



LA IMPORTANCIA DEL “BEHAVIOR GAP”

LA DIFERENCIA ENTRE EL RETORNO DE LA INVERSIÓN Y EL RETORNO DEL INVERSIONISTA

Por Francisco Barañao, CFA

El “behavior gap”, o “brecha de comportamiento” en español¹ es un concepto popularizado por Carl Richards y corresponde a la diferencia entre el retorno de una inversión (que los inversionistas obtendrían), y los menores retornos que efectivamente obtienen debido a su comportamiento (el retorno del inversionista).

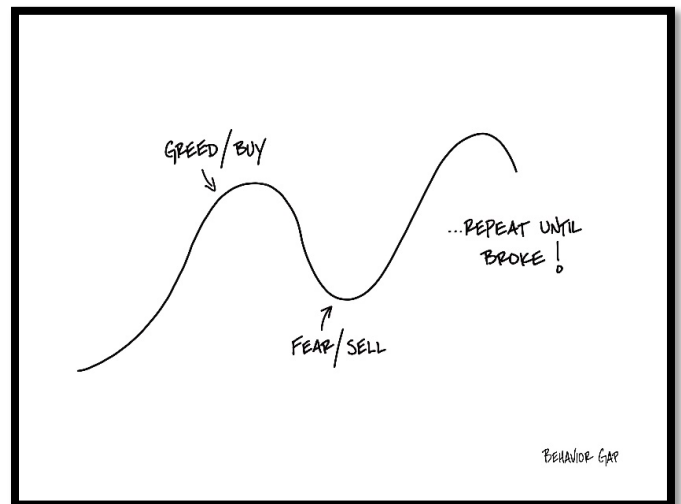
Matemáticamente, la rentabilidad del inversionista se calcula con la tasa interna de retorno (también llamada “money-weighted rate of return”, o MWRR) de todos los flujos de caja durante el período de la inversión. La rentabilidad calculada de esta forma refleja el retorno efectivo para el inversionista considerando todos sus movimientos de inversión y desinversión durante el período de análisis.

Por otro lado, la rentabilidad de la inversión se obtiene dividiendo el tiempo en períodos determinados por las entradas o salidas de caja externas al portafolio, calculando luego la rentabilidad en cada uno de esos períodos, y finalmente calculando la rentabilidad total componiendo las rentabilidades de todos los períodos. La rentabilidad calculada de esta forma, llamada “rentabilidad ponderada por tiempo” (“Time-Weighted Rate of Return” o TWR), refleja el retorno de un inversionista que no efectúa movimientos durante el horizonte de inversión.

Lo interesante es que diversos estudios indican que el comportamiento habitual de los inversores es tomar decisiones emocionales buscando anticipar el comportamiento del mercado. Así, cuando el mercado está subiendo, los inversionistas presentarían un comportamiento “ambicioso” que los llevaría a invertir para aprovechar la supuesta oportunidad de un mercado al alza. Por el contrario, en mercados a la baja, los inversionistas presentarían un comportamiento “temeroso” que los llevaría a vender sus inversiones para evitar las supuestas pérdidas esperables cuando los precios de los activos están bajando. En general, varios sesgos emocionales de comportamiento podrían explicar este comportamiento,

por ejemplo la aversión a las pérdidas por sobre las ganancias de la misma magnitud, sobre confianza, entre otros.

A largo plazo, este comportamiento se traduce finalmente en decisiones de venta cuando los precios están bajos, y de compra cuando están altos.



Fuente: behaviorgap.com²

Por esto, las rentabilidades efectivas de los inversionistas resultan más bajas que las rentabilidades que obtendría un inversor que invierte en los mismos activos sin efectuar movimientos intermedios.

El “behavior gap” corresponde a la diferencia, habitualmente negativa, entre el retorno del inversionista, y el retorno de la inversión.

El punto central de Richards es que conseguir un retorno superior no es un problema de encontrar las mejores inversiones. Es un problema de comportamiento, de manera de evitar decisiones emocionales que llevan a vender cuando los precios

¹ En esta columna hemos preferido mantener la expresión original en inglés porque es la más utilizada en la industria financiera.

² Se agradece a Carl Richards su autorización para utilizar esta imagen en esta columna.

están bajos, y a comprar cuando los precios están altos.

La firma especializada DALBAR Inc. ha analizado esta diferencia desde 1994, y sus resultados muestran de manera consistente que las ganancias de los inversionistas son inferiores a las de los fondos en los que invierten.

Los resultados para el año 2020 se resumen en la siguiente tabla:

	Average Equity Fund Investor	Average Fixed Income Fund Investor	Average Asset Allocation Fund Investor	500 S&P	Bloomberg-Barclays Aggregate Bond Index	Inflation
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
30 Year	6,24	0,45	2,62	10,7	5,86	2,25
20 Year	5,96	0,57	2,89	7,47	4,83	2,05
10 Year	10,23	0,73	4,9	13,88	3,84	1,77
5 Year	12,31	1,4	6,12	15,22	4,44	1,95
3 Year	10,37	1,61	4,48	14,18	5,34	1,86
12 Month	17,09	3,09	6,13	18,4	7,51	1,36

Fuente: 2020 QAIB report, DALBAR.

En el caso de los fondos accionarios, el inversionista promedio obtuvo un retorno de 17,09%, lo que es un 1,31% menor al retorno de 18,4% del S&P 500. Esta diferencia para el año 2019 es en todo caso inferior al 2,33% observado en Q1, al 2,09% promedio de los últimos 36 años, al 5,04% de 2018 y al 5,35% de 2019.

En el caso de la renta fija, en 2020 el inversionista promedio obtuvo una rentabilidad del 3,09%, lo que es un 4,42% por debajo del 7,51% del índice Bloomberg-Barclays Aggregate Bond Index.

Por otro lado, Morningstar prepara anualmente un informe para analizar precisamente el “behavior gap” de sus fondos en USA. La siguiente tabla resume los resultados del informe 2020 (con datos al cierre de 2019):

The Gap by U.S. Category Group (10-Year Returns)				
U.S. Category Group	Investor return	Total Return	Gap	
Allocation	7,47	7,08	0,40	
Alternative	-0,22	-0,04	-0,18	
International Equity	4,85	5,89	-1,04	

³ Ver “Does The DALBAR Study Grossly Overstate The Behavior Gap?”, por Harry Sit en <https://www.kitces.com/blog/does-the-dalbar-study-grossly-overstate-the-behavior-gap-guest-post/>

Municipal bond	2,66	3,60	-0,94
Sector Equity	7,99	9,34	-1,35
Taxable bond	3,02	3,80	-0,78
U.S. Equity	11,91	11,61	0,29
Overall	7,66	7,71	-0,05

Fuente: *Mind the Gap 2020. A report on investor returns in the United States. Morningstar Manager Research. 18 August 2020.*

Pero, ¿es realmente el comportamiento de los inversionistas la única y más importante explicación del gap? No necesariamente³. Es habitual que los inversionistas no hagan una sola inversión inicial para retirarla en su totalidad al final del horizonte de inversión, sino que vayan haciendo aportes durante todo el período. En ese caso, en general, si los retornos de los primeros períodos son más altos, el retorno de un fondo calculado como la tasa interna de retorno va a ser superior al retorno de un inversionista que hace aportes periódicos al fondo durante el horizonte de inversión, como se muestra en este ejemplo simplificado:

	Período				
	1	2	3	4	5
Rentabilidad anual	10%	10%	0%	0%	
Rentabilidad de la inversión ("buy and hold")					
Valor de la inversión al inicio del período	1.000	1.100	1.210	1.210	1.210
Aportes	-1.000				
Retiros					1.210
Flujos de la inversión	-1.000	0	0	0	1.210
Rentabilidad de la inversión	4,9%				
Inversionista que hace aportes anuales					
Valor de la inversión al inicio del período	250,0	525,0	827,5	1.077,5	1.077,5
Aportes	-250	-250	-250	-250	
Retiros					1.078
Flujos de caja del inversionista	-250	-250	-250	-250	1.078
Rentabilidad del inversionista	3,0%				

Fuente: Elaboración propia basada en ejemplo de Harry Sit.

¿Significa esto que los inversionistas que hicieron aportes anuales obtuvieron menores rentabilidades porque actuaron de manera emocional frente a las variaciones de los precios de mercado? En absoluto. Lo único que ocurrió es que en los primeros años, en los que hubo altas rentabilidades, los inversionistas tenían un monto invertido menor, lo que afectó negativamente la rentabilidad del período.

El resultado se invierte si las rentabilidades iniciales son más bajas que las finales, en cuyo caso la rentabilidad del inversionista que hace aportes anuales será superior al de la inversión. Nuevamente, la diferencia no tiene ninguna relación con el comportamiento de los inversionistas sino con que los montos de inversión serían menores al inicio del período de inversión, cuando la rentabilidad de los activos fue más baja.

Precisamente por esta razón, el informe de Morningstar incluye un análisis, para cada tipo de fondo, de la rentabilidad de un inversionista hipotético que efectúa aportes iguales al fondo todos los meses.

En cualquier caso, el behavior gap se puede evitar aplicando un enfoque sistemático, metódico y

consistente a las decisiones de inversión, que proteja al inversionista de sus propias decisiones irracionales producto de las emociones del momento.