreras dominadas en cierta forma por los inversores del tipo normal informado.

Teniendo en cuenta los principales sesgos y tipología de inversores definidos, se identificó como inversores racionales a los que se inclinaron hacia la aplicación estricta de modelos teóricos de finanzas, evitando describir alguna conducta que pueda ser enmarcada dentro de los sesgos definidos anteriormente. Mientras que clasificamos como inversores normales informados o ignorantes según Statman (2014), en función de qué tan presentes estuvieron los sesgos y heurísticas dentro de las descripciones de su comportamiento en el proceso de toma de decisiones de inversión.

Por otro lado, cabe mencionar que parte de nuestro análisis y clasificaciones se apoyan fundamentalmente en los conceptos establecidos por Kahneman (2011), en relación a dos modos de pensamiento en los que suele operar la mente humana: el Sistema 1 y Sistema 2.

El *Sistema 1* opera de manera rápida y automática, con poco o ningún esfuerzo y sin sensación de control voluntario. Lo asociamos, por ende, a aquellos comportamientos o decisiones que involucran el pensamiento intuitivo y procesos automáticos que explican la heurística de los juicios y los sesgos.

El *Sistema 2* centra la atención en las actividades mentales esforzadas que lo demandan, incluidos los cálculos complejos. Las operaciones del Sistema 2 están a menudo asociadas a la experiencia subjetiva de actuar, elegir y concentrarse. Para nuestro trabajo entonces, lo tenemos en cuenta para describir aquellos comportamientos que implican un estudio profundo de las decisiones a tomar, como serían la aplicación de modelos formales de finanzas para el análisis de una posible inversión.

Kahneman (2011) describe al Sistema 1 como el que sin esfuerzo genera impresiones y sentimientos que son las fuentes principales de las creencias explícitas y las elecciones deliberadas del Sistema 2. Las operaciones automáticas del Sistema 1 generan patrones de ideas sorprendentemente complejos, pero según el autor, sólo el lento Sistema 2 puede construir pensamientos en una serie ordenada de pasos.

#### **4. Metodología**

La modalidad de este Trabajo Final de Licenciatura consistió en una investigación descriptiva del tipo cualitativa, que permitió realizar una observación de las variables que explican el comportamiento de los profesionales de Ciencias Económicas, a la hora de tomar decisiones de

inversión de carácter individual con patrimonio personal (Gutiérrez y Rodríguez, 2013).

Respecto a la metodología, se efectuó un relevamiento de información primaria mediante entrevistas de tipo semiestructurado, buscando aumentar la espontaneidad en las respuestas y favorecer la aparición de aspectos y perspectivas no previstos de antemano, como lo plantea Fernández Nogales (2013), teniendo la finalidad de estudiar el comportamiento de nuestro sujeto de estudio: los profesionales de Ciencias Económicas de Córdoba en el proceso decisorio de inversión personales, con capital propio.

Se analizó el comportamiento de dichos profesionales al momento de tomar decisiones de inversión, para determinar similitudes y diferencias, entre las características del mencionado proceso según los marcos y modelos teóricos, con lo planteado por ellos mismos al momento de describir su proceso de inversión.

La elección de los entrevistados se hizo teniendo en cuenta los siguientes ejes: por un lado, el grado de especialización o no en materia de inversiones; y por otro, si trabaja o no en dicho rubro. Con esta distinción se forman los siguientes cuadrantes sobre los cuales desarrollamos los resultados obtenidos:

- NE-NT: No Especialista en Inversiones - No Trabaja en Inversiones
- NE-T: No Especialista en Inversiones - Trabaja en Inversiones
- E-NT: Especialista en Inversiones - No Trabaja en Inversiones
- E-T: Especialista en Inversiones - Trabaja en Inversiones

Para obtener el nivel de heterogeneidad requerido, se realizaron nueve (9) entrevistas que se corresponden con los cuatro (4) cuadrantes mencionados, los cuales se escogieron a los fines de poder detectar diferencias o similitudes en el accionar del sujeto de estudio. Con esta cantidad de entrevistas se alcanza el punto de saturación, aquel en el cual se ha escuchado ya una cierta diversidad de ideas y con cada entrevista u observación adicional no aparecen nuevos elementos (Martínez Salgado, 2012).

Las entrevistas se llevaron a cabo mediante videollamadas individuales, siguiendo el guion de entrevista del Anexo 1. Los encuentros fueron grabados contando con el consentimiento de los sujetos de estudio. Se procedió a la transcripción de las respuestas de los entrevistados para luego utilizar el software Atlas.ti. Esta herramienta se utilizó para codificar la información obtenida distinguiendo como unidades temáticas el proceso de inversión y los sesgos cognitivos, cada una con sus respectivas categorías, dimensiones y subdimensiones. Además, recurrimos a matrices de coeficientes de co-ocurrencia para identificar las relaciones entre los conceptos analizados.

Tabla 1. Unidades temáticas, categorías, dimensiones y subdimensiones de análisis.

UNIDADES TEMÁTICAS	CATEGORÍAS	DIMENSIONES	SUBDIMENSIONES	
Proceso de inversión	Idea	Deseos/expectativas de invertir		
		Fuentes de información		
	Preinversión	Variables consideradas	Comentarios de colegas	
			Determinación del riesgo	
			Evaluación de alternativas	
	Inversión	Cálculo del rendimiento		
		Inversiones no convencionales		
Operación	Concluir o mantener inversión			
Sesgos cognitivos	Marco de decisión	Presentes		
	Representatividad			
	Disponibilidad			
	Anclaje y ajuste			
	Contabilidad mental			
	Sesgo afectivo			
	Exceso de confianza	No presentes		
	Extrapolación de datos			
	Sesgo confirmatorio			
	Aversión a la pérdida			
	Aversión a la ambigüedad			
	Comportamiento de manada			

Elaboración propia.

Por último, se arribó a los resultados y conclusiones que se desarrollan a continuación sobre el comportamiento del profesional de Ciencias Económicas de Córdoba en el proceso decisorio de inversión, en lo que respecta a las inversiones personales con capital propio, y la existencia o no de sesgos conductuales en alguna o todas las etapas de dicho proceso.

## 5. Resultados y Análisis

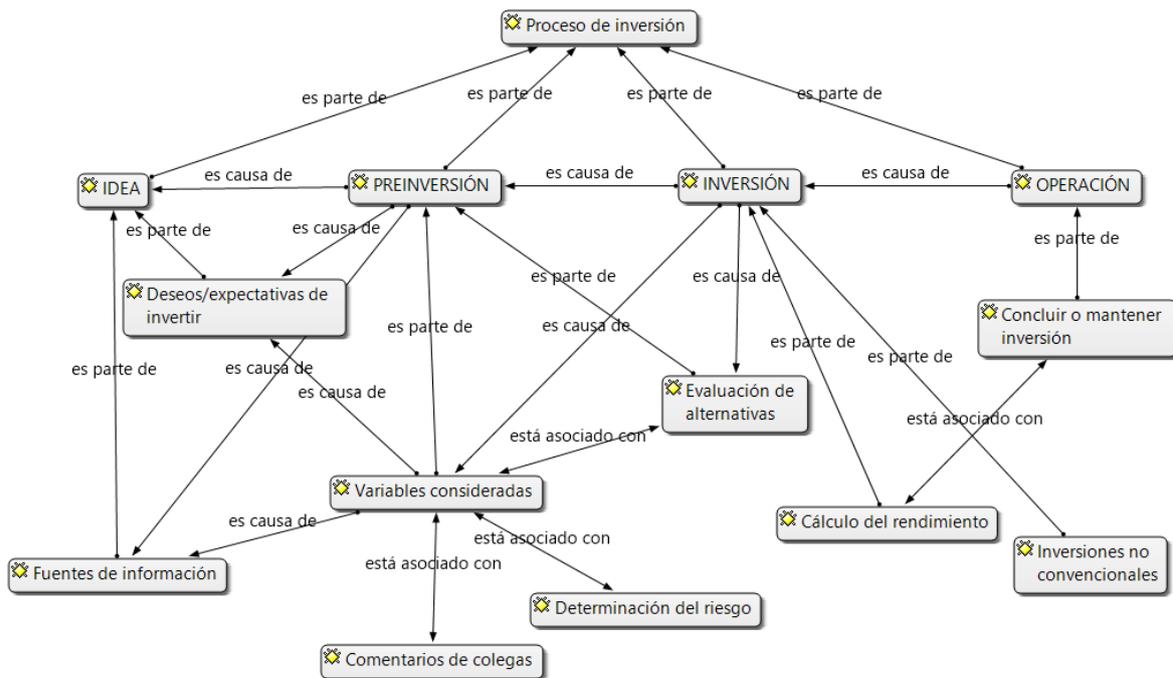
En el marco de este trabajo, se utilizó una técnica visual conocida como nube de palabras para resumir y visualizar los conceptos clave extraídos de las entrevistas realizadas. Esta técnica ofrece una visión general de los principales temas abordados por los profesionales. El enfoque estuvo puesto en las inversiones que realizan a nivel personal, la información que recolectan durante el



del tipo no convencionales. Finalmente, en la categoría de operación, teniendo en cuenta que la inversión ya se ejecutó, lo que se indagó es en qué condiciones el sujeto de estudio determina si concluye o mantiene una inversión.

Los conceptos analizados en esta unidad temática revelaron relaciones causales entre las categorías, ya que cada etapa del proceso de inversión depende de la etapa previa. En cuanto a las dimensiones y subdimensiones, se observaron conexiones asociativas con sus respectivas categorías, tal y como se muestra en el siguiente esquema:

Figura 2. Red de interrelación de conceptos: Proceso de inversión.



Elaboración propia vía Atlas.ti.

La forma en la que se llevó a cabo el análisis de la información recaudada fue en base a la descripción proporcionada por los sujetos bajo estudio sobre su proceso de toma de decisiones de inversión de inicio a fin. Luego, siguiendo las etapas que proporciona Sapag Chain (2011) de idea, preinversión, inversión y operación, lo que se hizo fue indagar sobre los comportamientos que expresan dentro de cada una de ellas, para finalmente poder describir los sesgos que pudieran o no estar presentes en una, alguna o todas las etapas del proceso de inversión, limitando el análisis a inversiones relacionadas a la gestión del capital propio.

### 5.1.1. No Especialista en Inversiones - No Trabaja en Inversiones

El proceso de inversión que llevan adelante los profesionales de Ciencias Económicas de Córdoba que no son especialistas y no trabajan en inversiones, conforme a la gestión de su capital propio, fue descrito por ellos mismos como un proceso que no sigue etapas específicas. Aquí un

fragmento donde se evidencia la falta de etapas planteadas por Sapag Chain (2011):

*“No soy tan esquemática, soy impulsiva. Me obligo a ahorrar, pero no lo planifico, cuando me queda un sobrante lo invierto para no perder el valor del dinero.”*

Posteriormente, luego de un análisis más indagatorio de las conductas de estos sujetos a partir de preguntas específicas que realizamos, descubrimos que los mismos sí explicaron comportamientos que pueden ser enmarcados dentro de las etapas propuestas por el autor. Concluimos que, si bien los sujetos llevan a cabo comportamientos que se asimilan a las etapas detalladas por Sapag Chain, no lo hacen de una manera consciente, ni mucho menos esquematizada en un proceso específico o en un orden preestablecido.

Al adentrarnos en la categoría idea, para la dimensión deseos y expectativas, lo que se vio en uno de los sujetos fue lo siguiente:

*“Las expectativas que tengo al invertir es buscar tener ganancias altas, generar buenos rendimientos.”*

Por el contrario, para el otro sujeto debido al contexto actual, la principal variable que tuvo en cuenta es la inflación:

*“Por ahora lo más urgente en épocas muy inflacionarias es que puedas cubrir la inflación.”*

Decimos que ambos sujetos a la hora de describir sus deseos y expectativas se ven inclinados a responder, como Kahneman (2011) define, principalmente a través de su Sistema 1 de pensamiento. Es decir, de manera automática e intuitiva ya que, si bien el objetivo de superar la inflación parece un objetivo financieramente lógico, la manera en la que el sujeto lo expresó muestra que ignora o descarta de entrada cualquier otro análisis que presente alternativas, de cómo obtener ganancias incluso en un contexto inflacionario.

Como fuentes de información, los sujetos enmarcados en este cuadrante mencionaron la utilización de sitios web, plataformas de inversión, diversos podcasts con información sobre inversiones y en menor medida diarios. Por último, uno de los sujetos realiza consultas a su agente de Bolsa, con el cual se asesora sobre cuándo habrá alguna licitación. Estos procesos de pensamiento pueden relacionarse al Sistema 2 si es que son llevados adelante reflexivamente. De lo contrario, si se trata de un consumo pasivo de información lo que observamos es una predominancia del Sistema 1.

En la siguiente categoría de preinversión, para la dimensión variables consideradas, los profesionales demostraron conocimiento de la existencia de diferentes variables a tener en cuenta, como el riesgo, la rentabilidad, la liquidez, o el plazo. Sin embargo, sus respuestas mostraron falta de análisis a la hora de llevar este conocimiento a la práctica., prevaleciendo su Sistema 1. Dentro de la subdimensión comentarios de colegas, generalmente aseguraron escuchar las opiniones y realizar

una evaluación posterior, lo que sería un reflejo del Sistema 2. No obstante, sus respuestas dejaron ver carencia de un análisis más profundo, llevando a cabo procesos automáticos relacionados con el Sistema 1:

*“Aún no me ha pasado que alguien me diga que una inversión no sirve, pero creo que sí me parece que los comentarios de otras personas podrían influir bastante en las cosas en las que invierto y las decisiones que tomo.”*

A la hora de determinar el riesgo de las inversiones se observó poca aplicación de la teoría normativa de finanzas, es decir de modelos financieros para la determinación del riesgo. Y un fuerte apoyo en atributos que muestran una correlación espuria con las decisiones tomadas.

Para la siguiente dimensión, lo que se vio fue que la falta de profundidad en el análisis de las variables consideradas no permite realizar una evaluación de alternativas fundamentada:

*“(…) no realizo estudios de viabilidad económica. Cuando hay pequeños sobrantes, trato de invertirlo. (…) Solo trato de mantener el valor del dinero en el sistema inflacionario actual.”*

Podemos concluir para este cuadrante, que a la hora de llevar adelante la etapa de la preinversión descrita por Sapag Chain (2011), los sujetos se ven muy influenciados por procesos mentales heurísticos, intuitivos, con variedad de sesgos cognitivos presentes. El Sistema 1 es dominante. A pesar de que tienen conocimientos de teoría económica relacionada a finanzas, su Sistema 2 no es ampliamente distinguible en sus descripciones.

En la categoría de inversión se observa una falta de aplicación de conocimientos teórico/prácticos, respecto a cálculos sobre el rendimiento de una operación realizada:

*“No me pongo a hacer cálculos de rendimiento, más allá de tener una formación, no hago un estudio de flujo de fondos en el tiempo.”*

La opinión del otro sujeto fue:

*“Generalmente no utilizo ningún método para calcular el rendimiento, sólo veo la tasa de rendimiento que ha generado esa inversión respecto al capital que había invertido.”*

Como puede observarse en ambos casos, se presenta un pensamiento del tipo intuitivo. Además, optan por no realizar inversiones no convencionales, tienden a ir hacia opciones más seguras y conocidas por ellos. Se observan perfiles conservadores, con aversión al riesgo y a lo que desconocen.

Dentro de la categoría operación y para la dimensión de concluir o mantener una inversión, se observó que tienen en común el hecho de retirar el dinero cuando lo necesitan para cumplir con sus obligaciones. El Sistema 1 es el que domina en esta etapa ya que es algo casi automático la forma en la que determinan el destino de sus inversiones:

*“Generalmente rescato el dinero cuando lo necesito. Considero que el ahorro está muy ligado a la inversión, por lo que en el momento que necesito utilizar mis ahorros, líquido las inversiones para utilizar el dinero. Siempre suele ser más por cuestiones personales que concluyo con una inversión.”*

### **5.1.2. No Especialista en Inversiones - Trabaja en Inversiones**

Al analizar lo descrito por los profesionales que no son especialistas, pero trabajan en actividades relacionadas a las inversiones, atraviesan una etapa de análisis de opciones, búsqueda de información y de instrumentos de inversión, que es similar a la etapa de idea. También describieron métodos para analizar opciones de inversión como el análisis de tendencias, que podemos asemejar a la etapa de preinversión de Sapag Chain (2011). Sin embargo, estas etapas no se describen de manera separada como lo define el autor. Se observan también actividades relacionadas a los procesos de inversión y decisiones de operación, como la necesidad de realizar ajustes una vez que se ha realizado la inversión.

Sin embargo, todas las etapas propuestas por Sapag Chain (2011) están presentes, pero no se enmarcan de manera exacta en el orden descrito por el autor. Inferimos entonces, que estos sujetos conocen en cierta medida las etapas teóricas del proceso de inversión porque trabajan profesionalmente en el rubro de inversiones, pero no siguen rigurosamente el orden lógico de etapas planteado por el autor.

Cuando indagamos en la categoría de idea, dimensión deseos/expectativas de invertir, los sujetos mencionaron el contexto inflacionario como uno de los principales aspectos que consideran al momento de la generación de la idea. Como en el cuadrante anterior, el Sistema 1 parece influir en los deseos y expectativas de estos sujetos. Sin embargo, parecen tener en claro que otra de sus motivaciones al realizar inversiones es la generación de mayores ingresos a futuro y el proceso de aprendizaje involucrado, por lo que no se descarta la influencia del Sistema 2 de pensamiento en esta etapa:

*“En otro contexto la expectativa de invertir sería hacer crecer el capital, buscar que esa inversión rinda. En este contexto inflacionario lo que pretendes es por lo menos no perder poder adquisitivo. Es decir, el objetivo hoy por hoy es diversificar, (...) busco tener un portafolio de inversiones que intente mantener el poder adquisitivo que tiene ese capital.”*

Las fuentes de información utilizadas por este cuadrante incluyen páginas de noticias, blogs de inversiones y recomendaciones de los bancos sobre nuevos instrumentos. También utilizan los conocimientos que pueden adquirir de sus compañeros de trabajo. Las aplicaciones de bolsa de valores son otra fuente consultada, y también información compartida por influencers dedicados al rubro tecnológico. Se observa que el Sistema 2 es más predominante para estos sujetos a la hora de

buscar información, debido a que consultan y contrastan una amplia variedad de fuentes. Sin embargo, también observamos al Sistema 1 entrar en acción, en comentarios relacionados con el sesgo afectivo y sesgo de marco de decisión.

Se evidencian en la categoría de preinversión, conocimientos de diferentes variables a tener en cuenta para el análisis, aunque la aplicación de estos se ve fuertemente encuadrada en sus preferencias personales, principalmente vinculadas con su personalidad y su perfil de inversor:

*“Tengo cierta aversión al riesgo por lo que suelo escapar a instrumentos que tienen mucha volatilidad o variabilidad. En ese sentido me considero mucho más conservador y tiendo a no realizar inversiones muy arriesgadas.”*

Los sujetos de este cuadrante escuchan la opinión de sus colegas para conocer nuevas opciones, pero aseguraron siempre realizar un análisis posterior para indagar un poco más y entender lo que está pasando. No obstante, dejaron ver que el nivel de confianza en la persona con la que interactúan afecta considerablemente sus decisiones. Si no confían demasiado, utilizan esto como justificación para auto confirmar que deben seguir su propia intuición. Por ende, el Sistema 2 es quién toma la iniciativa en este caso, pero nuevamente el Sistema 1 toma el control:

*“Un poco sí me dejo llevar por comentarios, pero me considero muy intuitiva, o al menos yo pienso que lo soy, entonces sigo mi intuición y mi lectura mayormente. Aun así, si me dicen algo generalmente trato de buscar e indagar más sobre lo que está ocurriendo (...) Además, muchas veces no sé qué persona sabe y cuál no sabe, por lo tanto, prefiero errarle a algo porque yo lo elegí así y no porque alguien me lo dijo.”*

Los sujetos, respecto a la subdimensión de determinación del riesgo, mostraron dejarse llevar considerablemente por supuestos o generalizaciones que no necesariamente tienen justificaciones demostrables científicamente o que se enmarquen en alguna teoría financiera. Por ejemplo, invertir en empresas o negocios cuyo rubro o sector está en auge. O en aquellas que han tenido un considerable éxito sostenido en el último tiempo. En estos casos el Sistema 1 prevalece.

Sobre la dimensión evaluación de alternativas, nos respondieron que utilizan procedimientos financieros como análisis técnico y análisis fundamental para poder evaluar las alternativas y definir dónde ingresarán el dinero, y cuál es el momento apropiado para hacerlo. Les es importante conocer cuál es la rentabilidad y las características asociadas a cada inversión particular entendiendo los factores de riesgo. En contraste con las dimensiones anteriores, se observa una preponderancia del Sistema 2 de pensamiento, haciendo clara referencia a metodologías de la teoría normativa de finanzas, pudiendo clasificarse como comportamientos racionales.

Pasando a la siguiente categoría, la inversión, los sujetos de este cuadrante muestran una mayor presencia del Sistema 2 en lo que respecta a cálculos del rendimiento. Generalmente utilizan

a la tasa de inflación como referencia y buscan igualarla o superarla, por lo que realizan comparativas de tasas para evaluar que tan bien les ha ido a sus inversiones. Sin embargo, se presenció un marcado sesgo de aversión a la ambigüedad para la dimensión inversiones no convencionales:

*“No descarto la opción. Generalmente invierto mucho más en empresas tecnológicas porque las conozco y estoy en su mundo. Me es más fácil obtener información. Si quiero obtener información de los otros mercados me tendría que meter de lleno, lo cual me implicaría más tiempo y conocimientos.”*

En la dimensión concluir o mantener una inversión, dentro de la categoría final de operación, predominó el uso del Sistema 1, donde concluir una inversión se basa exclusivamente en ver si el rendimiento es coherente con el objetivo definido al inicio del proceso de inversión, sin ajustarlo adecuadamente en caso de análisis iniciales erróneos o importantes cambios en las condiciones iniciales del entorno.

### **5.1.3. Especialista en Inversiones - No Trabaja en Inversiones**

Para el caso de los profesionales que son especialistas en inversiones, pero no se dedican laboralmente a las inversiones, cuando gestionan su capital propio describieron este proceso haciendo referencia en primer lugar a comportamientos que se enmarcan en la etapa de idea, ajustándose a lo propuesto por Sapag Chain (2011). En segundo lugar, se observó una etapa de análisis y evaluación de opciones que se relaciona con la segunda etapa de preinversión descrita por el autor. Pero luego se describieron pasos que se superponen simultáneamente entre las etapas de preinversión, inversión y operación.

Es decir, podemos analizar que estos sujetos tienen un comportamiento muy similar a las etapas descritas por Sapag Chain (2011), y respetan en gran medida el orden lógico de pasos planteados por el autor. Pero no completamente, existiendo desviaciones o superposiciones en las últimas etapas del proceso. Por ende, inferimos que por su especialización en inversiones estos sujetos reconocen las etapas y las llevan a cabo al invertir su capital propio, pero no en una secuencia completamente acorde al autor.

Para comenzar con la categoría de idea, uno de los sujetos dentro de este cuadrante se caracterizó con un perfil inversor del tipo moderado/arriesgado, indicando su preferencia por arriesgar capital con tal de tener una mayor rentabilidad. El otro sujeto en cambio describió que sus deseos y expectativas dependen de los plazos del instrumento a utilizar. Para dicho sujeto en el corto plazo los objetivos se relacionan con movilidad y vivienda, y a largo plazo con el retiro, jubilación, casa propia e inmuebles. Los análisis que realizó, por lo tanto, dependen del plazo y objetivos.

Para este segundo sujeto su Sistema 2 prevalece a la hora de expresar sus deseos y expectativas, puesto que describe una metodología que implica un proceso de razonamiento

esforzado no automático, que presenta similitudes con el primer paso del proceso de inversión del autor Sapag Chain (2011). Sin embargo, podemos decir que el Sistema 1 también se presentó en las respuestas a través del sesgo marco de decisión, debido a que los deseos y expectativas de estos sujetos se ven primados por la personalidad y hábitos de estos.

Nuevamente, para analizar la dimensión de fuentes de información, en este caso hacemos una distinción entre ambos entrevistados, puesto que el análisis puede diferenciarse. Para el primer caso las fuentes descritas fueron programas de televisión como Bloomberg y redes sociales como Twitter. Para ambas fuentes el sujeto expresó comentarios que se pueden catalogar de Sistema 1, debido a adjetivos de carácter afectivo que utilizó para describir su relación con dichas fuentes de información: “(...) *me gusta mucho (...)*”, un ejemplo de sesgo afectivo.

El otro sujeto en cambio expresó seguir a economistas y compañías de finanzas que realizan análisis sobre empresas del mercado y estar al corriente de los calendarios de estados contables de dichas empresas. Otras fuentes que expresó consultar son diarios del ámbito financiero, páginas oficiales de agentes de liquidación y compensación, además de bibliografía relacionada a la formación académica en temas profesionales de finanzas y mercado de valores. Para este sujeto su Sistema 2 fue más visible. Podemos decir que el sujeto describió dedicar mucho tiempo y esfuerzo cognitivo en analizar información de múltiples fuentes antes de tomar una decisión.

Ambos sujetos del cuadrante bajo estudio, en lo que respecta a la categoría de preinversión, mostraron conocimiento de las diversas variables consideradas que se tienen en cuenta en finanzas, y explicaron poseer claras preferencias en cuanto a lo que generalmente analizan. Si bien el Sistema 2 es el que se presenta al examinar detenidamente variables, el Sistema 1 también se hizo presente en estas respuestas. Justificaron sus preferencias debido a los resultados y experiencias que han tenido en el pasado, para nuestro análisis enmarcamos dicho comentario como un reflejo del Sistema 1, a través de un sesgo de disponibilidad. Nos relataron su visión de cómo estas variables son tenidas en cuenta de acuerdo con el entorno u oportunidades que se presentan, mostrando predilección por contextos específicos para llevar adelante inversiones, un claro ejemplo de sesgo afectivo en conjunto con la heurística marco de decisión.

Al igual que otros perfiles, aseguran verse influidos por los comentarios de terceros:

*“(...) se podría decir que sí me influyen las noticias e informes que se publican, ya que, si un referente que es de fuente confiable realizara una recomendación sobre un instrumento, lo más probable es que invierta en ello.”*

Pero afirman siempre investigar y analizar la situación antes de arribar a una decisión. Los comentarios de su entorno a los que hacen referencia vienen de personas con un nivel de especialización más alto, que les ofrecen información ya procesada, permitiéndoles replantear

constantemente sus pensamientos. Podemos decir que el Sistema 2 se presenta para esta subdimensión y cuadrante.

A diferencia de sujetos anteriores, cuando se analizó la subdimensión determinación del riesgo, estos siguen la validación de instituciones especializadas como calificadoras de riesgo, para apoyar su toma de decisiones. Al aplicar un proceso que requiere esfuerzo cognitivo observable previo a la toma de decisiones, podemos afirmar que para esta subdimensión actúan principalmente en función de su Sistema 2:

*“(...) puedes ver las calificaciones de calificadoras de riesgo, ver cuáles son las promesas de pago de un país, cuál es su déficit fiscal y cuasi-fiscal y cuál es su balance comercial. Estas tres variables te permiten ver si un país puede o no puede pagar.”*

Los sujetos nos comentaron que el análisis que realizan y la evaluación de sus alternativas tiene mucho que ver con el plazo que ellos ponen como objetivo para mantener un capital determinado. Luego, si van a invertir a corto o largo plazo evalúan cosas diferentes, sabiendo que un escenario a largo plazo trae consigo una mayor incertidumbre o variabilidad que uno a corto. Nuevamente el Sistema 2 prevalece por sobre un Sistema 1, que apenas alcanza a percibirse a través de un marco de decisión relacionado a las normas y hábitos de los sujetos:

*“En el corto plazo, como sería inversiones en derivados, me baso en análisis técnico y noticias del momento. En el largo plazo tomo análisis fundamentales y de aspectos económicos como indicadores de acuerdo con publicaciones evaluando las empresas.”*

Respecto a la dimensión cálculo del rendimiento, dentro de la categoría de inversión, los sujetos realizan un amplio análisis, con uso de herramientas e indicadores. Tienen en cuenta cálculos de evaluación, como la TIR, cálculos de indexación, paridad técnica, precio histórico, usando instrumentos como planillas de cálculo en Excel o plataformas que tienen calculados indicadores por sectores. Se informan y analizan mucho más el mercado aplicando conocimientos en el análisis de sus inversiones. Aplican en esta dimensión mayormente el Sistema 2. Aun así, uno de los sujetos incurre en un sesgo de extrapolación de datos que explicamos en detalle más adelante en la unidad temática de sesgos cognitivos.

Un aspecto en común entre los entrevistados fue el hecho de que no realizan inversiones del tipo no convencionales, por el tiempo y conocimiento que demanda. Sesgos de disponibilidad, de representatividad, entre otros, son perceptibles en los razonamientos planteados por estos sujetos. Muestran una tendencia hacia el Sistema 1 de pensamiento para esta dimensión. Ejemplificamos también en una sección posterior.

Los especialistas que no trabajan determinan si deben concluir o mantener una inversión realizando un análisis técnico sobre resistencias y soportes. Lo que plantearon fue que, si se rompe

un soporte que no se había roto históricamente, es una señal importante para concluir con la inversión. Para esta dimensión, vemos marcada presencia del Sistema 2, realizando esfuerzos mentales apoyándose en la teoría normativa para analizar y tomar decisiones.

#### **5.1.4. Especialista en Inversiones - Trabaja en Inversiones**

Finalmente, tenemos el caso de los profesionales de Ciencias Económicas de Córdoba, especialistas en inversiones y que se dedican profesionalmente a la gestión de inversiones. Cuando administran su propio capital describieron su proceso de inicio a fin mencionando comportamientos que se enmarcan en las etapas del proceso de inversión descritas por Sapag Chain (2011), y respetando en gran medida su secuencia lógica: idea, preinversión, inversión y operación:

*“Mi proceso de toma de decisiones de inversión inicia con el análisis de las empresas lo realizo en forma semanal, voy revisando dentro de las que yo considero que tendrán un mejor comportamiento. Me enfoco en esas empresas, no siempre en base a una fórmula estricta, las analizo con mayor detalle, más allá del análisis general de todas para ver si alguna se encuentra un tanto alejada de lo que debería ser la evaluación correcta. Una vez hecho este análisis del tipo fundamental, cuando sé el coeficiente, busco el momento adecuado para tomar la decisión de inversión o de desinvertir en ese activo.”*

Para el cuarto cuadrante, dentro de la categoría de idea pudimos identificar que los sujetos destacaron el riesgo como variable determinante en la dimensión de deseos y expectativas de invertir. El objetivo siempre es obtener una rentabilidad asumiendo riesgos controlados, o que intentan estar controlados. El deseo al invertir es buscar maximizar el retorno, dependiendo del tipo de inversión que escojan. A largo plazo la expectativa es que el instrumento en el que se invierta sea confiable. Al ser el cuadrante más capacitado en el manejo de inversiones, por capacitación formal y experiencia laboral, se observó una clara relación entre marcos teóricos de finanzas y lo expresado por los sujetos. Estos procesos, como el de Sapag Chain (2011), los enmarcamos dentro del Sistema 2 ya que requieren concentración y esfuerzo mental para llevarse a cabo.

Sin embargo, también pudimos observar al Sistema 1 dentro de este cuadrante. Se podría argumentar, como venimos haciendo para los demás cuadrantes, la presencia del sesgo marco de decisión puesto que es un sesgo de definición amplia que puede identificarse en muchas situaciones. Pero para el caso de este cuadrante, cuando hablamos de marco de decisión es simplemente un reflejo de las preferencias filosóficas que tienen los sujetos en cuanto a una corriente profesional de inversión u otra, pudiendo dar primacía a un enfoque y dejando otros de lado, pero no incurriendo en otro tipo de heurísticas de manera generalizada.

En cuanto a fuentes de información estos sujetos dijeron preferir fuentes de mercados oficiales, como por ejemplo las páginas web de Byma, Bolsarinfo y Matba Rofex. Adicionalmente

recurren a foros que brindan información complementaria que pueda ser de utilidad. También comentaron utilizar plataformas ampliamente difundidas como Bloomberg, Yahoo Finance, y analizar researches de otros agentes de bolsa. Aclararon tener en cuenta todo lo que esté al alcance y sea relevante, previo a construir una opinión o criterio propio. Por esto es que distinguimos en esta dimensión al Sistema 2 como modelo mental preponderante frente al Sistema 1 para este cuadrante.

Al igual que el grupo anterior, los especialistas que trabajan en inversiones conocen con claridad las variables que podrían afectar el desempeño de una inversión y sus decisiones, y las analizan en base a sus objetivos:

*“Yo generalmente para filtrar opciones hago top down, yendo de lo general a lo particular, (...) analizo cómo está el mundo, las tendencias, veo la situación de los países, los mercados, y a partir de ello defino los instrumentos con los que voy a trabajar.”*

De la misma forma que los sujetos anteriores, escuchan habitualmente lo que otros colegas tienen para decir y luego analizan. Prestan especial atención a los fundamentos que les brindan en la recomendación que les están dando, escuchando las opiniones de los demás, dejando de lado aquellas que, según su razonamiento, carecen de las condiciones necesarias para considerar que podría tener sentido seguir esa idea. Nos aseguraron ser poco influenciables, usando sus conocimientos y las herramientas a su alcance para elegir entre las diferentes opciones en base a lo que ellos mismos creen correcto.

Los especialistas que trabajan en inversiones conocen plenamente los factores que hacen al riesgo y poseen un marco de decisión bien definido sobre el cuál toman sus decisiones. Nos aseguran que el análisis del riesgo es algo más bien personal, con opiniones muy diversas entre especialistas, presentando un considerable nivel de subjetividad en cuanto a la percepción de este.

Al igual que el grupo anterior, en lo que respecta a la dimensión evaluación de alternativas, consideran que el plazo es una variable muy relevante, ya que lo que se debe considerar para tomar decisiones varía si estamos hablando de corto o largo plazo y los objetivos que se tengan para el capital. En esta instancia, nos mostraron procesos con reglas definidas que utilizan para hacer el análisis y evaluar las opciones, valiéndose de, por ejemplo, indicadores para entender la situación actual de la empresa y sus proyecciones a futuro, las acciones del gobierno relacionadas a cuestiones de política monetaria, las figuras visualizadas a la hora de realizar análisis técnico, entre otras. Como se puede observar, hay una marcada presencia del Sistema 2 en la categoría de preinversión para el cuadrante en cuestión.

En el análisis de la siguiente categoría de inversión, se obtuvo que emplean cálculos de rendimiento basados en la teoría, para obtener el resultado de las inversiones que realizan. Métodos como el rendimiento anual geométrico, o evaluaciones de la TIR, contrastándola o comparando con

la tasa de inflación, procurando que esté siempre por encima. Se realizan análisis semanales del comportamiento que van tomando las inversiones realizadas, claros comportamientos que se enmarcan en el Sistema 2 propuesto por Kahneman (2011).

Existe un conocimiento un poco más amplio en lo atinente a inversiones no convencionales:

*“El mercado en nuestro país es muy limitado en ese aspecto. (...) Al carecer de liquidez suficiente uno no tiene la garantía de poder salir en el momento adecuado, por lo cual, no porque uno no tenga interés en tener estos tipos de activos en la cartera porque son atractivos, son lo más recomendable en un momento de crisis, pero es la falta de un mercado suficientemente líquido en nuestro país para poder realizarlo.”*

Además, se presenta una inclinación favorable hacia la inversión en ladrillos por los rendimientos evidenciados o en el rubro inmobiliario. En lo atinente a los cripto activos, expresan:

*“considero personalmente que todavía no tienen un historial suficiente para poder analizarlos correctamente, (...) no tienen un valor fundamental. Dependen de las expectativas que se generen sobre la evolución de su precio en todas las inversiones, por lo cual son extremadamente volátiles y manipulables su precio. Por ahora soy un observador de su comportamiento.”*

Tienen información y evidencias de este tipo de inversiones y es por ello que optan por no llevarlas a cabo. No se dejan llevar por el desconocimiento, investigan y es por ello que deciden no efectuarlas. Una vez más, el Sistema 2 se ve reflejado en este cuadrante para la dimensión bajo estudio.

Para los especialistas que trabajan hubo coincidencias, cuando se indagó sobre la dimensión concluir o mantener una inversión, en la utilización de métodos teóricos para seguir la tendencia de las variables que consideran que mueven sus inversiones y la realización de análisis fundamental para entender el entorno y lo que puede afectar el rendimiento del instrumento con el que operan. Mencionan que puede haber dos motivos para concluir una inversión o mantenerla. Una es que el estudio posterior que se haga de la inversión resulte en que no decidieron en forma adecuada, tal vez porque interpretaron mal la situación y por ello la inversión no da el resultado esperado, en esos casos fijan un valor de pérdida máxima admitida en la que deciden desarmar la inversión. De lo contrario en el caso de un resultado positivo de la inversión dejan correr hasta que determinados parámetros del análisis técnico ayudan a definir que el precio estaría saturado en la dirección del movimiento. Por lo que concluyen que el concluir con una inversión no depende del rendimiento en sí, sino de las tendencias. Como se expone, la categoría de operación para este cuadrante implica una gran cantidad de actividades de análisis para finalmente tomar una decisión, por lo que también el Sistema 2 predomina en el comportamiento de los sujetos.

## 5.2. Sesgos cognitivos

Para profundizar en el análisis de las heurísticas, el desarrollo de esta unidad temática sesgos cognitivos se realizó siguiendo los expuestos por O`Conor (2017). Identificamos la presencia o no de los mismos dentro del proceso de toma de decisiones de inversión como mencionamos brevemente en secciones anteriores. Para posteriormente realizar un análisis e interpretación de la información recolectada mediante matrices de coeficiente de co-ocurrencia, entre los sesgos y las dimensiones del proceso planteadas en la Tabla 1, para cada uno de los cuadrantes de estudio. Estas matrices lo que nos brindan es un coeficiente que representa la frecuencia con la cual un sesgo aparece dentro de una dimensión del proceso de inversión. A modo de ejemplo, si el coeficiente es 1 indica que, de las respuestas obtenidas sobre cierta dimensión, en todas se presentó un determinado sesgo; en cambio si el coeficiente es 0, lo que quiere decir es que no se presentó en la dimensión ningún sesgo para ningún entrevistado del cuadrante. Por lo que mientras más cerca del 1 se encuentre el coeficiente, implica que hubo una mayor presencia de un sesgo determinado. La interpretación será a la inversa para el caso de coeficientes cercanos a 0. Otra aclaración es que, de no haberse presentado un sesgo en el cuadrante bajo estudio, el mismo no aparecerá como fila dentro de dicha matriz, ya que implicaría una fila con total 0 como coeficiente de co-ocurrencia.

A continuación, se desarrollan los principales sesgos identificados en cada uno de los cuadrantes bajo estudio, citando en algunos casos segmentos de las entrevistas para ejemplificar dicha presencia. Al final se expone un análisis global de todos los cuadrantes.

### 5.2.1. No Especialista en Inversiones - No Trabaja en Inversiones

Los sesgos que predominaron en el cuadrante NE-NT fueron: aversión a la ambigüedad, contabilidad mental, marco de decisión, y sesgo afectivo. Las dimensiones con más sesgos en el cuadrante fueron la de inversiones no convencionales y variables consideradas. Las dimensiones con menos sesgos en el cuadrante fueron la de determinación del riesgo y fuentes de información.

Cuando a los sujetos se les preguntó acerca de la dimensión inversiones no convencionales, desconocieron el tema y no mostraron intenciones de interiorizarse en él. Se manejan en un escenario de total incertidumbre, que hace que se vuelvan reacios a considerar ese tipo de activos como una alternativa válida, aun cuando podría en realidad ser atractiva. El sesgo de aversión a la ambigüedad lo podemos ejemplificar con el siguiente fragmento de una de las entrevistas:

*“Me parece que hay que tener un perfil determinado para poder dedicarse a ello. No sé qué haría con este tipo de activos si no los vendiera y entiendo que hacerlo podría requerir un esfuerzo extra.”*

Si bien uno de los sujetos nos comenta el procedimiento que sigue para realizar sus inversiones, lo hace basándose principalmente en procesos cognitivos propios, sin seguir reglas ni

normas definidas sino más bien tomando decisiones en base a las operaciones mentales que su cerebro realiza para procesar la información, presentándose el sesgo de contabilidad mental. A modo de ejemplo:

*“No tengo una estructura definida o metodología para invertir, si no que suelo hacer las cosas impulsivamente. Cuando tengo un sobrante de mi sueldo, de acuerdo con el monto elijo si lo voy a invertir o si lo voy a ahorrar, buscando que no pierda su valor.”*

Uno de los sujetos, por características personales y dentro de la etapa de preinversión, presenta cierta aversión a realizar inversiones a muy largo plazo, por lo que esta situación hace que se vea envuelto en un marco de decisión, el cuál hará que descarte alternativas que podrían ser válidas de manera automática. Lo podemos ver en el siguiente fragmento:

*“Personalmente no hago inversiones a muy largo plazo, por lo que son las primeras opciones que descarto.”*

Las inversiones que requieren un aporte de capital elevado en relación con el patrimonio o a los ingresos del sujeto, generan en él un efecto negativo inmediato que evita que pueda realizar siquiera un análisis cognitivo, haciendo que pueda perderse oportunidades significativas. Por lo que en el siguiente ejemplo se ve claramente la presencia del sesgo afectivo:

*“Opero en una plataforma que me envía información regularmente, pero me dan más miedo las inversiones que requieren un capital elevado, por lo que trato de invertir en las más chicas.”*

A continuación, se presenta la matriz de coeficientes de co-ocurrencia que resume los sesgos cognitivos identificados dentro del proceso de toma de decisiones de inversión de nuestro sujeto de estudio, ubicado en el cuadrante NE-NT.

Tabla 2. Matriz de coeficientes de co-ocurrencia NE-NT. Proceso de inversión y Sesgos cognitivos.

	Cálculo del rendimiento	Comentarios de colegas	Concluir o mantener inversión	Deseos/expectativas de invertir	Determinación del riesgo	Evaluación de alternativas	Fuentes de información	Inversiones no convencionales	Variables consideradas	TOTALES:
Anclaje y ajuste	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aversión a la ambigüedad	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1
Aversión a la pérdida	0	0,17	0	0,17	0	0,14	0	0,17	0,13	0,77
Comportamiento de manada	0,2	0,2	0	0	0	0	0	0	0,33	0,73
Contabilidad mental	0,25	0	0	0	0	0,5	0	0	0,17	0,92
Disponibilidad	0	0,13	0,25	0	0	0	0	0	0,38	0,75
Exceso de confianza	0	0	0	0	0	0,25	0	0	0	0,25
Extrapolación de datos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Marco de decisión	0,07	0	0,21	0,14	0	0,13	0,07	0,07	0,2	0,89

	Cálculo del rendimiento	Comentarios de colegas	Concluir o mantener inversión	Deseos/expectativas de invertir	Determinación del riesgo	Evaluación de alternativas	Fuentes de información	Inversiones no convencionales	Variables consideradas	TOTALES:
Representatividad	0	0	0,2	0	0	0	0	0,25	0,17	0,62
Sesgo afectivo	0	0,13	0	0,13	0,14	0	0,13	0,13	0,22	0,87
Sesgo confirmatorio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Elaboración propia en base a tabla de co-ocurrencias “Atlas.ti”.

### 5.2.2. No Especialista en Inversiones - Trabaja en Inversiones

Los sesgos que predominaron en el cuadrante NE-T fueron: anclaje y ajuste, marco de decisión, sesgo afectivo, y aversión a la ambigüedad. El sesgo que no se identificó en dicho cuadrante fue el de extrapolación de datos. Las dimensiones con más sesgos en el cuadrante fueron las de comentarios de colegas y concluir o mantener inversión. Las dimensiones con menos sesgos en el cuadrante fueron las de fuentes de información y variables consideradas.

Como se expone en el siguiente ejemplo, uno de los sujetos se mantiene arraigado a la primera decisión que tomó, evitando que pueda realizar los ajustes necesarios para encauzar su proceso de inversión en caso de que las circunstancias a futuro no se den tal cuál lo había proyectado inicialmente, presentando un sesgo de anclaje y ajuste:

*“Casi siempre rescato las inversiones en el momento que me coloqué como objetivo al inicio. Algunas veces me ha pasado que no crecían como esperaba, por lo que las mantenía más tiempo.”*

Dentro de la dimensión fuentes de información, uno de los sujetos se muestra muy interesado por un rubro en particular que está ligado a sus intereses personales, y tiende a informarse mucho más sobre él que sobre los demás, lo que encuadra luego con las alternativas que analiza antes de tomar una decisión, dejando posiblemente afuera inversiones interesantes en otros rubros u otros tipos de activos. Demostrando la presencia del sesgo marco de decisión:

*“También, como me dedico a la tecnología, sigo mucho a influencers de la parte de la tecnología, que van pasando información sobre el rubro y las cosas que a mí me interesan, es decir, las novedades en inteligencia artificial y materias relacionadas. (...) La última vez estuve viendo todas las empresas de inteligencia artificial: cuál era la situación de cada una de ellas y después me decidí por una o dos.”*

En este caso, vemos como las cuestiones afectivas dominan la experiencia del sujeto, generando estímulos positivos que guían su juicio, al recibir información de parte de especialistas que a la vez fueron sus compañeros de trabajo en el pasado. Tomamos de ejemplo un segmento de la entrevista dentro de la dimensión fuentes de información:

*“Anteriormente trabajé en Invertir Online y ahí aprendí mucho de mis compañeros, que eran una de mis principales fuentes de conocimiento. Aún sigo el podcast que realizan ellos, que en mi*

*opinión está muy bueno, te va dando información interesante.”*

Cuando se indagó sobre las variables a considerar para invertir, uno de los sujetos asegura no poseer la suficiente experiencia y conocimiento en instrumentos de renta fija, lo cual establece un marco de mayor incertidumbre respecto a estos a la hora de tomar una decisión, haciendo que suela decantarse por los instrumentos que conoce y en los que suele invertir a menudo. La aversión a la ambigüedad la ejemplificamos como sigue:

*“Generalmente invierto en instrumentos de renta variable, aún no he utilizado ningún instrumento de renta fija, por lo que hay muchos instrumentos con los que aún no tengo experiencia.”*

A continuación, se presenta la matriz de coeficientes de co-ocurrencia que resume los sesgos cognitivos identificados dentro del proceso de toma de decisiones de inversión de nuestro sujeto de estudio, ubicado en el cuadrante NE-T.

Tabla 3. *Matriz de coeficientes de co-ocurrencia NE-T. Proceso de inversión y Sesgos cognitivos.*

	Cálculo del rendimiento	Comentarios de colegas	Concluir o mantener inversión	Deseos/expectativas de invertir	Determinación del riesgo	Evaluación de alternativas	Fuentes de información	Inversiones no convencionales	Variables consideradas	TOTALES:
Anclaje y ajuste	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1
Aversión a la ambigüedad	0,25	0	0	0	0	0	0	0,25	0,25	0,75
Aversión a la pérdida	0	0	0	0,17	0	0,14	0	0	0,25	0,56
Comportamiento de manada	0	0	0	0,25	0	0,2	0	0	0	0,45
Contabilidad mental	0	0	0	0	0	0,2	0	0	0	0,2
Disponibilidad	0	0	0	0	0,33	0	0	0,33	0	0,67
Exceso de confianza	0	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0,5
Marco de decisión	0	0	0	0,11	0,14	0,22	0,14	0,14	0,14	0,9
Representatividad	0,33	0	0	0	0,33	0	0	0	0	0,67
Sesgo afectivo	0,4	0	0	0,29	0	0	0,17	0	0	0,85
Sesgo confirmatorio	0	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0,5

Elaboración propia en base a tabla de co-ocurrencias “Atlas.ti”.

### 5.2.3. *Especialista en Inversiones - No Trabaja en Inversiones*

Los sesgos que predominaron en el cuadrante E-NT fueron: marco de decisión, disponibilidad, representatividad, y extrapolación de datos. Los sesgos que no se identificaron en este cuadrante fueron los de aversión a la pérdida y exceso de confianza. La dimensión y subdimensión con más sesgos en el cuadrante fueron las de inversiones no convencionales y comentarios de colegas. Las dimensiones con menos sesgos en el cuadrante fueron las de cálculo del rendimiento y fuentes de información.

Las características de los activos en los que invierte uno de los sujetos y la identificación con inversores de características parecidas a la suya, hacen que éste muestre preferencia a utilizar medios en los que pueda encontrar noticias o sugerencias de relevancia en tiempo real, dejando de lado aquellos medios que le entregan la información con cierto retraso. El sesgo de marco de decisión se detectó en varias oportunidades, pero lo vemos con mayor claridad con el siguiente ejemplo dentro de la dimensión fuentes de información:

*“La fuente que más utilizo es Twitter, ya que allí encuentro una comunidad de inversores jóvenes, de la que obtengo información al instante, teniendo en cuenta que a veces no sirve obtener datos varias horas o incluso minutos después.”*

Al preguntar sobre inversiones no convencionales, uno de los sujetos piensa en criptomonedas, y se activan automáticamente en su mente aquellos ejemplos o situaciones relacionadas al mercado de capitales que, por su amplia experiencia en éste, le están mucho más presentes evidenciando un sesgo de disponibilidad. El comportamiento atípico que estos activos presentan respecto a lo que él esperaría, hace que tienda a desconfiar sin antes realizar un análisis adecuado. Luego, tras realizar un análisis de la situación en base a sus pensamientos y experiencias, el sujeto hace una generalización con pocos fundamentos, asegurando que el resto de las personas que, al igual que él, invierten en el mercado de capitales, no tenderían a realizar inversiones en criptomonedas, quedando claro un sesgo de representatividad. Ambos sesgos se presentaron en combinación en el siguiente fragmento:

*“Yo estoy hace años en el mercado de capitales, y si ves cómo se mueven los activos reales y ves cómo se mueven las criptomonedas, te das cuenta de que algo anda mal. Entonces, es muy raro que una persona del mercado de capitales se vaya a las cripto.”*

Al sesgo de representatividad lo advertimos en un momento en el que uno de los sujetos asocia el hecho de que un inversor se apoye estrictamente en la teoría sin una buena gestión de emociones, para asegurar que tendrán un mal desempeño, cuando no necesariamente exista una correlación entre estas variables, o al menos no la ha comprobado:

*“Generalmente, quienes operan estrictamente con la teoría y no saben manejar sus emociones están fuera del mercado al año.”*

Respecto a la dimensión cálculo del rendimiento uno de los sujetos apoya sus decisiones a futuro tomando en consideración los sectores que están en auge en el presente o en el pasado cercano, haciendo una generalización y suponiendo que va a continuar el comportamiento, cayendo en un sesgo de extrapolación de datos:

*“Actualmente están en auge las tecnológicas, luego las industriales, y los commodities. A nivel de sectores vas viendo cual está más beneficiado.”*

A continuación, se presenta la matriz de coeficientes de co-ocurrencia que resume los sesgos cognitivos identificados dentro del proceso de toma de decisiones de inversión de nuestro sujeto de estudio, ubicado en el cuadrante E-NT.

Tabla 4. *Matriz de coeficientes de co-ocurrencia E-NT. Proceso de inversión y Sesgos cognitivos.*

	Cálculo del rendimiento	Comentarios de colegas	Concluir o mantener inversión	Deseos/expectativas de invertir	Determinación del riesgo	Evaluación de alternativas	Fuentes de información	Inversiones no convencionales	Variables consideradas	TOTALES:
Anclaje y ajuste	0	0	0,33	0	0	0	0	0	0	0,33
Aversión a la ambigüedad	0	0	0	0	0	0	0	0,5	0	0,5
Comportamiento de manada	0	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0,5
Contabilidad mental	0	0	0	0	0	0,33	0	0	0	0,33
Disponibilidad	0	0	0	0	0,2	0	0,17	0,25	0,2	0,82
Exceso de confianza	0	0	0,33	0	0	0	0	0	0	0,33
Extrapolación de datos	0,33	0	0	0,2	0	0	0	0	0	0,53
Marco de decisión	0,08	0,08	0,07	0	0,17	0,25	0,07	0,08	0,08	0,87
Representatividad	0	0	0,17	0,14	0,2	0	0	0,25	0	0,76
Sesgo afectivo	0	0	0	0,14	0	0	0,17	0	0,2	0,51
Sesgo confirmatorio	0	0,33	0	0,2	0	0	0	0	0	0,53

Elaboración propia en base a tabla de co-ocurrencias “Atlas.ti”.

#### 5.2.4. *Especialista en Inversiones - Trabaja en Inversiones*

Los sesgos que predominaron en el cuadrante E-T fueron: marco de decisión, disponibilidad, sesgo afectivo, y anclaje y ajuste. Los sesgos que no se identificaron en este cuadrante fueron los de comportamiento de manada y contabilidad mental. La subdimensión y dimensión con más sesgos en el cuadrante fueron las de comentarios de colegas e inversiones no convencionales. La dimensión de cálculo del rendimiento no presentó ningún sesgo, reflejando la aplicación de modelos teóricos. Luego los sesgos que se presentan en menor medida fueron en las dimensiones de fuentes de información y deseos/expectativas de invertir.

Cuando se estudió a los especialistas que trabajan en inversiones, se evidenció un amplio conocimiento de todas las herramientas disponibles, y la marcada preferencia que tienen hacia algunas en particular, siendo éstas las que encuadran el marco sobre el que realizan el análisis y toman sus decisiones de inversión. Dejando de lado herramientas alternativas de análisis. Para citar un ejemplo en donde se encuentra el sesgo de marco de decisión tenemos el siguiente:

*“Además de eso, utilizo herramientas estadísticas que son la base del análisis técnico y que ayudan a definir el momento adecuado para invertir o desinvertir.”*

Al adentrarnos en la dimensión de inversiones no convencionales, por su trabajo relacionado al rubro inmobiliario, uno de los sujetos tiene mucho más presente eventos con rendimientos positivos en este tema, y suele preferir este tipo de activos frente a otros. Analizando su respuesta, advertimos la presencia del sesgo de disponibilidad, combinado con el de sesgo afectivo por su marcada preferencia por el rubro inmobiliario, que le generan un estímulo positivo por el mismo. Este análisis se hizo bajo el siguiente ejemplo:

*“Dentro de inversiones no convencionales tengo a los ladrillos, me trajo los rendimientos esperados. Además, me dedico al rubro inmobiliario por lo que conozco del tema.”*

Por otro lado, dentro de la dimensión concluir o mantener inversión, uno de los sujetos nos comentó que define el valor máximo de pérdida antes de colocar su inversión, y rescata los fondos cuando el activo cumple esta condición, sin analizar si las situaciones del entorno pudieron haber cambiado respecto al inicio, y el hecho de que se genere una pérdida de corto plazo puede ser irrelevante si mantener la inversión traerá flujos positivos mayores a futuro. Por lo que se hizo presente el sesgo de anclaje y ajuste de la siguiente manera:

*“Uno fija un valor de pérdida máxima admitida en la que uno decide desarmar la inversión.”*

Sin embargo, el análisis y detección de sesgos para este último cuadrante fue menos evidente. La interpretación que hicimos de los mismos es claramente pasible de contraargumentar y no aseguramos estar plenamente en lo correcto. En este cuadrante prevaleció el Sistema 2 de pensamiento frente al Sistema 1 y las heurísticas.

A continuación, se presenta la matriz de coeficientes de co-ocurrencia que resume los sesgos cognitivos identificados dentro del proceso de toma de decisiones de inversión de nuestro sujeto de estudio, ubicado en el cuadrante E-T.

Tabla 5. Matriz de coeficientes de co-ocurrencia E-T. Proceso de inversión y Sesgos cognitivos.

	Cálculo del rendimiento	Comentarios de colegas	Concluir o mantener inversión	Deseos/expectativas de invertir	Determinación del riesgo	Evaluación de alternativas	Fuentes de información	Inversiones no convencionales	Variables consideradas	TOTALES:
Anclaje y ajuste	0	0	0,67	0	0	0	0	0	0	0,67
Aversión a la ambigüedad	0	0,25	0	0	0	0	0	0	0,17	0,42
Aversión a la pérdida	0	0	0	0	0	0	0	0,25	0,17	0,42
Disponibilidad	0	0,13	0	0	0,13	0,11	0	0,29	0,22	0,87
Exceso de confianza	0	0,33	0	0	0	0	0	0	0	0,33
Extrapolación de datos	0	0	0,25	0	0	0,2	0	0	0	0,45
Marco de decisión	0	0,07	0,14	0,21	0,14	0,13	0,14	0	0,13	0,97
Representatividad	0	0	0	0	0	0	0	0,33	0	0,33

	Cálculo del rendimiento	Comentarios de colegas	Concluir o mantener inversión	Deseos/expectativas de invertir	Determinación del riesgo	Evaluación de alternativas	Fuentes de información	Inversiones no convencionales	Variables consideradas	TOTALES:
Sesgo afectivo	0	0,5	0	0	0	0	0	0,2	0	0,7
Sesgo confirmatorio	0	0,33	0	0	0	0	0	0	0	0,33

Elaboración propia en base a tabla de co-ocurrencias “Atlas.ti”.

Para finalizar, presentamos la siguiente tabla en donde realizamos una comparación que sintetiza los principales hallazgos dentro de cada cuadrante bajo estudio referidos a los sesgos cognitivos:

Tabla 6. *Sesgos cognitivos*.

	NE - NT	NE - T	E - NT	E - T
Sesgos predominantes	Aversión a la ambigüedad; Contabilidad mental; Marco de decisión; Sesgo afectivo	Anclaje y ajuste; Marco de decisión; Sesgo afectivo; Aversión a la ambigüedad	Marco de decisión; Disponibilidad; Representatividad; Extrapolación de datos	Marco de decisión; Disponibilidad; Sesgo afectivo; Anclaje y ajuste
Sesgos no identificados		Extrapolación de datos	Aversión a la pérdida; Exceso de confianza	Comportamiento de manada; Contabilidad mental
Dimensiones/subdimensiones con más sesgos	Inversiones no convencionales; Variables consideradas	Comentarios de colegas; Concluir o mantener inversión	Comentarios de colegas; Inversiones no convencionales	Comentarios de colegas; Inversiones no convencionales
Dimensiones sin sesgos				Cálculo del rendimiento
Dimensiones con menos sesgos	Determinación del riesgo; Fuentes de información	Fuentes de información; Variables consideradas	Cálculo del rendimiento; Fuentes de información	Fuentes de información; Deseos/expectativas de invertir

Elaboración propia.

## 6. Implicaciones, limitaciones y conclusiones

### 6.1. Implicaciones

Las teorías relacionadas a las finanzas conductuales han tenido grandes avances en los últimos años, no obstante, la construcción del conocimiento es un largo proceso y para esta temática se encuentra lejos de agotarse. Esperamos que la investigación realizada pueda ser de utilidad para diversos actores, entendiendo que las motivaciones de las personas no son siempre las mismas para todos, y las emociones y sesgos a la hora de tomar decisiones de inversión son una característica intrínseca de los sujetos, en mayor o menor proporción. Su correcta comprensión y gestión puede ayudar a generar mejores experiencias de inversión para diversas partes.

Por un lado, nuestro TFL puede ser aprovechado por entidades financieras, para el análisis y

la segmentación del perfil de inversor de sus clientes, el cual define la relación que existe entre los riesgos que el inversor está dispuesto a asumir y los rendimientos que espera obtener. Contemplar estos sesgos conductuales les permitiría delimitar los instrumentos con los cuales los inversores estarían dispuestos o no a operar, para así ofrecerles opciones atractivas de manera personalizada, generando un mejor servicio.

Dado que conociendo más acerca de las teorías de las finanzas conductuales se pueden aplicar técnicas para gestionar sesgos y emociones de una mejor manera, el TFL también puede ser útil para universidades y demás instituciones educativas, en el diseño de cursos y programas para inversores, en los cuales se los eduque para evitar que tengan pérdidas muy grandes o se priven de obtener importantes ganancias a raíz de miedos infundados o algunos comportamientos y/o sesgos descritos con anterioridad.

Por último, y siguiendo lo comentado en el primer párrafo, las nuevas investigaciones alimentan las discusiones y promueven la construcción del conocimiento, por lo que esperamos que nuestro trabajo también sirva como base para que otros investigadores profundicen en las teorías de las finanzas conductuales, los sesgos de los individuos, y sigan definiendo el camino a seguir para mejorar las decisiones de inversión.

## **6.2. Limitaciones**

Una limitación de nuestro trabajo radica en el hecho que, dado que se ha tomado una muestra particular entre todas las opciones posibles, las conclusiones a las que arribamos pueden no ser totalmente representativas de nuestra población objetivo, lo que dificulta la posibilidad de realizar generalizaciones extrapolables a todos los casos. Además, incluso si así fuese, por cuestiones de tiempo y recursos, la población que escogimos no contempla a cualquier inversor, sino a los profesionales de Ciencias Económicas de Córdoba, lo que implica que lo enunciado a lo largo del trabajo no sea aplicable en su totalidad para otro inversor en un contexto diferente.

Otro aspecto son las propias desventajas de la metodología de recolección de información primaria que utilizamos, la entrevista semiestructurada. La misma presenta desventajas como son el riesgo de sesgo personal de los entrevistadores, respuestas rápidas de los entrevistados y sesgos de estos sujetos. En nuestro caso podemos observar también que los participantes pudieron sentirse presionados para proporcionar respuestas socialmente aceptables y esto puede limitar la honestidad y la franqueza en las respuestas.

Por otra parte, uno de los temas a analizar mediante las preguntas que realizamos eran los sesgos cognitivos de los sujetos entrevistados propiamente dichos. La metodología de identificación de sesgos fue realizada guiándonos por las definiciones teóricas que plasmamos en el marco conceptual y discutiendo entre nosotros para determinar la presencia o no de determinado sesgo en

las respuestas de los sujetos. Esto, presenta una limitante de subjetividad muy grande puesto que nuestros propios sesgos al momento de realizar las preguntas, contra preguntas y analizar las respuestas, pueden haber influido en el análisis y conclusiones obtenidas.

### **6.3. Conclusiones**

A lo largo de nuestro trabajo, hemos evidenciado que el profesional de Ciencias Económicas de Córdoba tiende a presentar una combinación de aspectos, aplicando un razonamiento lógico en algunas partes del proceso, mientras que deja ver otras partes en las que sus decisiones están influenciadas por la aparición de emociones no controladas o sesgos cognitivos propios. A continuación, se exponen las conclusiones arribadas en base al análisis realizado, y que nos ayudaron a cumplir con los objetivos propuestos para este trabajo.

Nuevamente las conclusiones se exponen por cuadrantes de estudio, en los cuales describimos el comportamiento del profesional de Ciencias Económicas de Córdoba en el proceso decisorio de inversión. Se mencionan las similitudes y diferencias en lo referente a las etapas del proceso de inversión propuestas por Sapag Chain (2011). Por otro lado, se encuadra el comportamiento de los sujetos dentro del Sistema 1 y 2 según corresponda, siguiendo a Kahneman (2011). Finalmente, se clasifica a los inversores según la tipología propuesta por Statman (2014) en inversores racionales, normales informados y/o normales ignorantes.

Si bien es similar, el proceso de inversión del cuadrante NE-NT no se alinea a la perfección con el modelo teórico planteado por Sapag Chain (2011). Los sujetos mostraron múltiples sesgos cognitivos, predominando el Sistema 1 en la mayoría de las etapas del proceso, por lo que se clasifica a los sujetos entrevistados como inversores normales informados. Se observa una marcada lejanía con aquellos temas o instrumentos que resultan desconocidos, dejando ver una clara aversión a la ambigüedad. A su vez, actúan de manera automática e intuitiva a lo largo de todo el proceso decisorio de inversión, no aplicando análisis ni teorías normativas para la determinación del riesgo o el cálculo de rendimientos, sino más bien siguiendo procesos propios que no poseen reglas definidas, cayendo en el sesgo de contabilidad mental. En menor medida, pero no siendo en absoluto despreciables, vimos la tendencia de los sujetos a contar con sesgos de marcos de decisión, sesgo afectivo, aversión a la pérdida, disponibilidad y comportamiento de manada.

Por su experiencia profesional, los sujetos del cuadrante NE-T conocen en detalle las diferentes etapas del proceso decisorio de inversión enunciadas por Sapag Chain y éstas se dejan ver en la práctica, aunque no en el orden planteado por él. El comportamiento de los sujetos es descrito a través de una combinación de los Sistemas 1 y 2 propuestos por Kahneman (2011), predominando el 1 en mayor medida. Sin llegar a predominar, el Sistema 2 se hace presente en lo referente a la variedad de fuentes de información consultadas y los métodos utilizados para el cálculo de

rendimiento. Por otro lado, los sujetos aún evidencian varios sesgos cognitivos, entre los que vemos el de anclaje y ajuste, dadas las dificultades que poseen para hacer las correcciones necesarias ante un escenario diferente al que preveían de inicio, y sus decisiones se ven influenciadas por sus características personales, preferencias, hábitos, o cuestiones afectivas, cayendo en sesgos de marcos de decisión o sesgos afectivos, que no les permiten tomar decisiones plenamente racionales. Al igual que en el anterior, pero en menor medida, en este cuadrante los sujetos cuentan con aversión a la ambigüedad, evitando aquello que les supone mayor incertidumbre. Los profesionales de este cuadrante también se clasifican como inversores normales informados.

El proceso de inversión del cuadrante E-NT sigue en mayor medida el propuesto por Sapag Chain (2011), aunque en las últimas etapas del mismo se presenta una superposición en las actividades que realizan los sujetos, no permitiendo que las etapas puedan ser delimitadas tal cual lo define el autor. En este caso, también se dio una combinación de comportamientos de los Sistemas 1 y 2, pero para este cuadrante el que tuvo mayor presencia fue el Sistema 2. Los sujetos muestran un conocimiento mucho más profundo que los de los cuadrantes anteriores, y se percibe el interés por continuar ampliándolo, lo que les permite hacer un análisis más completo de las diferentes alternativas. A pesar de esto, sus decisiones también se ven influenciadas por la forma en la que el problema es formulado y sus características personales, cayendo principalmente en sesgos de marcos de decisión. También, tienden a apoyarse mucho más en aquellos conceptos o ideas con las que interactúan más repetitivamente y están más presentes en sus cabezas, mostrando así sesgos de disponibilidad. Aun así, a diferencia de los dos anteriores, podríamos decir que los profesionales de este cuadrante se encuentran en un punto intermedio entre inversores normales informados e inversores racionales, dentro de la clasificación de tipo de inversores de Statman (2014).

Por último, el proceso de inversión del cuadrante E-T fue el que siguió tal cual el proceso de inversión de Sapag Chain (2011). Dado su nivel de experiencia en el rubro de las inversiones en el ámbito académico y laboral, conocen y desarrollan la metodología propuesta por el autor de manera clara y ordenada. El amplio conocimiento y el alto nivel de análisis dentro del proceso de inversión, permite una clara preponderancia del Sistema 2 planteado por Kahneman (2011) y hace que los sujetos se clasifiquen como inversores racionales según Statman (2014). El principal sesgo que presentan es el de marcos de decisión, y tiene que ver principalmente con el hecho de que, conociendo a fondo las diferentes teorías, instrumentos y procedimientos, sus características y preferencias personales hacen que tiendan utilizar o estar más de acuerdo con algunas cosas que con otras, obviando aquellas cuestiones que en su formada opinión no funcionan, y dejando de lado en ocasiones alternativas que podrían ser de valor.

Con el fin de presentar de manera concisa los hallazgos de este trabajo, se presenta a continuación una tabla que sintetiza los principales aspectos tratados:

Tabla 7. *Síntesis por cuadrantes.*

	NE - NT	NE - T	E - NT	E - T
Proceso de inversión siguiendo a Sapag Cahin (2011)	Similar, pero no se alinea a la perfección	Lo aplican, pero no siguen el orden teórico	Lo aplican, pero hay superposición de actividades al final del proceso	Lo aplican de manera clara y ordenada
Sistema que predomina siguiendo a Kahneman (2011)	Sistema 1	Combinación, predomina el Sistema 1	Combinación, predomina el Sistema 2	Sistema 2
Tipo de inversor siguiendo a Statman (2014)	Inversores normales informados	Inversores normales informados	Punto intermedio entre inversores normales informados e inversores racionales	Inversores racionales

Elaboración propia.

En resumen, podemos ver que, si bien la experiencia y el conocimiento permiten realizar mejores análisis, difícilmente un sujeto pueda alcanzar un estado de racionalidad plena, por lo que es de suponer que siempre nos encontraremos con la aparición de sesgos cognitivos que influyen parcial y/o totalmente el proceso decisorio de inversión de los profesionales. Será recomendable entonces, ser conscientes de su existencia y de cómo mitigar sus efectos negativos en la toma de decisiones.

## 7. Referencias

Combrink, S. y Lew C. (2019), "Potential Underdog Bias, Overconfidence and Risk Propensity in Investor Decision-Making Behavior", *Journal of Behavioral Finance*, 21(4), 337-351.

Fernández Nogales, A. (2013), "La entrevista en profundidad", en Sarabia Sánchez (Ed.), *Métodos de investigación social y de la empresa*, (pp. 575-599), Ediciones Pirámide.

Gasparutti, V. (2017), "Behavioral finance" [Maestría en Finanzas, Universidad Torcuato Di Tella]. Repositorio Digital UTDT. <https://repositorio.utdt.edu/handle/utdt/6604>

Gutiérrez-Cillán, J. y Rodríguez Escudero, A. I., (2013) "Tipos de investigación científica", en Sarabia Sánchez (Ed.), *Métodos de investigación social y de la empresa* (pp. 47-66), Ediciones Pirámide.

Heimlich, J. (2008) "Understanding behavior to understand behavior change: a literature review", *Environmental Education Research*, 14(3), 215-237.

Kahneman, D. and A. Tversky. (1986), "Rational Choice and the Framing of Decisions", *The Journal of Business*, 59(4), S251-S278.

Kahneman, D. (2011), *Thinking Fast and Slow*, Farrar, Straus and Giroux.

Martínez Salgado, C. (2012), "El muestreo en investigación cualitativa. Principios básicos y algunas controversias", *Ciência & Saúde Coletiva*, 17(3), 613-619.

O`Conor, J. (2017), "Senderos de racionalidad limitada en la crisis subprime" [Maestría en Finanzas, Universidad Torcuato Di Tella]. Repositorio Digital UTDT. <http://repositorio.utdt.edu/handle/utdt/10443>

Sapag Chain, N. (2011), "Conceptos introductorios", Fernández Maluf, I., *Proyectos de inversión. Formulación y evaluación 2º edición*, (pp. 17-44). Pearson Educación.

Statman, M. (2014), "Behavioral finance: Finance with normal people", *Borsa Istanbul Review*, 14(2), 65-73.

## 8. Anexos

### *Anexo 1. Guion de entrevista semiestructurada*

¿Cómo describiría de inicio a fin su proceso de toma de decisión de inversión?

¿Cuáles son los deseos/expectativas que tiene al invertir su capital?

¿Qué fuentes utiliza para recolectar información y obtener nuevas ideas?

¿Cuáles son las variables/aspectos que considera para filtrar opciones y llegar a una lista de alternativas para invertir? ¿Cuáles son los motivos de considerar estas variables/aspectos?

¿Cómo y bajo qué características determina qué inversión es de alto o bajo riesgo?

¿Cómo evalúa las alternativas de inversión? ¿Realiza algún estudio de viabilidad económica en sus inversiones? ¿Cuál y por qué?

¿Utiliza algún método para calcular el rendimiento de las inversiones realizadas? ¿Cuál y por qué?

¿Cómo o por qué razones concluye una inversión, o decides mantenerla?

¿Se deja llevar por los comentarios o recomendaciones de colegas o conocidos, o lo analiza con mayor profundidad?

¿Realiza algún tipo de inversiones no convencionales, como oro, plata, ladrillos, entre otros?