

# Psicología de la inversión I: el gran misterio de nuestro negocio

Hay dos preguntas que todos los inversores en valor nos hemos hecho en nuestros inicios: **por qué el valor de una empresa y el precio de su acción no siempre coinciden y por qué motivo acabarán coincidiendo**. La primera nace de la curiosidad que experimentamos al descubrir nuestra filosofía de inversión. La segunda, en cambio, surge de la angustia que sentimos al comprar aquella primera acción que no terminaba de subir. En 1955, una comisión del Congreso de los Estados Unidos preguntó a Benjamin Graham por las causas que había detrás de esta caprichosa relación entre valor y precio. Tras encogerse de hombros, el padre de la Inversión en Valor respondió sin ironía: *ese es uno de los misterios de nuestro negocio*<sup>1</sup>.

El artículo de hoy es el primero de una serie dedicada a la **psicología de la inversión** —también llamada **Finanzas del Comportamiento** o *Behavioral Finance*—. Emplearemos una mirada crítica para descubrir cómo se explican las claves de nuestra filosofía a través de los avances en la comprensión del cerebro humano, cómo se desarrollan los procesos psicológicos que provocan ineficiencias en los mercados y cómo se implementan las estrategias de inversión capaces de rentabilizar la irracionalidad de los inversores. Trataremos, en definitiva, de aportar algo de luz al misterio que Graham no pudo resolver.

Nuestra experiencia ha demostrado que para hacer inversiones con valor es necesario entender cómo se relacionan la evolución del negocio y la valoración de la acción. Un desequilibrio entre ambos factores provocará que la riqueza generada por uno sea neutralizada por las pérdidas causadas por el otro. En consecuencia, **la comprensión global del concepto de valor, que hemos defendido en este artículo, aporta el marco adecuado para plantear las inversiones manteniendo el equilibrio debido entre negocio y valoración**. Un equilibrio que determina el valor que ofrece cualquier inversión.

## La pregunta de Graham

Benjamin Graham fue el fundador de la Inversión en Valor. Sus dos principales obras, *Security Analysis* y *El inversor inteligente*, supusieron una revolución en el pensamiento financiero cuya influencia llega hasta nuestros días.

Graham fue el primero en entender que la naturaleza de una inversión tenía dos dimensiones: la de la empresa y la del mercado. La dimensión empresarial contempla la capacidad que tiene una compañía para generar beneficios y de ella depende el verdadero valor de su negocio a largo plazo. La segunda dimensión, la del mercado, estudia el grado de reconocimiento que tiene el valor de la empresa en el precio de su acción. Según Graham, este depende del estado de ánimo de los inversores: el optimismo suele hacer subir al precio por encima del valor, mientras que el pesimismo suele hacerlo caer por debajo.

Graham profundizó como nadie antes en la dimensión empresarial de las inversiones y en los métodos para valorar una acción. Sin embargo, su grado de entendimiento de la dimensión del mercado no superó lo superficial.

<sup>1</sup> <https://www8.gsb.columbia.edu/sites/valueinvesting/files/files/stockmarketstudy.pdf>

Para él, lo único relevante era que los factores psicológicos generan distorsiones entre valor y precio, que tarde o temprano estas se corrigen y que, en consecuencia, al comprar una acción por debajo de su valor se pueden obtener rentabilidades extraordinarias. Su pensamiento sobre la dimensión del mercado se centró más en los efectos de las ineficiencias que en las causas. Supo identificar la pregunta latente en la irracionalidad de Mr. Market<sup>2</sup>, pero no pudo dar con la respuesta.

## La respuesta

Las causas que hay detrás de las ineficiencias que estudió Graham permanecieron ocultas durante más de cuatro décadas, hasta que los teóricos de las finanzas del comportamiento pudieron explicar el funcionamiento del cerebro humano. Uno de los más relevantes fue Daniel Kahneman.

Como explicó el premio Nobel israelí en su libro *Pensar rápido, pensar despacio*, el cerebro humano trabaja con dos sistemas: el Sistema 1 y el Sistema 2. El Sistema 1 es el más primitivo. De él depende el control de las habilidades innatas que compartimos con los animales, como la capacidad para orientarnos, identificar peligros, reconocer cosas y objetos habituales, caminar por una calle vacía, hacer asociaciones causa-efecto básicas, construir primeras impresiones y detectar o sentir emociones.

La principal característica del Sistema 1 es su capacidad para analizar la realidad, alcanzar una conclusión y generar una acción en tiempo récord. ¿Para qué? Para mantenernos vivos. Por este motivo, el Sistema 1 nunca se apaga y siempre permanece en guardia en busca de amenazas. Si percibe una, nos hará huir en cuestión de milésimas de segundo. Esta rapidez solo es posible porque funciona empleando impulsos, emociones, instintos o recuerdos que se activan de forma instantánea. El Sistema 1 no reflexiona, siente.

El Sistema 2 es mucho más sofisticado, pues se fue desarrollando a medida que la complejidad mental de nuestra especie fue en aumento. Sus funciones se apartan de lo instintivo y exigen un pensamiento racional, lógico y elaborado para llegar a una conclusión. Este sistema nos permite hacer cálculos complejos, entender conceptos abstractos, relacionar ideas, seleccionar la información importante en un entorno lleno de estímulos, caminar por una calle abarrotada, abarcar múltiples relaciones espaciotemporales de manera simultánea, etcétera. El Sistema 2 es mucho más inteligente, pues puede resolver todos los problemas que al Sistema 1 le quedan grandes. Pero lo hace a costa de dos grandes inconvenientes: su uso es más lento y mucho más cansado.

Ambos sistemas trabajan en equipo. El cerebro emplea constantemente al Sistema 1 para analizar la realidad, pues, en la mayor parte de los casos, no necesitamos hacer grandes razonamientos para tomar decisiones. Por ejemplo, incluso al hacer tareas tan sofisticadas como conducir desde casa al trabajo, ponemos el piloto automático del cerebro y realizamos casi todas las acciones necesarias sin apenas pensar. El Sistema 2 se mantiene en un segundo plano la mayor parte del tiempo, prestando la atención justa para aceptar o rechazar los impulsos sugeridos por el Sistema 1. Solo en el segundo caso toma la iniciativa y activa su poder lógico para analizar la realidad hasta resolver el problema y tomar soluciones.

Esta dualidad de sistemas es una de las mejores cosas que nos ha pasado como especie porque permite tener siempre activo a un sistema vigilante y preservar los recursos energéticos que el cerebro necesita para realizar las funciones más complejas. Si todos los pensamientos fueran gestionados por el Sistema 1 no seríamos capaces de tener un razonamiento más complejo que el de cualquier animal. No habríamos progresado como especie y,

---

<sup>2</sup> Graham, B. (2009) El inversor y las fluctuaciones del mercado. *El inversor inteligente*. (pp 227-228) DEUSTO.

casi seguro, nos hubiéramos extinguido hace milenios. Pero si toda la información pasara por el Sistema 2, cada pensamiento llevaría demasiado tiempo, la resolución de problemas básicos agotaría toda nuestra energía y no seríamos capaces de llegar a pensamientos complejos antes de caer extenuados. El funcionamiento conjunto de ambos sistemas nos ha mantenido funcionales, racionales y vivos durante milenios.

## Del diván al parque

Graham desconocía la existencia de los dos sistemas presentados por Kahneman. Por eso no pudo vertebrar correctamente sus intuiciones sobre la influencia de lo psicológico en las cotizaciones. Ignoraba que tenemos una milenaria estructura cognitiva del cerebro que es perfecta para sobrevivir en la naturaleza, pero un desastre para ganar dinero en el mercado. Le faltaba la clave para explicar por qué los inversores pueden volverse tan irracionales.

El cerebro de un inversor no tiene que ahorrar energía ni tomar decisiones instantáneas. Todo lo contrario. Cada decisión exige un pensamiento complejo y profundo, capaz de rellenar con razonamientos lógicos cualquier vacío en la información que maneje. Esto solo es posible sacando al Sistema 2 de su letargo y obligándole a trabajar a pleno rendimiento. Pero ese no es el *modus operandi* natural de la mente humana.

El Sistema 1 siempre tratará de adelantarse al perezoso Sistema 2 y proponer respuestas rápidas basadas en simples recuerdos, emociones, instintos o sensaciones. Nunca empleará los complejos razonamientos que necesitamos los inversores porque no tiene capacidad para realizarlos. Así que, para evitar que el cerebro los detecte, rechace y despierte al Sistema 2, el Sistema 1 los disfrazará sus impulsos de razonamientos válidos. Mediante este engaño, el Sistema 2 los tomará como pensamientos propios de forma inconsciente, validándolos y empleándolos para tomar decisiones. Esas trampas del cerebro, que permiten colar los arrebatos del Sistema 1 como si fueran pensamientos del Sistema 2, se denominan sesgos cognitivos y a ellos dedicaremos los próximos artículos de esta serie.

La injerencia mediante el uso de los sesgos cognitivos por parte del Sistema 1 en los procesos que debería realizar el Sistema 2 es la principal causa de comportamiento irracional de los inversores. Esta se acentúa en entornos como los del mercado, llenos de carga emocional, en los que el cerebro siente que debe tomar decisiones rápidas en contextos de máxima euforia o máximo pánico. En esos momentos, cuando las circunstancias llevan a la mayor parte de inversores a actuar simultáneamente y guiados por los mismos sesgos, se producen las ineficiencias que Graham identificó y supo aprovechar antes que nadie. La injerencia que los causa es el nexo que une el diván con el parque y que le faltó al padre de la Inversión en Valor para completar sus teorías.

## La paja en ojo ajeno

La propuesta que hace la psicología a los inversores es muy seductora, pues ofrece una fascinante interpretación de las finanzas basada en lo único que ha permanecido constante a lo largo de toda la historia de los mercados: el ser humano y sus reacciones ante la incertidumbre, el miedo y la codicia. Si, como apuntó Graham —y parece que demuestran las Finanzas del Comportamiento—, las ineficiencias están producidas por la intromisión de las emociones en los procesos lógicos, la persistencia de sus causas permite estudiarlas, entenderlas y anticiparlas en cualquier época y en cualquier entorno. Es una proposición extremadamente cautivadora que, además, cuenta con un aval tan poderoso como los más de 300.000 años de existencia del Homo sapiens.

Pero los inversores en valor debemos poner sobre la mesa nuestra larga tradición en el estudio de la psicología de los mercados para mantener la cabeza fría. Una mirada crítica a la praxis de las Finanzas del Comportamiento destapa rápidamente el abuso que con frecuencia se hace de creencias, vivencias e instintos excesivamente personales

—y difusos— para interpretar el mercado. Estos resultan difícilmente refutables con hechos y pruebas tangibles y, por ello, se suelen emplear con ciega determinación para tachar de irracionales a los movimientos de los precios siempre que, eso sí, vayan en nuestra contra. Mal empleada, la psicología de las finanzas puede terminar siendo una excusa elegante para tratar la realidad, no como es, sino como queremos que sea; la coartada perfecta para llenar, erróneamente, cualquier vacío de información con argumentos vagos y producidos a medida.

Actualmente hay decenas de sesgos cognitivos descritos. Algunos son contradictorios entre sí —por ejemplo, de acuerdo con las Finanzas del Conocimiento, los inversores con frecuencia tenemos tendencia a sobrereaccionar ante la información nueva, pero también hay veces que solemos infrarreaccionar—. En consecuencia, la gama de argumentos que tenemos a nuestra disposición es tan amplia que puede servir para explicar cualquier entorno de mercado en función de nuestro capricho o necesidad. Esto permite un despliegue apabullante de sesgos seleccionados a posteriori con el que construir una realidad de laboratorio muy convincente a toro pasado, pero que es de escasa utilidad en tiempo real.

Ante tantas carencias, no es raro que muchos divulgadores de las Finanzas del Comportamiento la recomienden principalmente para identificar los errores que comenten los demás —olvidan que ver la paja en ojo ajeno y no la viga en ojo propio es uno de los primeros sesgos que se documentaron en la Historia<sup>3</sup>—. Pero incluso al descubrir y juzgar los errores cometidos por el prójimo, nuestro razonamiento está expuesto a la intoxicación del Sistema 1 y al vanidoso placer que sentimos al pensar que somos más listos, cultos y equilibrados que los demás. Por muchas Finanzas del Comportamiento que estudiemos, nunca nos *curaremos* de nuestra condición de seres humanos. La larga experiencia que tenemos los inversores en valor en el estudio de la psicología en los mercados nos tiene que servir para ser realistas y aceptar las debilidades de las Finanzas del Comportamiento pues, únicamente así, podremos beneficiarnos de sus fortalezas.

## **El gran misterio de nuestro negocio**

El estudio de la influencia de los factores psicológicos en los mercados financieros ha ganado mucho protagonismo durante los últimos veinte años. El éxito de libros como *Pensar rápido, pensar despacio* de Daniel Kahneman o *Un pequeño empujón* de Richard Thaler, ha llevado a su popularidad más allá de los límites de lo académico y su conocimiento ya se considera obligatorio para cualquier inversor.

Tanta relevancia puede llevar a las Finanzas del Comportamiento a ocupar el papel predominante que tuvo la Teoría del Mercado Eficiente en el pensamiento financiero en los últimos 50 años. Sin embargo, su desarrollo aún está en fase de maduración. Actualmente carece de un cuerpo ordenado de leyes y principios con base empírica y su propuesta, aunque se va haciendo más rica por momentos, apenas supera una lista de sesgos y errores cognitivos que resulta insuficiente para conformar una teoría general capaz de explicar el funcionamiento del mercado.

Sin embargo, incluso admitiendo que algunos de sus postulados hoy siguen siendo meras intuiciones, la experiencia nos ha enseñado que contienen mucha verdad sobre el comportamiento de los inversores. El estudio de la psicología tiene una larga tradición dentro de la Inversión en Valor, no porque sea una teoría perfecta, sino porque es una herramienta muy útil. Permite explicar las causas últimas por las que en los mercados valor y precio pueden no coincidir y aporta una base académica que completa los postulados de Ben Graham y, al mismo tiempo, también

---

<sup>3</sup> Lc 6:41 y Mt 7:30.

los confirma. Así que, aun aceptando sus carencias y el enorme camino que le queda por recorrer, las Finanzas del Comportamiento se postula como el único candidato capaz de dar respuesta a ese *gran misterio de nuestro negocio* que Graham no pudo resolver.

## **Bibliografía**

Kahneman, D. (2012): *Pensar rápido, pensar despacio*. DEBATE.

Atentamente,

Equipo de inversión de BESTINVER.

  


---

### **Aviso legal:**

Esta publicación ha sido elaborada por Bestinver Gestión, S.A. SGIC, (“Bestinver Gestión”) para el público en general.

Este documento y su contenido no constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra, venta o suscripción de valores u otros instrumentos, ni constituye una recomendación personal.

La información contenida en este documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, pero Bestinver Gestión no garantiza su exactitud, integridad o exhaustividad. La información aquí contenida está sujeta a cambios sin previo aviso.

Ni Bestinver Gestión ni ninguno de sus empleados o representantes aceptan responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa, indirecta o consecuente derivada de cualquier uso de este documento o de su contenido.

Bestinver Gestión, cualquier otra empresa de su grupo y/o cualquiera de sus directivos, consejeros o empleados pueden, en la medida permitida por la ley, tener una posición o estar interesados de otro modo en cualquier transacción o inversión directa o indirecta, o prestar o solicitar negocios a cualquier empresa mencionada en este documento. Como consecuencia de ello, Bestinver Gestión puede tener un conflicto de interés.

Para cualquier información adicional sobre los productos de inversión de Bestinver Gestión y su funcionamiento pueden consultar el Folleto Informativo, el DFI y el Reglamento de Gestión en la página web de BESTINVER [www.bestinver.es](http://www.bestinver.es) o solicitar una copia de éstos en la siguiente dirección de correo electrónico: [bestinver@bestinver.es](mailto:bestinver@bestinver.es).

Fecha de publicación: 09/10/2023