



## Breve semblanza del sentimiento de mercado

Arrona Palacios, Pablo<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Universidad Autónoma de Nuevo León, Facultad de Contaduría Pública y Administración Monterrey, Nuevo León, México, parronapo@uanl.edu.mx, Av. Universidad S/N  
Col. Ciudad Universitaria, (+52) 81 8320 4080

---

*Artículo arbitrado e indexado en Latindex*

*Revisión por pares*

*Fecha de recepción: julio 2020*

*Fecha de publicación: diciembre 2020*

---

### Resumen

Este artículo describe los principales autores y conceptos básicos del sentimiento de mercado con el objetivo de reflexionar sobre algunas posibles explicaciones sobre el comportamiento y desempeño financiero de los individuos inversionistas desde un punto de vista que se fundamenta en la psicología de la toma de decisiones. Estos conceptos incluyen, algunos sesgos. Los principios y conceptos expuestos pueden representar una alternativa para entender las Finanzas, desde una forma distinta de racionalidad más acorde a la naturaleza humana.

**Palabras clave:** Sentimiento de mercado, finanzas conductuales, reacción exagerada

### Abstract

This article describes the main authors and basic concepts of market sentiment with the aim of reflecting on some possible explanations for the behavior and financial performance of individual investors from a point of view that is based on the psychology of decision-making. These concepts include, some biases. The principles and concepts exposed can represent an alternative to understand Finance, from a different form of rationality more in line with human nature.

**Key words:** Market sentiment, behavioral finance, overreaction

## 1. INTRODUCCIÓN

La historia del mercado de valores está llena de eventos impactantes, de tal modo que se han “bautizado” de forma popular por mencionar algunos: el “Gran Crash” de 1929, el Tronics Boom de principios de la década de 1960, los años “Go-Go” de fines de la década de 1960, la burbuja “Nifty Fifty” de principios 1970, el colapso del lunes negro de octubre de 1987 y la burbuja de Internet o “Dot.com” de la década de 1990.

Cada uno de estos eventos se refiere a un nivel fuera de lo normal, es decir cambios en el precio de las acciones que parece desafiar explicación alguna.

El modelo financiero estándar, en el cual los inversionistas sin emociones esperan en los precios del mercado de capitales el igualar el valor presente racional de los flujos de efectivo futuros esperados, tiene considerables dificultades para adaptarse a estos patrones.

Las finanzas tradicionales asumen que los humanos somos siempre racionales, poseemos la misma información y la interpretamos de forma precisa para maximizar nuestra utilidad. Sin embargo, en una rama de las finanzas (conductual) se asume que los humanos son, en mayor medida, parcialmente racionales. A veces se actúa de forma racional y otras de forma emocional.

Por lo tanto, las investigaciones en finanzas conductuales han desarrollado métodos para aumentar el modelo estándar con modelos alternativos.

## 2. MARCO TEÓRICO

Las finanzas conductuales exploran la relación de los factores que hacen que un inversionista tome una decisión o no con respecto a la información que tiene disponible.

Una de las primeras observaciones sobre los cambios repentinos en el mercado fue observado por Keynes (1936) al mencionar: “Las fluctuaciones del día a día en las ganancias de la inversión existente, son obviamente caracteres efímeros sin significancia los cuales tienden a tener una influencia excesiva e inclusive absurda en el mercado”

Durante la década de los 80’s se realizaron estudios sobre los cambios repentinos en el mercado de instrumentos financieros; los economistas se concentraron en dos temas; el comportamiento del mercado y la psicología de las decisiones individuales.

El individuo racional tiene diferentes creencias

Kahneman, *et al* (1982) nos evidencia que se tiende a dar más peso a la información más reciente y a minimizar la información anterior, mejor conocido como heurística representativa.

Sobre ese orden de ideas uno de los primeros y principales estudios que abordaron el tema fue el de De Bondt & Thaler (1985) en el cual sentaron las bases empíricas sobre el concepto de reacción exagerada, *overreaction* y la posibilidad de que dicho fenómeno no fuera más que solo casualidad; concluyendo que la mayoría de las personas tienden a tener una reacción exagerada con eventos inesperados y negativos. (Figura 1)

DeLong *et al.* (1990), estudia una de los factores para la toma de la decisión y lo denomina como *noise trader risk*, en el cual concluye que el riesgo nace de lo impredecible del cambio de las opiniones de inversionistas. Esto lleva a un distanciamiento entre el precio de mercado y los fundamentales<sup>1</sup> de las empresas. El estudio introduce un conjunto de sub-conceptos que los denomina pseudo-señales, los cuales incluyen:

- Patrones de volumen y de precios
- Perspectivas de “gurus”
- Índices de sentimiento

En 1995 La Porta *et al* (1995) comenta que aquellas acciones denominadas como con alto valor son el resultado de errores de expectativas por parte de los inversionistas. Es en este estudio el cual sugiere que los errores de expectativas al respecto del futuro del precio de las acciones juegan un papel importante en el retorno observado en acciones.

Shleifer & Vishny (1997) argumentan ideas que se contraponen a lo que conocemos como *arbitraje* es decir como la compra y venta simultanea de instrumentos similares en dos mercados diferentes con una diferencia de precios ventajosa (Sharpe & Alexander 1990) al agrupar en tres opciones lo que sugieren ocasiona una desviación del concepto:

- Error
- Poca habilidad del inversionista
- Ruido en la transacción derivada de un sentimiento

La historia del mercado de valores ha, proporcionando evidencias de lo anterior a través de la burbuja de Internet, colapsos de Nasdaq y telecomunicaciones, validando así la presencia de errores, ruido o sentimiento.

Un período de extraordinario sentimiento de los

<sup>1</sup> Fundamentales contables obtenidos de su información financiera tales como Flujo de efectivo EBITDA, cambios en patrimonio.

inversores llevó el precio de las acciones tecnológicas especulativas y difíciles de evaluar a niveles altos a fines de la década de 1990.

En lugar de crear una oportunidad para los inversores racionales, dicho evento obligó a muchos de estos a cerrar, ya que los precios que eran altos subieron aún más antes del eventual colapso.

Ahora, la pregunta ya no es, como era hace unas décadas, si el sentimiento de los inversionistas afecta los precios de las acciones, sino cómo medir el sentimiento de los inversionistas y cuantificar sus efectos.

Un enfoque es "de abajo hacia arriba", utilizando sesgos en la psicología de los inversionistas individuales, como el exceso de confianza y el conservadurismo, para explicar cómo los inversionistas individuales reaccionan de forma exagerada o de forma en extremo pasiva a los rendimientos o fundamentales.

### **2.1. La Sub reacción y Reacción Exagerada**

Algunas de estas teorías las podemos encontrar en Barberis *et al.* (1998); dichos autores nos ilustran sobre dos conceptos importantes: la sub reacción y la reacción exagerada a las noticias del medio. Dichos autores estudiaron la evidencia de reacción exagerada la cual muestra que, en horizontes de quizás uno a doce meses, los precios subestiman las noticias

Como consecuencia, las noticias se incorporan lentamente en los precios, que tienden a mostrar correlaciones positivas durante ese periodo de tiempo. Una forma relacionada de hacer este punto es decir que las buenas (o malas) noticias actuales tienen poder para predecir retornos positivos (o negativos) en el futuro.

Por otro lado, la evidencia de reacción exagerada muestra que, en horizontes más largos de tiempo, 3 a 5 años, los precios reaccionan exageradamente a patrones consistentes de noticias que apuntan en la misma dirección. Es decir, los valores que han tenido un largo historial de buenas (o malas) noticias tienden a ser precios demasiado caros (o poco caros) y tienen un rendimiento promedio bajo (o alto) después.

Lo estudiado por los autores presenta un desafío a la teoría de los mercados eficientes porque sugiere que, en una variedad de mercados, los inversionistas pueden obtener rendimientos superiores aprovechando la reacción exagerada y sub reacción sin tener un riesgo adicional. Los intentos de explicar la evidencia desde el punto de vista de los mercados eficientes han fallado (Fama y French (1996).

Dadas dichas evidencias, estas presentan un desafío para la teoría de las finanzas del

comportamiento porque los primeros modelos no explican con éxito los hechos. El desafío es explicar cómo los inversionistas pueden formar creencias que conduzcan a una sub reacción o a una reacción exagerada.

### **2.2. La Sub reacción**

Suponga que, en cada período de tiempo, el inversionista escucha noticias sobre una compañía en particular. Identifiquemos dichas noticias en el período  $t$  como  $Z_t$ . Esta noticia puede ser buena o mala, es decir,  $z_i = G$ , o  $Z_t = B$ . Por sub reacción lo definiremos como el rendimiento promedio de las acciones de la empresa en el período posterior a un anuncio de buenas noticias es mayor que el rendimiento promedio en el período después de una mala noticia.

Una clase relacionada de modelos, discutida por Hong y Stein en este número, o Shefrin (2005), se basa en diferencias de opinión entre los inversores, a veces combinadas con restricciones de ventas cortas, para generar una mala valoración. Cuando se agregan, estos modelos hacen predicciones sobre los patrones en el sentimiento de los inversores en el mercado, los precios de las acciones y el volumen.

### **2.3. La reacción exagerada**

La definición que Barberis *et al.* (1998) nos aporta al termino es el retorno promedio, después de una serie de eventos o noticias positivas es menor que el promedio observado después de una serie de noticias negativas. Dicho de otra manera, después de una serie de buenas noticias el inversionista se vuelve optimista que las noticias futuras van a ser positivas también y por ende se reacciona de manera exagerada incrementado el valor de la acción.

Estudios en otros instrumentos como Frankel & Foot (1990) sugieren conclusiones parecidas, en las que registros consistentes de buenos desempeños o buenas noticias pueden llevar a predicciones excesivamente optimistas que son no cumplidas.

### **2.4. Aspecto Psicológico**

Continuando por lo documentado por Barberis *et al.* (1998) agrupa dos grandes estructuras de pensamiento; típicamente hay una sub reacción a las noticias o eventos nos aporta al termino es el retorno promedio, después de una serie de eventos.

Los psicólogos Tversky & Kahneman (1974), nos aportan conceptos para dichos fenómenos: *la representatividad heurística y el conservatismo*. En el primero concepto una persona evalúa la probabilidad de un evento incierto, por el grado con de similitud de sus propiedades esenciales con la población. A manera de ejemplo: si la descripción de la personalidad de un individuo coincide con un grupo de personas de cierta profesión, el sujeto con dicha personalidad tenderá a sobre estimar la probabilidad que se pertenezca a dicha profesión.

Otro aspecto de la *representatividad heurística* es que las personas ven patrones en secuencias aleatorias. El sesgo implícito es que los inversionistas tratarán de predecir el proceso muy rápido con base en una muestra muy corta, llevando, la mayoría de las veces, a un pronóstico erróneo.

Por otro lado, *conservatismo* es un estado en el cual una vez que el individuo ha formado una impresión; dicho individuo es lento en cambiar esa impresión aun y que se presenten nuevas evidencias. Edwards (1968) realizó algunos experimentos para comprobar este sesgo. En ellos individuos que tenían una postura, se les dio nueva evidencia que apuntaba en dirección opuesta, dichos individuos cambiaron su postura en la dirección adecuada, pero con poca magnitud.

### 3. Sentimiento de Mercado

El estudio de los factores descritos tuvo un desarrollo importante en los años 90's. Debondt (1993) nos aporta evidencia al respecto de evidenciar que la gente en general tiende a extrapolar tendencias pasadas. Después usar un método directo de medición, encuesta, encontró que el pronóstico en los cambios de nivel de precio que se realiza después de una serie de incremento de precios es mayor que aquel hecho cuando los precios disminuyen.

Markowitz (1959) nos comenta en su teoría del portafolio (MPT) que el asumir expectativas racionales no se pueden tomar por sentado.

Al comienzo del siglo XXI economistas empiezan a definir el sentimiento de mercado como la propuesta de Lee et al (2002) donde menciona que el sentimiento de mercado es un factor importante para explicar el exceso de la ganancia de un instrumento y factor condicional para su volatilidad. Un cambio en sentimiento tiende a ser más significativo para explicar la formación de volatilidad.

Al preguntarse qué es el sentimiento de mercado Brown & Cliff (2004) nos responden de manera intuitiva que el sentimiento representa las expectativas de los participantes del mercado relativo a una norma por ejemplo un inversionista agresivo tiene expectativas por encima del promedio.

En otro ámbito, el de fusiones y adquisidores MA Rosen (2006) lo define como la reacción de los inversionistas a otros factores que aquellos creados por la fusión.

La mayoría de las definiciones provienen de la psicología cognitiva la cual explora el cómo los sesgos de comportamiento afectan a la toma de decisiones. Llegando esto al punto de que bajo ciertas circunstancias el sentimiento del inversor

puede llegar a distorsionar el precio en el mercado de un instrumento de mercado.

### 3.1. Formas de medición

Con el objetivo de contar con información que mida el sentimiento de mercado se han desarrollado métodos directos e indirectos.

De los métodos indirectos se ha usado encuestas como la realizada en los estados unidos de américa *Investor's Intelligence survey* encuesta de inteligencia del inversionista en la cual, de forma semanal, se encuesta a alrededor de 140 escritores de boletines financieros para determinar si se inclinan alcista o bajista en sus opiniones. La Encuesta de Inteligencia del inversionista recopila los datos para llegar a un porcentaje semanal de alzas vs bajos. De la misma forma ofrece gráficos y tendencias.

Otro instrumento que mide el sentimiento de mercado en los estados unidos de américa es la *American Association of Individual Investors survey*, la cual es una encuesta de opinión de que mide el porcentaje de inversionistas individuales que son optimistas, bajistas y neutrales en el mercado de valores a corto plazo; los líderes de negocios son encuestados semanalmente.

En línea con lo anterior el *consumer confidence index*, es una encuesta que mide el optimismo o pesimismo de los consumidores con respecto situación financiera.

El Índice de confianza del consumidor se basa en la premisa que, si los consumidores son optimistas, gastarán más y estimularán la economía, pero si son pesimistas, sus patrones de gasto podrían conducir a un descenso en la economía. Es ampliamente considerado como el indicador más creíble de la confianza del consumidor estadounidense. Esencialmente, es un barómetro de la salud de la economía y se basa en las percepciones de los consumidores sobre las condiciones laborales actuales, y sus expectativas de negocios, empleo e ingresos para los próximos seis meses.

El Índice de confianza del consumidor está basado en la encuesta de confianza del consumidor, que es una encuesta de 5,000 hogares. La encuesta se realizó inicialmente en 1967 cada dos meses, pero cambió a seguimiento mensual en 1977.

Estos métodos de medir el sentimiento de mercado tienen detractores ya que son criticados por a diferencia potencial entre lo que la gente responde en las encuestas vs lo que terminan haciendo.

Como métodos directos de medición de sentimiento de mercado se cuentan con índices. El más usado en el mercado americano es el VIX. El

VIX nació del estudio realizado por Fleming, Ostdiek y Whaley (1995) basándose en la volatilidad de los futuros vendidos a través del CBOE *Chicago board options exchange* calculando un índice con los precios de compra y venta de los próximos treinta días sobre el índice del S&P100. Existen otros índices para mercados como el VXN para el NASDAQ 100 o el RVX para el Russell 2000 para empresas de poca capitalización.

A medida que fue evolucionando en el 2003 se empezó a basar en el S&P500 incrementando la cantidad de acciones más importantes del mercado americano. Su rango es de 0 a 100. Como regla general por encima de 30 es cuando se considera que el mercado tiene miedo; cuando está por debajo de 20 existe un optimismo. A manera de ejemplo el 20 de octubre de 2008 durante la crisis financiera toco niveles de 89.

Para México existe un índice desarrollado por el Mercado Mexicano de Derivados el VIMEX, cuya definición ofrecida por el índice VIMEX (2020) es el que sigue: el VIMEX está diseñado para medir las expectativas de volatilidad que los inversionistas tienen del índice de precios y cotizaciones (IPC) de la bolsa mexicana de valores. Refleja la volatilidad esperada de corto plazo (90 días) y utiliza opciones que reflejan lo que los compradores y vendedores esperan que ocurra en el mercado accionario.

### 3.2. Caso práctico México

Derivado de lo observado, es complicado encontrar una medición que para México que comprenda un índice robusto; sin embargo, usaremos para este caso práctico en EMOE (Encuesta mensual de opinión empresarial). Dicha herramienta nos provee de un “sentimiento” de empresarios dedicados a la construcción sobre las expectativas del país y su empresa en el presente y en el futuro. El resultado de la encuesta se usará como variable dependiente. Como variable dependiente usaremos el Índice de precios y cotizaciones (IPC) de la bolsa mexicana de valores (BMV) en una serie de medición de los últimos 20 meses (noviembre 2018 – junio 2020).

Para fines prácticos comentaremos que durante ese mismo período de tiempo el IPC disminuyó 11 veces. En el transcurso evaluado los resultados del EMOE, para el mismo mes, sufrió disminuciones en 7 ocasiones. Con un poco más del 60% de predictibilidad, el IPC derivó en un decremento.

Como tal la encuesta dista de un alto nivel de predictibilidad ( $\Rightarrow 80\%$ ), así como de medir la intensidad o nivel el cual se disminuirá. Sin embargo, nos provee de un caso práctico que aporta al inversionista potencial un indicador adicional y

provee de evidencia empírica sobre la relación que existe entre el sentimiento de mercado y su efecto en los precios o niveles del IPC.

## 4. CONCLUSIONES

Las finanzas conductuales o lo que es lo mismo finanzas del comportamiento son un campo de las finanzas que las analiza desde el aspecto psicológico. Describen cómo se comportan las personas, como toman las decisiones, cuales son los factores que las hacen tomar dichas decisiones y desarrolla modelos para encontrar dichas relaciones.

Las finanzas del comportamiento toman en cuenta que en la toma de decisiones hay sesgos emocionales y cognitivos. Es decir, la toma de decisiones puede verse alterada según la forma en que se presenta la información y según las características y el perfil de los participantes del mercado.

A medida que los mercados suben, los inversionistas en su mayoría tienen un exceso de confianza y compran más a precios más altos, ya que creen que los riesgos en el futuro serán menores. Sin embargo, a medida que los mercados bajan, los inversionistas mantienen esas inversiones, incluso por más tiempo del que deberían.

El sentimiento de mercado es un tema cuyo estudio inició en la década de los 90's, durante el siglo XXI a principios y sigue siendo tema de discusión. Se encuentran diversos autores y modelos que prueban en ciertas condiciones la existencia del sentimiento y por otro lado otros la rechazan y sugieren que es un error momentáneo del mercado.

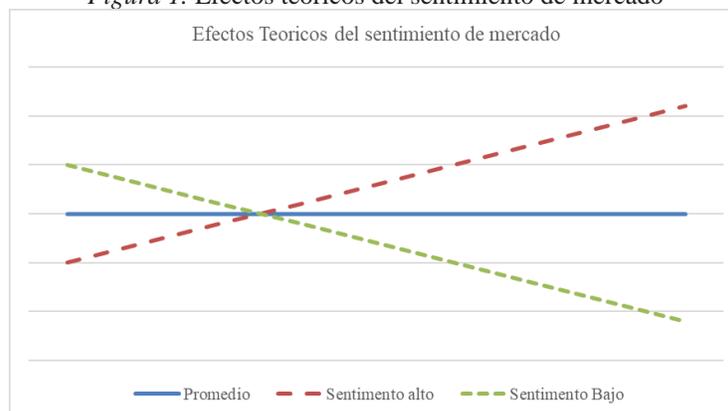
Este artículo es una introducción al tema y pretende sentar las bases e interés para que contadores, economistas e interesados aporten métodos y estudios para el mercado nacional mexicano que ayuden a encontrar relaciones para que inversionistas tengan más herramientas de decisión al momento de comprar o vender instrumentos en el mercado nacional.

## REFERENCIAS

- Barberis, Nicholas, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. 1998. "A Model of Investor Sentiment." *Journal of Financial Economics*, 49(3): 307–43
- Brown, G. W., & Cliff, M. T. (2004). Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of empirical finance*, 11(1), 1-27.
- De Bondt, W. and Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *Journal of Finance* 40, 793–807.
- De Bondt, W. P. (1993). Betting on trends: Intuitive forecasts of financial risk and return. *International Journal of forecasting*, 9(3), 355-371.
- Edwards, W. (1968). Conservatism in human information processing. Formal representation of human judgment.
- Fama, E., and K. French (1996): Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies, *Journal of Finance*, 51.
- Fleming, Ostdiek y Whaley (1995) Predicting stock market volatility: a new measure, *The Journal of Futures Markets*, 15 (3): 265-302 publicado en 1995
- Frankel, J. A., & Froot, K. A. (1990). Chartists, fundamentalists, and trading in the foreign exchange market. *The American Economic Review*, 80(2), 181-185.
- Kahneman, D., Slovic, S. P., Slovic, P., & Tversky, A. (Eds.). (1982). *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*. Cambridge university press.
- Lee, W. Y., Jiang, C. X., & Indro, D. C. (2002). Stock market volatility, excess returns, and the role of investor sentiment. *Journal of banking & Finance*, 26(12), 2277-2299.
- Markowitz H. (1959). *Portfolio selection: Efficient Diversification of Investments*. Wiley, New York, NY.
- Pedersen, H. W. JM Keynes. *the general theory of employment, interest, and money*. Macmillan, London 1936. 403 S. Nationaløkonomisk Tidsskrift.
- Mexder (2020). *Indice VIMEX*. Recuperado en: [http://www.mexder.com.mx/wb3/wb/MEX/MEX\\_Repositorio/\\_vtp/MEX/1f0a\\_vimex/\\_rid/21/\\_mt\\_o/3/VIMEX.pdf](http://www.mexder.com.mx/wb3/wb/MEX/MEX_Repositorio/_vtp/MEX/1f0a_vimex/_rid/21/_mt_o/3/VIMEX.pdf)
- Porta, R. L., Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). Good news for value stocks: Further evidence on market efficiency. *The Journal of Finance*, 52(2), 859-874.
- Sharpe, William, and Gordon Alexander, 1990, *Investments*, 4th edition, (Prentice Hall, Engle-wood Cliffs, N.J.)
- Shleifer, Andrei, and Robert Vishny. 1997. "The Limits of Arbitrage." *Journal of Finance*, 52(1): 35–55.
- Siegel, Jeremy. 1998. *Stocks for the Long Run*. New York: McGraw-Hill.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty. *Heuristics and biases. science*, 185(4157), 1124-1131.

## FIGURAS

Figura 1. Efectos teóricos del sentimiento de mercado



Fuente: Elaboración propia.