



UCEMA

REVISIÓN DE LITERATURA SOBRE EL EFECTO DISPOSICIÓN. SU PARTICULAR IMPACTO EN LA INDUSTRIA DE FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

Mariano A. Kruskevich

UCEMA

Agosto de 2016



UCEMA

Introducción – *Behavioral finance*

- Barber y Odean (1999): Los modelos de comportamiento en los mercados financieros consideran no solo cómo debe actuar la gente sino cómo en verdad actúa
 - No siempre el comportamiento es racional
 - Estos desvíos suelen presentarse como sesgos de comportamiento
 - Aunque algunos desvíos son aleatorios, los mismos son a menudo sistemáticos

Ejemplo: muchos sobrevaloran su habilidad de conducir (Sveson 1981).
- *Behavioral finance*: campo de las finanzas que estudia los sesgos observables y sistemáticos en los mercados financieros.



UCEMA

El efecto disposición - Concepto

- Uno de los sesgos estudiados es el efecto disposición.
- El efecto disposición es la tendencia a mantener en cartera en forma desproporcionada activos con pérdida monetaria mientras se liquidan simultáneamente activos con ganancia devengada.
- Los inversores tienden a vender más rápidamente sus activos que han incrementado en precios que sus activos cuyo precio muestra caída de valor.
- Los inversores no están dispuestos a reconocer sus pérdidas pero sí manifiestan un mayor deseo en tomar ganancias.

Contextos de estudio del efecto disposición



UCEMA

- Mercado inmobiliario (Case y Shiller 1988, Genevose y Mayer 2001)
- Inversiones de los fondos comunes en EE.UU. (Shefrin y Statman 1985)
- Operaciones en el mercado de futuros (Heisler 1994, Locke y Mann 2005)
- Ofertas públicas iniciales de acciones (Kaustia 2004)

- En EE.UU. (Odean 1998, Barber y Odean 1999)
- En otros países (Shefrin y Statman 1985, Grinblatt y Keloharju 2001, Shapira y Venezia 2001, Leal et al 2010)

- En el mundo real vs en experimentos de laboratorio (Weber y Camerer 1998, Oehler et al 2003, Kirchler et al 2004)

- Sugieren Ben-David y Hirshleifer (2011): El ED ha sido confirmado tanto experimentalmente como en el mundo real, en diferentes períodos y horizontes temporales, clases de activos, tipos de inversores y países.

¿Por qué es importante entender el ED?



UCEMA

- Entender de qué se trata, cuándo es más probable que aparezca y con qué consecuencias nos ayuda a comprender el funcionamiento del mercado y el impacto de los sesgos conductuales en la performance de las inversiones de individuos e instituciones.
- Esto puede ser información valiosa para cualquier inversor y, en particular, para participantes especializados del mercado como los administradores de carteras.
- También puede ser información valiosa para los reguladores que buscan proteger los intereses de los inversores en general.

Estudios tempranos sobre el sesgo disposición



UCEMA

- Shefrin y Statman (1985) buscaron explicar una evidencia documentada en Schlarbaum et al (1978) y propusieron una teoría positiva sobre la venta de activos y el dejar correr las pérdidas.
 - Usaron datos de 2500 cuentas comitentes entre 1964 y 1970. Acuñaron el término ED y lo verificaron empíricamente.
- Pasaron 20 años (Kaustia 2010 lo atribuye a falta de datos -compras y ventas detalladas a nivel individual, y falta de interés académico) hasta el trabajo de Odean 1998.
- Odean (1998) estudió con un simple test (aporte metodológico) 10.000 cuentas de inversión individual en EE.UU. durante 6 años verificando el ED que no parecía responder a rebalances de cartera, el evitar mayores costos de transacción, motivaciones impositivas o expectativas posteriores de mayor retorno en los activos no liquidados.

Estudios tempranos sobre el sesgo disposición



UCEMA

- Grinblatt y Keloharju (2001) llevaron el análisis al mercado internacional (Finlandia, renta variable, muestra de cuentas individuales entre 1994 y 1997) e incorporaron a los inversores institucionales.
- La propensión de los inversores a vender activos estaba correlacionada positivamente con los retornos previos. El efecto era mucho más fuerte para retornos positivos que negativos. Los inversores institucionales daban menor importancia a los retornos pasados.
- El ED era menor en diciembre, temporada impositiva, pero robusto aún controlando varios factores.
- Weber y Camerer (1998) verificaron el ED en un experimento de laboratorio con 100 alumnos que participaron en 14 rondas de trading.

El efecto disposición y la teoría de la perspectiva



UCEMA

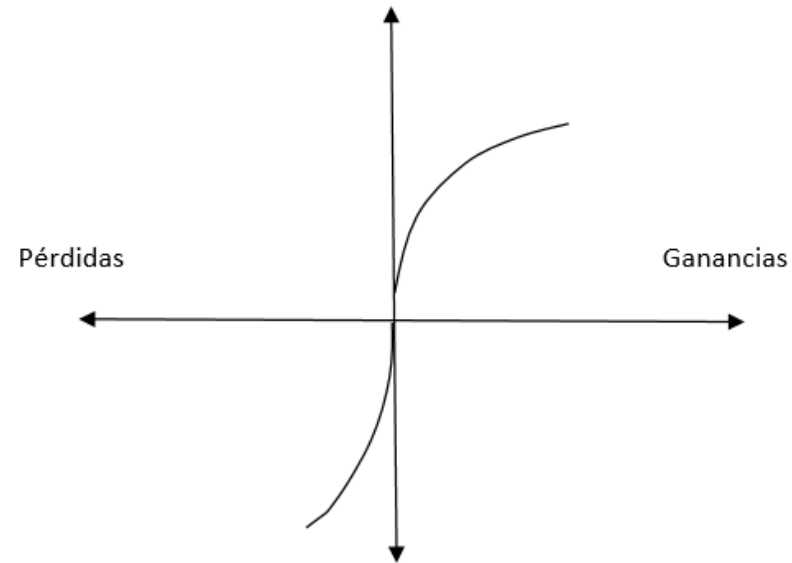
- Bajo la teoría de la perspectiva, cuando la gente se enfrenta a decisiones simples que involucran resultados de azar, maximiza una función de utilidad en forma de "S" (cóncava en el cuadrante de ganancias y convexa en el cuadrante de pérdidas, con un tránsito de pendiente hacia el punto medio de la función).
- Esta función de valor de utilidad no está definida a partir de niveles de riqueza como es habitual, sino en términos de pérdidas y ganancias tomadas desde un punto de referencia.
- El status quo tiende a ser el punto de referencia habitual pero Kahneman y Tversky (1979) sugieren que hay situaciones en que las ganancias y pérdidas se codifican respecto a una expectativa o nivel de aspiración que difiere del status quo.

El efecto disposición y la teoría de la perspectiva



UCEMA

Teoría de la Perspectiva



Valor de
función de
utilidad

El efecto disposición y la teoría de la perspectiva



UCEMA

- Thaler (1985) y Shefrin y Statman (1985) pensaron la aplicación de la teoría de la perspectiva y otros elementos de la psicología a las decisiones financieras.
- Thaler (1985) propuso un esquema con dos fuertes elementos de la teoría de la perspectiva: la etapa de edición, o forma en la que los individuos enmarcan sus opciones, y la definición del punto de referencia.
- Para Thaler, quienes toman decisiones estructuran un marco de "contabilidad mental" por el cual las decisiones en relación a diferentes eventos con resultado aleatorio son segregadas en distintas categorías mentales, independientes entre sí. Entonces, cada compra se evalúa en mérito propio. El punto de referencia sería el precio de adquisición y no se actualiza por efecto de la contabilidad mental.
- Kaustia (2004) propone actualización de estos precios de referencia (mínimos y máximos recientes).
- Thaler (1985) no analiza la compra de activos financieros en su artículo sino problemas de marketing.

El efecto disposición y la teoría de la perspectiva



UCEMA

- Shefrin y Statman (1985) sostienen una hipótesis de preferencias de realización de pérdidas y ganancias basadas en emociones: los inversores mantienen activos a pérdida para posponer el arrepentimiento y toman ganancia rápido para capitalizar el orgullo de haber elegido correctamente en el pasado.
- Rangelova (2001) detecta que el ED es incremental en la capitalización de mercado de los activos estudiados. La relación de aumento del sesgo en función del tamaño del objeto de inversión es incremental y monótona. Esto evidencia que lo que causa el ED puede residir fuera de la TP.
- Dorn y Strobl (2010) propusieron un modelo de asimetrías de información variables en el tiempo para analizar el comportamiento de los inversores y sacaron conclusiones positivas. Con asimetría incremental se marcaba más el ED.
- Ben-David y Hirshleifer (2012) y An (2015) proponen asimetrías en la propensión de ventas de los activos en función de las ganancias y pérdidas para explicar el ED. La teoría de la perspectiva habla de signo pero no de magnitud.
- Otros descartan la teoría de la perspectiva: Hens y Vleck (2006), y Barberis y Xiong (2009).



UCEMA

¿Qué motiva el efecto disposición?

- Más allá de si corresponde o no a las preferencias del tipo planteado en la teoría de la perspectiva, el motivo más repetido para explicar el ED es el deseo humano de evitar el arrepentimiento:
 - Barber y Odean (1999)
 - Weber y Camerer (1998)
 - Jin y Scherbina (2004)
- Esto refiere al costo psicológico asociado con la admisión de errores
- Tomar la pérdida implica aceptar el error y arrepentirse
- Liquidar la ganancia da lugar al orgullo



UCEMA

Otras explicaciones ya descartadas

- El anticipo de una reforma impositiva... ocurrió en 1986 y no se detectaron patrones de cambio
- La posibilidad de que los inversores mantuviesen activos a pérdida y liquidaran ganadores para rebalancear portfolios...Lakonishok y Smidt (1986) y Odean f(1998) explicaron que el ED seguía presente si se eliminaban las operaciones de venta y compra casi simultánea de activos
 - Sin embargo, Dai et al (2015) proponen un modelo de rebalanceo óptimo de carteras que es consistente con el ED
- La posibilidad que el activo mantenido estuviese por recuperar valor pronto. Andreassen (1988) experimentó con sujetos que esperaban reversión a la media. Pero ex post, los retornos de los papeles ganadores superaban al de los perdedores (el momentum de Jegadeesh y Titman 1993)



UCEMA

Otras explicaciones ya descartadas

- Harris (1988) analiza si impactan los costos de transacción como motivador del ED... pero los inversores compran activos adicionales a los que ya están perdiendo en lugar de los que mostraron ganancia
- Una estrategia impositiva podría ser la causa... Racionalmente se debería posponer la venta de activos con ganancia y capturar las pérdidas. Odean (1998) detectó algo de esto en diciembre, pero otros autores (incluso Shefrin y Statman 1985) no llegaban a explicar en forma autónoma bajo el ED los patrones observados ese mes.
- Predisposición genética o cultura aprendida? Es importante para el diseño de políticas públicas. Cronqvist y Siegel (2014) sostienen que las diferencias genéticas explican hasta un 45% de la variación remanente entre inversores individuales luego de controlar características observables. La experiencia en finanzas reduce los sesgos. En esta línea piensan algo similar Zhong et al (2009) y Lakshminarayanan y Santos (2006). Aunque Cesarini et al (2012) sostienen que la aversión a las pérdidas es solo parcialmente genética.



UCEMA

¿Por qué es importante el efecto disposición?¿

- Impacto a nivel agregado
 - Uno de los sesgos más regulares, robusto y verificado en finanzas
 - Potencialmente sistemático
- El efecto disposición puede impactar en el volumen de mercado
 - Lakonishok y Smidt (1986) identifican una relación positiva entre precios y volumen... las acciones con mayor valor muestran más volumen.
 - El ED es consistente con ello: trading menos activo al perder dinero, y más activo al ganar (Barber y Odean 1999). La sobreconfianza refuerza el concepto.
 - Ferris et al (1988) presentan evidencia de que el ED es factor determinante del volumen
 - Statman et al (2006) siguen la misma línea de análisis a partir de analizar la sobreconfianza

¿Por qué es importante el efecto disposición?



UCEMA

- El efecto disposición puede atentar contra la eficiencia de mercado
 - Cómo? Retrasando que la información llegue a precios
 - Odean (1998) y Barber y Odean (1999) dicen: si muchos inversores compran un papel a un precio y este cae, inversores afectados por ED no venderán aminorando el tiempo de corrección real de ese precio en otras condiciones (fallo en señalar la información negativa).
 - Pero si la acción sube, inmediatamente venderán...limitando un mayor incremento (retraso en la incorporación de información).
 - El ED es consistente con el modelo de sub-reacción a las noticias (Grinblatt y Han 2002, 2005).
 - Frazzini (2006) utiliza datos de fondos comunes de inversión documentando sub-reacción
- A partir de lo anterior, el ED podría explicar momentum en los activos
 - Jegadeesh y Titman (1993) documentaron momentum como la tendencia de retornos de los últimos 3 a 12 meses en continuar su signo.
 - Grinblatt y Han (2005) documentan que el momentum desaparece cuando las ganancias y pérdidas no realizadas son utilizadas como variable de control para predecir retornos

¿Por qué es importante el efecto disposición?



UCEMA

- El efecto disposición puede llegar a explicar la volatilidad de mercado
 - Coval y Shumway (2005) analizaron las operaciones diarias de trading del CBOT en Chicago. Hallaron evidencia del ED en las mañanas cuando los operadores tomaban riesgo para las tardes. Consistente con esto, las mañanas con fuertes pérdidas eran relevantes para determinar incrementos de volatilidad de corto plazo en las tardes.
 - No había relación en la volatilidad de más largo plazo
- El ED puede hacer que las cotizaciones de un papel operen lejos de su valor fundamental
 - Kaustia (2010) propone que el ED, a partir de afectar volumen, puede abrir una diferencia persistente y profunda entre la cotización del mercado y el valor fundamental
 - Esto no sorprende porque propone que las funciones de demanda de inversores irracionales distorsionan los precios de equilibrio previstos por la teoría de utilidad estándar (los inversores racionales no pueden comprobar los precios de referencia y tampoco los tiempos de convergencia a la racionalidad)
 - Goetzmann y Massa (2008): cuando inversores sujetos al sesgo incrementan tenencia de un activo determinado... su volatilidad, volumen y retorno *ex post* cae.

¿Por qué es importante el efecto disposición?



UCEMA

- El efecto disposición puede llegar a explicar la anomalía de precios en enero
 - Se ha documentado que, en enero, los retornos de las acciones son mayores (en promedio) que en otros meses. Esto es particularmente cierto para acciones con retorno negativo en el año previo.
 - Poterba y Weisbenner (2004) y Grinblatt y Moskowitz (2004) dan argumento impositivo a este comportamiento
 - Pero lo que no se explica es la tendencia negativa en precios para los otros meses. Una alternativa es que el mercado responde a inversores sesgados por el ED, que luego toman decisiones impactadas por su balance impositivo.
- El ED puede impactar la economía del bienestar
 - La eficiencia económica y el bienestar social quedan relegados al movilizarse riqueza en forma poco eficiente y en perjuicio de quienes son menos sofisticados y quienes menos tienen
 - Ejemplo: la menor liquidez en el mercado inmobiliario especialmente luego de una contracción económica, atenta contra la movilidad del factor trabajo cuando la economía más lo necesita (Genovese y Mayer 2001, Einiö et al 2008, y Kaustia 2010)

¿Por qué es importante el efecto disposición?



UCEMA

- Impacto a nivel individual
 - El ED tiene un costo a nivel individual
 - No puede ser estimado en forma exacta pero refiere a la oportunidad perdida por haber decidido mal.
 - Incluso esto requeriría no solo determinar la oportunidad perdida sino también el momento óptimo de venta... lo cual es una utopía en el mundo real
 - Odean (1998) habla de excesos de retornos para períodos subsiguientes a las ventas de activos o la observación de las pérdidas. Pero el análisis es particular a su muestra.
 - El autor habla de horizontes de inversión particulares: 84 ds (media aproximada en períodos de tenencia de acciones), 254 ds o un año (propuesto por Bernartzi y Thaler 1995) y 504 ds o dos años (típico período de rotación promedio de una cartera NYSE)
 - Analizando el exceso de retorno de los activos vendidos vs el exceso de retorno de los activos no vendidos en los horizontes mencionados concluye que la diferencia es significativa.
 - Por ejemplo, a dos años: 6.45% para los vendidos vs 2.87% para los no vendidos. Diferencia en retorno del 3.58% (p-valor 0.014)

¿Por qué es importante el efecto disposición?



UCEMA

- En general, los inversores son entre 20% y 50% más probables de realizar ganancias que pérdidas
 - Los estudios más emblemáticos proponen lo siguiente
 - Odean (1998): (año entero). Individual. EEUU 1987 a 1993. Hallazgo: PLR 0.098, PGR 0.148. Diferencia estadísticamente significativa.
 - Shapira y Venezia (2000): Individual. Israel. 1994. Compara la duración de viajes de ida y vuelta a pérdida vs viajes con ganancia. Hallazgo: pérdida 55.4 ds, ganancia 24.8 ds en caso de inversores administrados. Pérdida 63.3 ds, ganancia 20.2 ds en caso de inversores independientes. Ambas diferencias significativas. ED menor con administración
 - Grinblatt y Keloharju (2001): Individuos e instituciones. Finlandia. 1995 a 1997. Regresión logit (1 es venta, 0 no venta). Foco en activos. Hallazgo: retornos ajustados de mercado que resultan positivos (negativos) se correlacionan con ventas (menor propensión a vender) de activos. Probabilidad de venta de activos con pérdida es mitad de probabilidad de venta de activos con ganancia. Institucionales siguen estrategia momentum, individuos contrarian.

¿Por qué es importante el efecto disposición?



UCEMA

- Barber et al (2007): Individuos y algunos institucionales. Taiwán. 1995 a 1999. Calcula la tasa de riesgo diaria (hazard rate) para la realización de pérdidas y ganancias. Cada día separa activos con ganancias y pérdidas devengadas y luego calcula las proporciones a la manera de Odean 1998. Hallazgo: las ganancias se realizan a una tasa diaria del 2.9% y las pérdidas a una tasa del 1.4%. Relación estadísticamente significativa.
 - Heterogeneidad: inversores extranjeros (en su mayoría fondos) y carteras administradas a nivel local muestran anti-ED aunque la relación no es significativa.
- Frazzini (2006): Institucional (FCIs). EE.UU. 1980 a 2002. Construye un test de predicción de retornos inducido por el ED. Hallazgo: El ED puede inducir sub-reacción a las noticias. Heterogeneidad: fondo promedio es 20% más probable de realizar ganancias que pérdidas pero... el peor tercio de los fondos es 50% más probable de hacerlo.

¿Por qué es importante el efecto disposición?



UCEMA

- El ED tiene un mayor costo a nivel individual para los menos sofisticados
 - Dhar y Zhu (2006) encontraron que inversores más ricos y profesionales estaban menos expuestos al sesgo
 - La edad, el tamaño del portafolio, el número de operaciones y la frecuencia de trading, contribuyen a volver a los inversores más sofisticados. Estos quedan menos expuestos al efecto disposición.
 - Barber y Odean (2000) sugieren que la sobreconfianza explica altos patrones de trading y baja performance de portfolios
 - Feng y Seasholes (2005) sostienen que la sofisticación atenúa el sesgo pero no lo elimina
 - Bellofatto et al (2014) sugieren incurrir costos de educación financiera en cabeza de brokers para educar a sus clientes... esto a la larga es mayor costo al cliente.
- El impacto va más allá de la cuenta de trading: es sub-óptimo económico y transfiere riqueza desde cada individuo a la sociedad
 - Kaustia (2010): inversores ED pagan más en impuestos
 - De et al (2011): el ED es canal directo de transferencia de riqueza en favor de institucionales (por efecto precio en el mercado)

El efecto disposición y los fondos comunes de inversión



UCEMA

- Ya vimos que Grinblatt y Keloharju (2001) documentaron que los inversores tenían una alta propensión a vender activos cuando los retornos previos eran altos y a mantenerlos en cartera de lo contrario.
- En el estudio, los inversores sofisticados evidenciaban menor sesgo. Esto confirmaba evidencia previa en Heisler (1994), Locke y Mann (2005) y Coval y Shumway (2005) aunque ninguno hablaba de FCIs.
- Respecto a fondos de inversión, la evidencia era escasa. Ranguelova (2001) de activos de alta (y baja) capitalización de mercado como los que tenían los FCIs, Wermers (2003) hablaba de momentum y que los administradores de cartera eran reacios a vender activos con momentum negativo. Jin y Scherbina (2004) aportaron también evidencia del sesgo en este grupo aunque se concentraron en los cambios de administración de carteras
- Pero mientras algunos detectaban ED entre administradores de cartera, Barber et al (2007) argumentaron que en Taiwan la evidencia era contraria en este grupo

El efecto disposición y los fondos comunes de inversión



UCEMA

- Qué podría estar pasando?...Heterogeneidad
- Una respuesta posible estaba en Frazzini (2006). En su muestra de 30.000 fondos en EE.UU estudiados entre 1980 y 2003, el fondo promedio mostraba ED en el que la diferencia entre PGR y PLR era cercana al 3% (menor al 5% señalado por Odean 1998). Pero cuando ordenó a los fondos por quintiles de retorno del año previo, los fondos perdedores mostraban ED en donde la diferencia PGR – PLR era del 8%. Esto confirmaba la evidencia previa de Wermer (2003)
- Cici (2012) confirmó en otra muestra los hallazgos de Frazzini 2006 pero también notó que entre un cuarto y la mitad de la muestra sí mostraba ED y este último se acentuaba ante rescates de cuotas partes y cuando la administración de los fondos era colegiada. Rau (2015) advierte que, en sus experimentos, equipos invirtiendo de a dos muestran mayor ED que en soledad
- Cici aportó otros hallazgos: el ED afectaba el estilo de inversión, causando menores betas de mercado y orientando las carteras a empresas más maduras que terminaban en estilo y criterio tipo contrarian.
- Pero el ED no tenía impacto en la performance de los fondos (raro... aunque este resultado debe tomarse con cautela dice el autor, por estar influenciado por aspectos metodológicos). Chih et al (2009) concluyen en un análisis de los fondos comunes en Taiwan que el ED contribuye a peor performance.

El efecto disposición y los fondos comunes de inversión



UCEMA

- La heterogeneidad fue luego bien explorada y confirmada.
 - Ammann et al (2011) encontraron fuerte evidencia del ED entre fondos comunes en EE.UU. Administradores con un menor ED solían invertir en acciones de grandes empresas, con mayor volumen de trading, mejor performance histórica y condiciones de riesgo-retorno más favorables.
- Pero el impacto en performance tiene evidencia no concluyente
 - Amman et al (2011) dicen que el ED tiene un impacto menor sobre performance
 - Singal y Xu (2011) documentaron en EE.UU. que la sub-performance de FCIs con el sesgo era de entre 4% y 6% por año contra los FCIs sin sesgo (1980 a 2007)
 - Los inversores de estos fondos no eran tontos, intensificaban rescates.

El efecto disposición y los fondos comunes de inversión



UCEMA

- Predictibilidad de retornos en el mercado a partir del trading de FCIs.
 - Frazzini (2006) avanzó la hipótesis de sub-reacción.
 - An y Agile (2015) un 1% de incremento en las ganancias (pérdidas) devengadas agregadas por activo predicen 1.4 (0.9) pbs de incremento en el retorno de ese activo el mes siguiente. Esto responde a patrones de trading: los fondos tienden a vender relativamente grandes ganadores y perdedores.
- Los cuotapartistas de fondos también muestran actividad interesante
 - Shefrin y Statman (1985) habían ya detectado el ED en su muestra. En su hallazgo, hay mayores rescates de fondos durante buenos meses de mercado.
 - Calvet et al (2009) aportan que individuos suecos muestran mayor ED en sus tenencias de acciones que de cuotas partes de FCIs. Chang et al (2014) proponen sobre este punto una teoría de disonancia cognitiva.
 - Kaustia (2010) analiza en conjunto la contribución de Barber y Odean (2003) y de Ivkovic y Weisbenner (2009) quienes analizando la misma muestra llegan a la misma conclusión que Calvet et al (2009). Significativamente, el anti-ED en fondos se explica a partir de una hipótesis impositiva.

El efecto disposición y los fondos comunes de inversión



- Heterogeneidad también aquí presente
 - Bailey et al (2011) concluyen usando la misma muestra que en el último punto anterior que inversores de mayores ingresos, buena educación, y mayor experiencia de trading solían priorizar la tenencia de fondos comunes de inversión antes que de acciones individuales.
 - Por lo tanto, el efecto clientela hacia los FCIs era particular: quienes más llegaban a estos vehículos de inversión colectiva eran más sofisticados.
 - De hecho, cuando inversores con fuerte sesgo de conducta elegían fondos, terminaban adquiriendo los más caros, rotando mucho entre fondo y fondo, desestimando administraciones pasivas, y realizando operaciones de compra-venta pobres en resultados. En particular, en este grupo era fuerte la tendencia de seguir la performance previa.
 - O sea, hay una diferencia en el manejo de las carteras. Mientras en acciones compradas individualmente eran contrarians (alto ED), compraban fondos con prioridad de momentum
 - Shefrin y Statman (2000) argumentan una teoría de capas progresivas en los portfolios, separadas por concepto de contabilidad mental. Cada estrato aspira a diferentes objetivos.

El efecto disposición y los fondos comunes de inversión



- Sesgos de los FCIs dependen de los flujos de capital hacia los mismos
 - En una línea de investigación nueva, Chiang y Huang (2010) argumentan que fondos con rescates netos muestran mayor ED que fondos con suscripciones netas.
 - Además, estos fondos con rescates netos tienden a intensificar la venta de activos bajo la presión de los rescates.
 - En este estudio, la performance de los fondos sufre a partir de los flujos de suscripciones y rescates. Esto ya había sido documentado por Chevalier y Ellison (1997).
- Estados de mercado afectan al ED.
 - Lee et al (2013) sugieren que los rescates se acentúan en un mercado extremo bajista. Con mercados levemente alcistas, había menos rescates vs un mercado levemente bajista. El ED no es uniforme y varía de acuerdo a condiciones de mercado.
 - Leal et al (2010) documentaron en acciones individuales en Portugal que en el mercado alcista el ED era más evidente que en el mercado fuertemente bajista.

Conclusión



UCEMA

- El efecto disposición es un comportamiento que algunos tildan de irracional. Fue documentado por vez primera en 1985 (Shefrin y Statman).
- Algunos proponen la teoría de la perspectiva como explicación, en un marco de contabilidad mental, pero varios estiman que las preferencias de este modelo no pueden explicar la evidencia empírica
- Otras explicaciones pasan por lo psicológico o incluso hasta lo genético
- Aparece en distintos contextos, culturas, países, y segmentos de inversores.
- Tiene impacto a nivel agregado (asociado con ineficiencias de mercado, momentum, cambios en volumen y volatilidad de precios, y generador de predictibilidad de retornos).
- También tiene impacto a nivel individual (costos en términos de performance, mayores cargas impositivas, transferencias de riqueza a otros segmentos sociales, y costos de aprendizaje especializado en finanzas para prevenirlo)



UCEMA

Conclusión

- Los inversores más afectados parecen ser aquellos individuos menos sofisticados (menores ingresos, no profesionales, poco conocedores del mercado, menor edad) aunque también se ha detectado entre inversores profesionales e institucionales.
- El mundo de los administradores de cartera presenta evidencia dispar (ED y anti-ED) que hasta aquí es explicada a partir de un concepto de heterogeneidad.
- Los fondos de peor performance suelen evidenciar mayor exposición al sesgo.
- Los clientes de los fondos administrados exigen mucho más a sus administradores que lo que se auto exigen administrando sus propias carteras.

Conclusión



UCEMA

- La literatura ha documentado la presencia del sesgo de uno y otro lado del negocio de los fondos comunes de inversión, verificando impacto en performance (evidencia mixta), en los condicionamientos del ED sobre las características del fondo (carteras más sesgadas al riesgo, tenencia de activos con peor performance, impacto en estilo y otros), y en los patrones de liquidación de activos ante bajas o subas pronunciadas de mercado.
- Mi foco de investigación es analizar el eje Cliente-Fondo-Mercado en conjunto para estudiar la dinámica de esta relación. Por ejemplo...los fondos comunes de inversión, amplifican o mitigan los efectos del sesgo disposición de sus clientes en el mercado?
- La pregunta es relevante para administradores de cartera, reguladores de mercado y para cada uno de los inversores por razones obvias.