

Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

Perspectivas globales de Counterpoint

¿Quién está al otro lado?

Un marco para comprender la (in)eficiencia del mercado

CONSILIENT OBSERVER | 21 de enero de 2026

Introducción

La eficiencia del mercado es un tema de gran importancia para las empresas y los inversores. Los mercados de capitales que funcionan correctamente contribuyen de manera esencial a la asignación eficaz de los recursos corporativos. Los inversores buscan ineficiencias para generar rendimientos superiores, es decir, rendimientos mayores de lo esperado tras ajustar el riesgo.

Para comprender la eficiencia, es necesario examinar muchos elementos, entre ellos el mercado de información sobre el valor fundamental, la cognición y el comportamiento de los inversores, y los costes inherentes a la reducción de las diferencias entre precio y valor.

Nuestros objetivos son comprender los factores que determinan la eficiencia del mercado y crear una taxonomía de las fuentes de ineficiencia para proporcionar a los inversores activos un marco sólido que les permita identificar y capturar rendimientos extraordinarios.

Definición de eficiencia. La "eficiencia" es un término de la física que mide la relación entre la energía consumida y el trabajo útil realizado. Por ejemplo, el cuerpo humano convierte cada 100 calorías consumidas en aproximadamente 20-25 calorías de trabajo mecánico, como correr. Este nivel de eficiencia es similar al de un motor de combustión común. Ni el cuerpo humano ni una máquina pueden transformar el 100% de su energía en trabajo debido a la segunda ley de la termodinámica, que establece que siempre hay energía que se disipa y no está disponible para realizar trabajo.²

Los mercados no son máquinas, pero la idea de eficiencia sigue siendo válida. Para los mercados, la información es el insumo y el resultado es un precio del activo que refleja de forma imparcial su valor razonable. El valor razonable, a su vez, es el valor presente de los flujos de efectivo futuros esperados, descontados a una tasa adecuada.

Eugene Fama, profesor de finanzas en la Escuela de Negocios Booth de la Universidad de Chicago y ganador del Premio Nobel de Economía por su trabajo sobre la eficiencia del mercado, lo resume de esta manera: "Un mercado en el que los precios siempre 'reflejan plenamente'

La información disponible se denomina "eficiente".³ Así como no puede existir una máquina perfectamente eficiente, tampoco puede existir un mercado perfectamente eficiente.

AUTORES

Michael J. Mauboussin
michael.mauboussin@morganstanley.com

Dan Callahan, CFA
dan.callahan1@morganstanley.com

Tabla de contenido

Introducción	1
Definición de eficiencia	1 Caminos hacia la
eficiencia del mercado	4 Evaluación de la eficiencia: Los
precios son correctos y no hay almuerzo gratis	6 ¿A qué juego estamos jugando? (Parte
1).....	7 Creación de riqueza a largo plazo
sesgada.....	7 Relación entre las ganancias de la vida y el
precio	7 ¿A qué juego estamos jugando? (Parte
2).....	9 De activo a
pasivo.....	9
Gestión activa: acortando los horizontes temporales	13 El auge del comercio
minorista.....	14
Eficiencia del mercado en el capital privado.....	18 ¿Quién está del otro
lado?.....	20
Ineficiencias del comportamiento	22
Aplicación ingenua de la economía conductual	23
Sobreextrapolación.....	24
Sentimiento	25
Burbujas	26
La sabiduría y la locura de las multitudes	28
Cómo se propagan las creencias	30 Ineficiencias
analíticas.....	32 Habilidad
analítica	32 Actualizar las opiniones mejor que
los demás	32 Arbitraje
temporal.....	34 El poder de las
narrativas	37
Ineficiencias de la información	40
Descúbrelo primero	41
Presta atención.....	42 Complejidad de la
tarea.....	44
Ineficiencias técnicas	45
Vendedores o compradores forzados	45 La importancia
de los flujos de fondos	46 Cuando los arbitrajistas no se
presentan.....	47
Conclusión	49
Lista de verificación.....	51
Apéndice A: Artículos sobre la indexación y su impacto en la eficiencia del mercado	52 Apéndice B:
Libros sobre burbujas	54 Apéndice C: ¿Los factores reflejan el riesgo
o el comportamiento del inversor?	56 Notas
finales	57
Referencias.....	72
Libros	72
Documentos.....	75

Introducción (Continuación)

Fama distinguió tres formas de eficiencia, según la fuente de información. La forma débil establece que no se pueden utilizar los movimientos de precios pasados para anticipar los movimientos de precios futuros. La forma semifuerte sostiene que los precios incorporan completamente toda la información disponible públicamente, sin dejar oportunidad de obtener rendimientos excedentes ajustados al riesgo. La forma fuerte afirma que la información en manos de un grupo reducido, por ejemplo, personas con información privilegiada, queda confinada en los precios.

Las formulaciones débiles y semifuertes se mantienen hasta cierto punto, pero las investigaciones han revelado anomalías que las contradicen.

La versión fuerte no está respaldada por la evidencia.

Antes de abordar las oportunidades que puede presentar la ineficiencia del mercado, consideraremos los tres factores centrales que determinan la eficiencia.⁵

- Valor fundamental: Mercado de información sobre activos. Se trata de información sobre el flujo de caja previsto.

Los flujos y las tasas de descuento son la base del valor fundamental de un activo.

Sanford Grossman y Joseph Stiglitz, profesores de finanzas y Stiglitz ganador del Premio Nobel, escribieron un artículo en 1980 titulado "Sobre la imposibilidad de los mercados informacionalmente eficientes".⁶ Argumentan que los mercados no pueden ser perfectamente eficientes porque hay un costo en recopilar información y reflejarla en los precios de los activos, lo que significa que debe haber un beneficio proporcional en forma de rendimientos excedentes que los inversionistas estarán motivados a capturar.

Los inversores activos necesitan precios erróneos explotables como incentivo para participar porque necesitan recuperar el costo de recopilar información. Se puede argumentar que el beneficio debería ser aproximadamente igual al costo, pero Debe existir algún beneficio.

La paradoja de Grossman-Stiglitz dice que si los mercados fueran perfectamente eficientes, los inversores no tendrían ningún problema. Existe un incentivo para recopilar información, pero los precios no pueden ser eficientes sin operadores informados. Lasse Pedersen, profesor de finanzas, capta ingeniosamente la paradoja al afirmar que los mercados deben ser «eficientemente ineficientes».⁷ En este mercado, los inversores buscan "comprar" información y "venderla" para obtener ganancias.

- Inversores: Cognición y Comportamiento. Algunos inversores operan basándose en información, otros en datos o factores irrelevantes para el valor, y otros simplemente se benefician sin contribuir. Las investigaciones revelan que los inversores siguen ciertos patrones de comportamiento.

Estos incluyen sobreextrapolar resultados recientes, experimentar fluctuaciones en el sentimiento del mercado, crear y actuar en función de narrativas, tener una atención limitada e interpretar la misma información de diferentes maneras. Estos comportamientos pueden generar discrepancias entre precio y valor.

En ocasiones, los inversores se ven obligados a comprar o vender activos por razones ajenas a su valor fundamental. Algunos ejemplos son la compra o venta para reflejar el reequilibrio de índices, las ventas provocadas por las llamadas de margen y las ventas desencadenadas por un activo que queda fuera del mandato de inversión.

Costos de arbitraje: Mercado de activos. El arbitraje consiste en la compra simultánea de un activo infravalorado y la venta de un activo sobrevalorado con flujos de efectivo idénticos o muy similares, generando una ganancia prácticamente libre de riesgo. Es un mecanismo que propicia la convergencia entre precio y valor.

Pero el arbitraje conlleva costos, como la identificación y verificación de precios incorrectos, la implementación y ejecución de operaciones, las implicaciones fiscales y la financiación de valores.⁸ Estos se denominan "costos de arbitraje" y a menudo se subestiman en la investigación académica. De hecho, en una actualización de su artículo clásico sobre el tema, Fama propone que una versión más "sensata" de un mercado eficiente es aquella en la que los precios incorporan

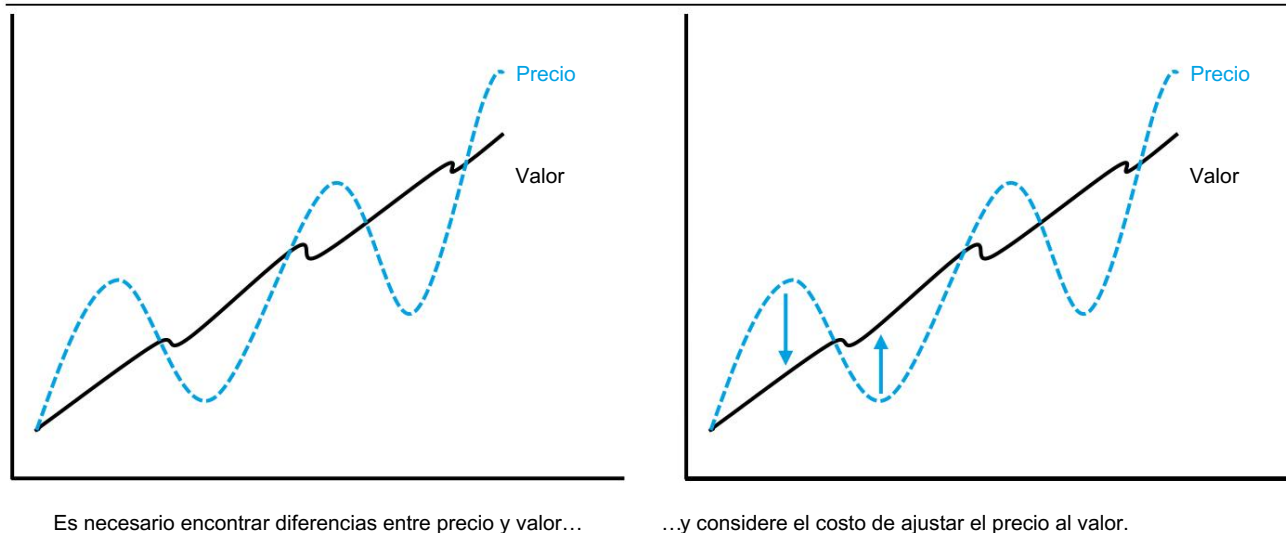
información hasta el punto “en que los beneficios marginales de actuar en función de la información (las ganancias que se obtendrán) no superen los costos marginales”.⁹

Muchos de estos costos han disminuido con el tiempo, lo que ha hecho que la mayoría de los mercados sean más eficientes. Por ejemplo, la Regulación de Divulgación Justa, implementada en el año 2000, redujo la divulgación selectiva de información por parte de las empresas.

Los costos de transacción también han disminuido drásticamente en las últimas décadas como resultado de la desregulación y los avances tecnológicos que han reducido las comisiones y los diferenciales entre precios de compra y venta. Por ejemplo, un inversor minorista pagaba el 2,5 % del precio de compra para adquirir 100 acciones de una empresa que cotizaba a 25 dólares antes de la desregulación de las comisiones el 1 de mayo de 1975. Hoy en día, una compra similar estaría prácticamente libre de comisiones. ¹⁰

La Figura 1 muestra cómo el precio y el valor pueden divergir, así como el costo de corregirlos. Tener una perspectiva diferente a la que ya está reflejada en el precio, y la capacidad de obtener ganancias a partir de esa perspectiva, son esenciales para generar rendimientos superiores.

Gráfico 1: Los precios reflejan los fundamentos, el comportamiento de los inversores y los costes de arbitraje.



Fuente: Counterpoint Global.

Las ofertas de inversión basadas en reglas, incluidos los fondos mutuos indexados y los fondos cotizados en bolsa (ETF), controlan al menos un tercio de los activos en el mercado público de renta variable de EE. UU. y más del 60 por ciento de los fondos mutuos de renta variable nacionales de EE. UU.¹¹ Muchas de estas estrategias no gastan recursos en recopilar información sobre el valor fundamental y se benefician gratuitamente de los precios del mercado.

Los gestores activos desempeñan un papel fundamental en los mercados, ya que contribuyen a la determinación de precios y proporcionan liquidez. En otras palabras, el precio y el valor tienden a converger gracias a su labor, y facilitan la conversión de efectivo en acciones y viceversa. Estas funciones son bienes públicos valiosos, y resulta lógico que los mercados no puedan operar eficazmente si están compuestos exclusivamente por fondos indexados.

Caminos hacia la eficiencia del mercado. Consideremos las tres formas teóricas en que los inversores pueden lograr la eficiencia de los mercados.¹² La primera consiste en suponer que todos los inversores son racionales, lo que significa que procesan la información correctamente, forman expectativas imparciales y maximizan la utilidad esperada. Esto se asemeja a lo que Fama tenía en mente cuando acuñó el término «mercado eficiente» en 1965.¹³ Nadie cree realmente en esto, ni nadie lo ha creído jamás. Sin embargo, sigue siendo un referente para la eficiencia.

A continuación, podemos suponer que algunos inversores, en lugar de todos, son racionales. Estos inversores son arbitrajistas que buscan precios erróneos y compran barato y venden caro cuando los encuentran. Esto garantiza la convergencia de precios y valor.

En el modelo Grossman-Stiglitz, estos son los inversores que incurren en costes para detectar ineficiencias y se benefician de rendimientos extraordinarios al eliminarlas. Existen empresas grandes, sofisticadas y rentables que desempeñan este papel en los mercados a diario.¹⁴

El problema, como veremos más adelante, es que los arbitrajistas a veces no aparecen. En particular, esto suele ocurrir durante períodos de turbulencias en el mercado, cuando las oportunidades de arbitraje son más abundantes.

La forma final de llegar a mercados eficientes es la sabiduría de las multitudes, la idea de que la agregación de la información de muchos individuos independientes produce un resultado preciso.¹⁵ Sin embargo, las multitudes son sabias solo cuando se dan ciertas condiciones: una diversidad de puntos de vista, un mecanismo para agregar esos puntos de vista e incentivos adecuados.

La idea de que los mercados sobresalen en la síntesis de información dispersa para descubrir precios precisos es fundamental para entender por qué Friedrich Hayek (1974) y Vernon Smith (2002) recibieron el Premio Nobel de Economía.¹⁶

Scott Page, científico social de la Universidad de Michigan y miembro externo de la facultad del Instituto Santa Fe, popularizó el “teorema de predicción de la diversidad” para mostrar por qué esto funciona.¹⁷ El teorema demuestra que el error colectivo de un grupo (la sabiduría de la multitud) es igual al error individual promedio menos la diversidad de predicción.

De este teorema se desprende que el colectivo siempre es más preciso que la persona promedio dentro del colectivo, y que la sabiduría de las multitudes depende por igual de la inteligencia (error individual promedio) y la diversidad.

Los mercados tienen éxito en gran medida porque proporcionan un mecanismo sólido para agregar esta información dispersa. ¹⁸

Los incentivos también son importantes. En los mercados, los incentivos reflejan las ganancias por acertar y las pérdidas por equivocarse. Esto agudiza las predicciones y garantiza que las opiniones que se alejan del consenso y son correctas proporcionen una recompensa considerable.

Las multitudes pueden pasar de la sabiduría a la locura cuando se incumple cualquiera de estas condiciones. La diversidad es la más vulnerable. En lugar de que los inversores tengan una variedad de opiniones, sus puntos de vista se correlacionan. Cuando esto sucede, ya sea porque sincronizan sus opiniones o porque los disidentes se abstienen, la multitud pierde la diversidad que constituye la base de su precisión.

Medir la eficiencia del mercado es inherentemente difícil debido al “problema de la hipótesis conjunta”.¹⁹ La primera hipótesis es que existe un modelo confiable que predice los rendimientos del precio de los activos. El modelo de fijación de precios de activos de capital (CAPM), que describe la relación entre el riesgo sistemático y los rendimientos esperados, es comúnmente utilizado por ejecutivos e inversores, pero existen muchos otros modelos. ²⁰ La segunda hipótesis es que el mercado es eficiente.

El problema es que solo se puede considerar que el rendimiento de un activo es anómalo si se tiene un modelo preciso de los rendimientos esperados. En consecuencia, un rendimiento anómalo puede ser el resultado de un modelo de valoración de activos erróneo, una ineficiencia del mercado o ambas cosas. Por lo tanto, es difícil considerar que un activo está mal valorado a menos que se tenga la certeza de que el modelo de valoración de activos es correcto. El modelo es preciso.

Veamos cómo encajan estos enfoques con las tres consideraciones de eficiencia: valor fundamental, comportamiento del inversor y costes de arbitraje.

Evaluación de la eficiencia: los precios son correctos y no hay almuerzo gratis. Robert Shiller, profesor de economía en la Universidad de Yale que compartió el Premio Nobel con Fama en 2013, desarrolló un modelo basado en el concepto de un operador de ruido.²¹ Estos inversores operan "con ruido como si fuera información" y "desde un punto de vista objetivo, les convendría más no operar".²² El modelo sugiere que el precio de un activo está determinado conjuntamente por su valor fundamental y el costo del arbitraje.

Cuando los operadores especulativos alejan los precios de su valor fundamental, los inversores informados pueden obtener beneficios operando en su contra cuando los costes de arbitraje son suficientemente bajos. En estas condiciones, los arbitrajistas obtienen beneficios extraordinarios y, al mismo tiempo, contribuyen a la eficiencia de los mercados.

Cuando los costos de arbitraje son altos, las distorsiones de precios pueden persistir porque el costo de corregirlas supera el beneficio potencial. La eficiencia del mercado, donde el precio es igual al valor, se sitúa en un continuo que va desde muy ineficiente hasta muy eficiente.

En todas las clases de activos y dentro de ellas. Su ubicación depende de las fluctuaciones del comportamiento de los inversores y del coste de corregir los precios.

Paul Samuelson fue un economista influyente que recibió el Premio Nobel en 1970. Articuló lo que

Se ha dado a conocer como el "Dicto de Samuelson": el mercado de valores muestra "microeficiencia" e "ineficiencia macro". La microeficiencia sugiere que las acciones individuales tienen precios precisos en relación con las demás. La ineficiencia macro indica que los precios del mercado en su conjunto pueden desviarse considerablemente de su valor fundamental. Los estudios empíricos respaldan esta distinción.²³

Fischer Black, otro importante contribuyente a la teoría financiera, definió un mercado eficiente como aquel en el que el precio se encuentra dentro de un factor de 2 del valor, es decir, el precio es más de la mitad del valor y menos del doble del valor.² Este es un rango notablemente amplio. De hecho, existen pruebas de que los inversores forman expectativas de rentabilidad sin una visión clara de cuál debería ser el precio adecuado, lo que los académicos denominan «demanda agnóstica al precio».²

Una interpretación estricta de la hipótesis del mercado eficiente (HME) afirma que "en cualquier momento dado, el precio real de un valor será una buena estimación de su valor intrínseco".²⁶ Es difícil tomar esta idea demasiado en serio si aceptamos el rango de discrepancias que Black establece entre precio y valor.

Por otro lado, la hipótesis del mercado eficiente predice específicamente que, en general, los gestores de inversiones activos tendrán dificultades para generar rentabilidades consistentemente superiores a las del mercado, una vez considerado el riesgo. Los datos respaldan esta afirmación.²

Estas observaciones permiten establecer una distinción útil entre «los precios son correctos» y «no hay almuerzo gratis».²⁸ «Los precios son correctos» significa que el precio es una estimación imparcial del valor, o correcta en promedio. «No hay almuerzo gratis» indica que no existe ninguna estrategia de inversión que genere rendimientos extraordinarios de forma fiable. Si los precios son correctos, es lógico pensar que no existe el almuerzo gratis.

Pero no tiene por qué ser así. No existe el almuerzo gratis, incluso cuando los precios son erróneos, si el costo y el riesgo de corregir un precio incorrecto son suficientemente altos. Identificar y aprovechar estas áreas de ineficiencia debería ser el principal objetivo de los gestores activos.

Antes de analizar las ineficiencias y las posibles fuentes de rendimientos excesivos, dedicaremos un tiempo a comprender el panorama de la inversión. Este análisis se centra en el mercado de renta variable estadounidense, pero los conceptos son aplicables a la mayoría de los mercados. El primer enfoque examina la relación entre la rentabilidad de las acciones y los fundamentos.

¿A qué juego estamos jugando? (Parte 1)

A corto plazo, el trío formado por los fundamentos, el comportamiento de los inversores y los costes de arbitraje son factores importantes que contribuyen a la rentabilidad de las acciones. A largo plazo, los fundamentos tienden a ser el determinante principal de la rentabilidad de las acciones.²⁹

Creación de riqueza a largo plazo sesgada. Comencemos con el patrón de rentabilidad. Hendrik Bessembinder, profesor de finanzas en la Universidad Estatal de Arizona, estudió 28.600 empresas públicas estadounidenses que cotizaron entre 1926 y 2024 y definió la creación de riqueza como la obtención de una rentabilidad superior a la de los bonos del Tesoro a un mes, comúnmente considerada la tasa "libre de riesgo". Descubrió que el 59% de las acciones que se han negociado en el último siglo han destruido riqueza.³⁰ El análisis de acciones fuera de Estados Unidos arrojó un resultado similar.³¹

Además, tan solo el 2% de las acciones que superaron a los bonos del Tesoro fueron responsables de 72,6 billones de dólares del total de 79,3 billones de dólares de riqueza generada, es decir, más del 90% del total. Las cinco acciones con mejor rendimiento contribuyeron con el 20% de la riqueza total generada. A largo plazo, un pequeño número de grandes ganadores determina los resultados generales del mercado bursátil.³² Los fondos de inversión en renta variable de gestión activa comparten estas características.³³

Existen dos formas principales de participar en los mercados si se asume que el patrón de resultados futuros será similar al del pasado. La primera es comprar un fondo indexado. En este caso, se garantiza la posesión de la mayoría de las acciones que no generan riqueza, pero también de las que obtienen grandes ganancias.

La segunda consiste en intentar construir una cartera más concentrada que tenga una probabilidad razonable de incluir acciones de los grandes creadores de riqueza. Bessembinder examinó a los grandes ganadores y descubrió que tenían un buen crecimiento en sus fundamentos, no eran solo empresas tecnológicas y tendían a sufrir grandes caídas, descensos de precios desde el máximo hasta el mínimo, en algún momento.³⁴

La mayoría de los gestores de fondos institucionales cuentan con directrices para la diversificación de carteras y la gestión de riesgos. El reto práctico de poseer y mantener acciones cuyo valor se incrementa con el tiempo radica en que pueden llegar a representar una posición demasiado grande en la cartera e incumplir los parámetros de diversificación, capitalización bursátil o riesgo.

Relación entre las ganancias de por vida y el precio. El siguiente tema es la relación entre la rentabilidad de las acciones y los fundamentos de la empresa, incluyendo las ganancias y el crecimiento del flujo de caja.

Tres profesores de contabilidad, Sanjeev Bhojraj, Ashish Ochani y Shiva Rajgopal, examinaron 13.800 empresas públicas estadounidenses que comenzaron a cotizar entre 1975 y 2019, excluyendo las empresas del sector financiero.³⁵ Su objetivo era evaluar la eficiencia del mercado de valores calculando el valor presente de las ganancias futuras, la base del valor razonable, y comparándolo con el precio de las acciones al que la empresa salió a bolsa por primera vez. A esto lo denominan la relación entre las "ganancias restantes de por vida y el precio" (RLTEP, por sus siglas en inglés).

Las ganancias restantes a lo largo de la vida útil de la empresa son difíciles de medir porque menos del 20 por ciento de la muestra sobrevivió durante el período analizado. Más del 40 por ciento de las empresas fueron adquiridas y algo menos del 40 por ciento dejaron de cotizar en bolsa.

Los profesores calculan las ganancias por acción descontadas de la vida útil como la suma de las ganancias reales por acción descontadas en cada año de la vida restante más un valor terminal. Este valor terminal se estima para las empresas que sobreviven. Se supone que es el precio de adquisición por acción para las empresas fusionadas y el precio de exclusión de cotización por acción para las empresas excluidas de cotización. ³⁵ El precio corresponde al cierre del primer día para las ofertas públicas iniciales y refleja medidas equivalentes para las escisiones y las cotizaciones directas.

Los resultados, mostrados en el Anexo 2, ofrecen algo para todos. Quienes creen en la eficiencia del mercado pueden consultar la última celda de la tercera columna, que muestra que la relación promedio entre las ganancias de por vida y el precio de las acciones para la muestra completa es de 0,9. Esto indica que el valor se encuentra dentro del 10 % del precio para todas las acciones que comenzaron a cotizar en este período.

Anexo 2: Relación entre las ganancias acumuladas a lo largo de la vida laboral y el precio de las acciones, 1975-2019

Categoría	Número	Relación de vida útil Ganancias a acciones Precio (Media)	Relación de vida útil Ganancias a acciones Precio (mediana)	Porcentaje de empresas con Ganancias de por vida que sí No justifica el precio de las acciones
Sobreviviente	2.463	1.1	0.1	71,8%
Fusionado	5.896	1.7	1.0	48,6%
Excluida de la lista (no fusionada)	5.425	0.0	-0.1	94,7%
Total	13.784	0,9	0,2	70,9%

Fuente: Counterpoint Global y Sanjeev Bhojraj, Ashish Ochani y Shiva Rajgopal, "Precios de las acciones de las empresas, rentabilidad de las acciones y ganancias restantes a lo largo de la vida útil", Management Science, de próxima publicación.

Quienes creen en la ineficiencia del mercado pueden fijarse en la última celda de la cuarta columna, que representa la mediana de la relación entre las ganancias totales y el precio de las acciones. Este valor para la muestra total es de 0,2, lo que significa que la mitad de los valores fueron inferiores al 20 % del precio inicial. Además, el hecho de que la media sea sustancialmente superior a la mediana indica que un pequeño porcentaje de acciones tuvo un impacto desproporcionado en el total. Esto coincide plenamente con las conclusiones de Bessembinder.

La columna de la derecha muestra que, en total, el 71 % de las empresas no generan suficientes ganancias para justificar su precio. Esto ocurre en menos de la mitad de las empresas que se fusionan, pero en el 95 % de las que dejan de cotizar. Este resultado también coincide con los de Bessembinder.

Otra característica de estos resultados es que la relación promedio entre ganancias y precio a lo largo de la vida útil de las acciones es de 1,7 para las empresas que se fusionan, 1,1 para las que sobreviven y cero para las que dejan de cotizar. Se observa una disparidad menor al utilizar la mediana de la relación. El problema del valor y el precio no desaparece si una empresa compra a otra; se traslada al comprador.

Ambos estudios, uno centrado en la rentabilidad y el otro en los fundamentos, muestran el mismo patrón: una pequeña fracción de empresas genera casi toda la riqueza a lo largo del tiempo. Este es un efecto natural del interés compuesto a largo plazo. Estos resultados son menos relevantes para los inversores que no mantienen sus inversiones durante mucho tiempo, un segmento cada vez mayor del ecosistema de inversión.

¿A qué juego estamos jugando? (Parte 2)

Franklin Allen, profesor de finanzas y economía en el Imperial College de Londres, aprovechó su discurso presidencial ante la Asociación Estadounidense de Finanzas en 2001 para señalar una dicotomía que entonces resultaba desconcertante: el papel de las instituciones es fundamental para el estudio de las finanzas corporativas, pero había estado prácticamente ausente en el estudio de la valoración de activos.³⁷

Los académicos han estudiado durante mucho tiempo los posibles conflictos que surgen entre los propietarios de una empresa, o principales, y los gerentes que actúan en su nombre, o agentes.³⁸ La teoría de la agencia se centra en los costos que los agentes crean cuando realizan acciones que los benefician a expensas de los principales. Estos costos crean ineficiencia y reducir el valor para los accionistas.

La cuestión de quién compra y vende acciones recibió poca atención cuando se sentaron las bases de la teoría financiera moderna. En parte, esto refleja los supuestos clave de la teoría financiera clásica, incluidos los mercados sin fricciones y las expectativas homogéneas, que en conjunto sugieren que la curva de demanda de acciones es plana.

La teoría implica que los inversores pueden comprar o vender cualquier cantidad de acciones sin afectar el precio vigente, y que las operaciones que no estén relacionadas con nueva información no deberían influir en el precio.

Pero en las últimas décadas, una gran cantidad de investigaciones ha demostrado que las curvas de demanda en el mercado de valores tienen pendiente negativa.³⁹ Esto significa que el precio de una acción sube cuando muchos inversores intentan comprarla al mismo tiempo. El resultado es simétrico para la venta.

Una forma de comprobar si las curvas de demanda tienen pendiente negativa es medir qué ocurre cuando una acción se añade o se elimina de un índice. En el caso de una adición a un índice, no hay nueva información fundamental, pero los fondos indexados y algunos inversores que siguen reglas predefinidas tienen que comprar las acciones, lo que provoca un aumento de su precio. Este efecto, si bien sigue siendo relevante, se ha atenuado.⁴⁰

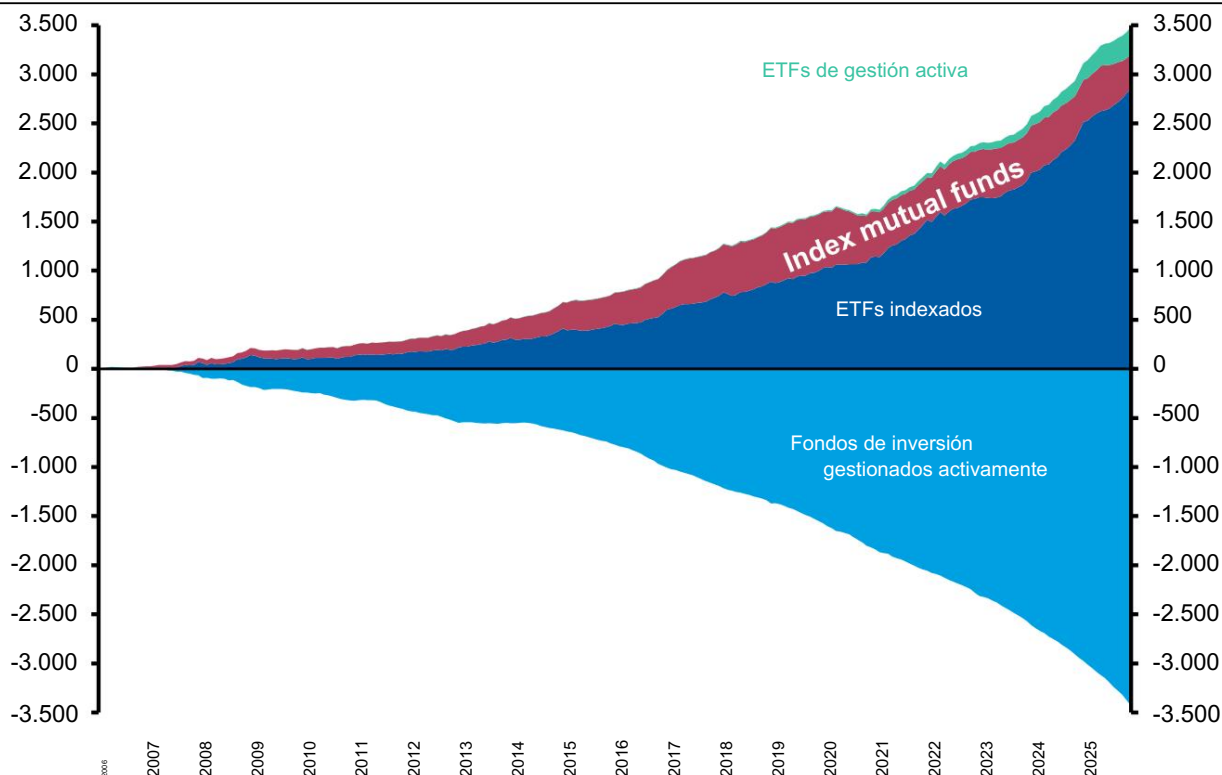
La evidencia ahora muestra que importa quién compra y vende.⁴¹ Nos centraremos en tres grandes tendencias.

La primera es la salida masiva de fondos de gestión activa hacia fondos mutuos indexados y ETF. La segunda es la migración de fondos con horizontes de inversión a largo plazo a fondos con horizontes a corto plazo dentro del segmento de gestión activa del mercado. La última tendencia es el aumento de la actividad de negociación de los inversores minoristas, especialmente desde el inicio de la pandemia de COVID-19 en 2020.

De activos a pasivos. El Anexo 3 muestra los flujos netos acumulados de fondos mutuos y ETF estadounidenses desde 2006 hasta 2025.

Los flujos representan la compra (entrada) o venta (salida) de fondos por parte de los inversores. Durante este período, la entrada neta en fondos mutuos indexados y ETF indexados fue de 3,2 billones de dólares, y casi el 90 % de los flujos se destinó a ETF. La salida neta de fondos mutuos activos y ETF activos fue de 3,2 billones de dólares, con una salida de 3,4 billones de dólares de fondos mutuos activos compensada por una entrada de casi 300 mil millones de dólares en ETF activos.

Anexo 3: Flujos netos acumulados de fondos mutuos y ETF de EE. UU., 2006-2025



Fuente: Counterpoint Global y Morningstar Direct.

Nota: Datos mensuales, del 31/01/2006 al 30/11/2025; fondos domiciliados en EE. UU. que invierten en acciones estadounidenses.

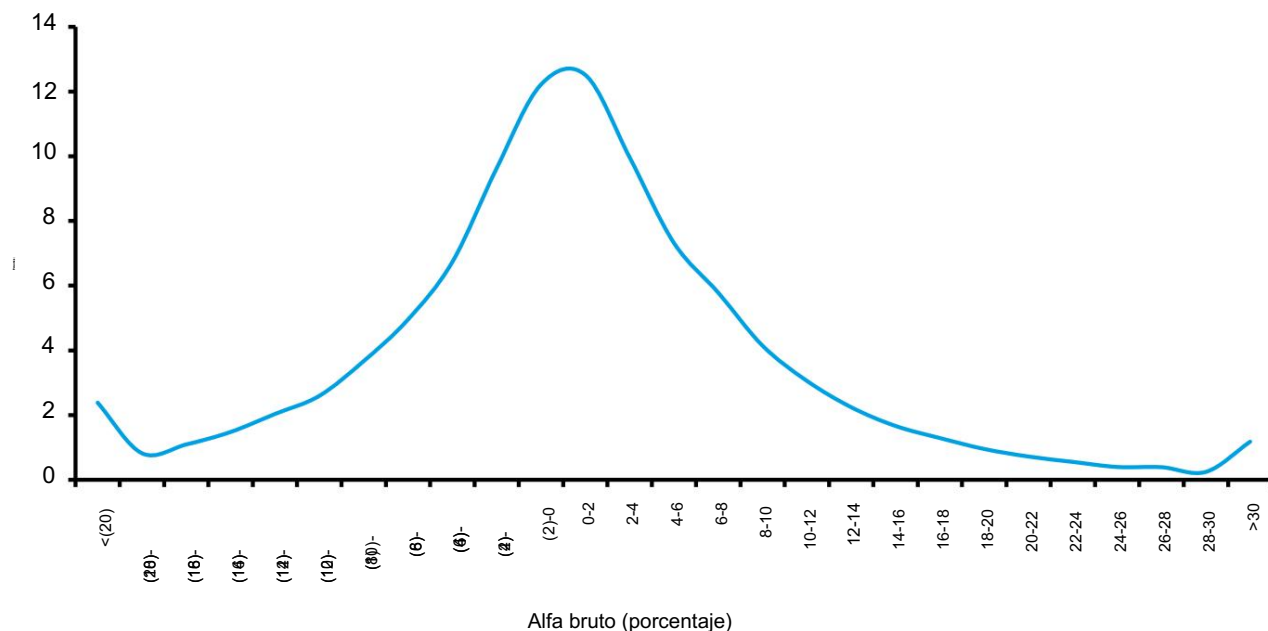
Los fondos indexados son adecuados para inversores que se conforman con la rentabilidad del mercado. Sin embargo, dependen de gestores activos para mantener el precio y el valor alineados y para proporcionar liquidez. Además, si bien los fondos indexados no contribuyen a la determinación de precios, deben operar para dar cabida a los flujos, reflejar las inclusiones y exclusiones del índice y capturar la emisión y recompra de acciones por parte de las empresas que lo componen. ² Esta actividad comercial genera costes para los fondos.

Una cuestión fundamental es si el flujo de inversores desde la gestión activa hacia la indexación afecta la determinación de precios y la liquidez. A pesar de algunas afirmaciones contundentes de profesionales que sostienen que la indexación ha dado lugar a mercados menos eficientes, así como de las aseveraciones de sus defensores que afirman que no ha afectado la eficiencia, la investigación académica sobre este tema es ambigua.⁴³ El Apéndice A proporciona una lista de artículos que concluyen que la indexación aumenta o disminuye la eficiencia. Muchos, si no la mayoría, ofrecen evaluaciones matizadas.

La gestión activa crea valor al contribuir a la determinación de precios y la liquidez, y sus resultados suelen presentarse como peores de lo que realmente son. De hecho, algunos estudios demuestran que los gestores activos son hábiles en la selección de acciones, pero cobran comisiones que en gran medida anulan esa habilidad. Además, los fondos activos y los fondos indexados dentro de la misma categoría de inversión generan rentabilidades similares cuando sus comisiones son comparables.

El Anexo 4 muestra la distribución del alfa bruto anual, que representa la rentabilidad ajustada al riesgo de un fondo antes de comisiones, menos la rentabilidad de su índice de referencia, para todos los fondos de inversión que invirtieron principalmente en acciones estadounidenses entre 1976 y 2024. El promedio es de 67 puntos básicos, la mediana es de 35 puntos básicos y más de la mitad de los fondos presentan un resultado positivo. Sin embargo, las comisiones que cobran los fondos fueron prácticamente iguales al alfa bruto.

Anexo 4: Distribución del alfa bruto anual, industria de fondos mutuos de EE. UU., 1976-2024



Fuente: Counterpoint Global y Morningstar Direct.

Nota: Fondos mutuos que invierten principalmente en acciones estadounidenses; el alfa bruto es la diferencia entre la rentabilidad de un fondo antes de comisiones y su rentabilidad esperada, teniendo en cuenta la beta del fondo y la rentabilidad de su índice de referencia principal, tal como se indica en su folleto informativo.

Tanto los defensores como los críticos de la indexación coinciden en que cierta gestión activa es esencial para el buen funcionamiento del mercado. Si la indexación genera ineficiencia, el marco de Grossman-Stiglitz indica que el beneficio potencial de los rendimientos superiores superará el costo de estar informado, lo que incentivará a los gestores activos a participar y obtener ganancias.

Esto nos lleva a la conclusión de que los inversores activos deben creer tanto en la ineficiencia como en la eficiencia. Se necesita ineficiencia para comprar o vender un activo a un precio diferente de su valor, y se necesita eficiencia para asegurar que precio y valor converjan.

No habría razón para intentar superar al mercado mediante una gestión activa si esta fuera perfectamente eficiente.

Esta es la base del argumento de que "los precios son correctos".

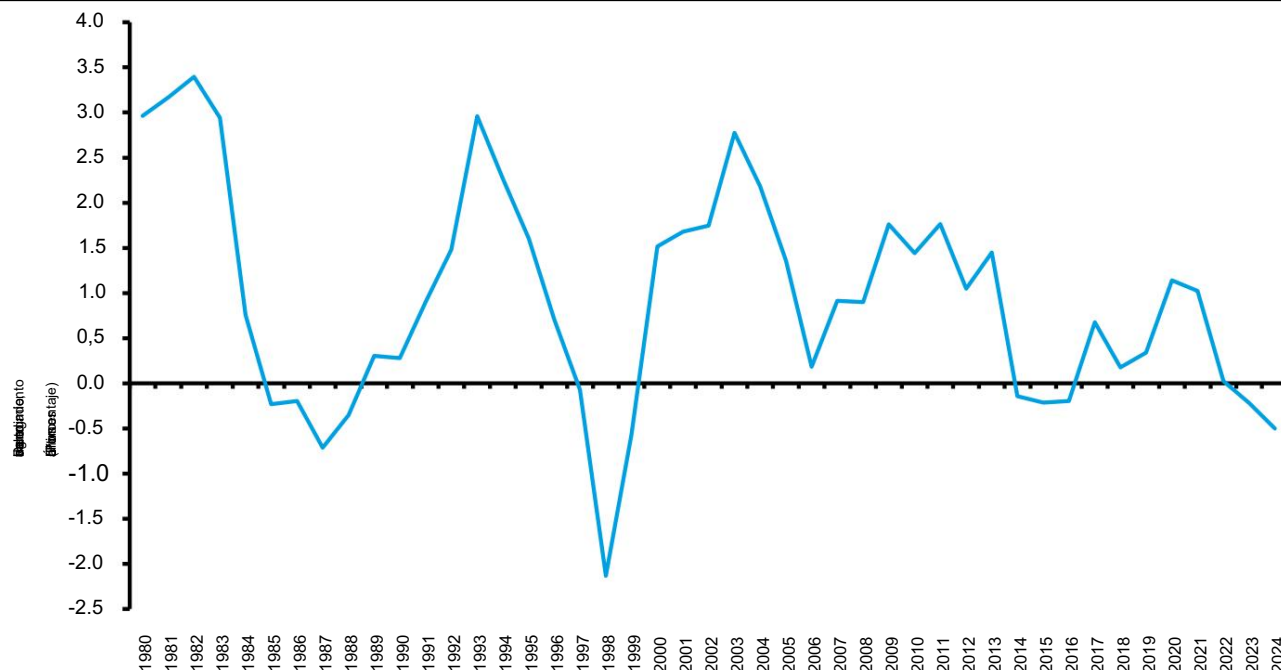
Pero tampoco habría razón para intentar superar al mercado mediante la gestión activa si pensaras que es perpetuamente ineficiente. La razón es que, incluso si fueras lo suficientemente inteligente como para comprar un dólar de valor por el precio de cincuenta centavos, no habría base para creer que la brecha entre precio y valor se cerraría.

Cabría esperar que los gestores activos obtuvieran mejores resultados si el auge de la indexación ha generado ineficiencias más explotables. El valor añadido bruto de un fondo es su alfa bruto multiplicado por los activos bajo gestión.

El Anexo 5 muestra el rendimiento promedio del valor agregado bruto durante los últimos cinco años, desde 1980 hasta 2024, para el universo de fondos mutuos que invierten en acciones estadounidenses. Este rendimiento es la suma del valor agregado bruto de todos los fondos dividida por el total de activos bajo gestión. Puede considerarse como el valor antes de comisiones que estos fondos mutuos obtuvieron del mercado.

En todo el período, el rendimiento neto del valor agregado bruto es prácticamente nulo. Sin embargo, la tendencia general es a la baja desde la Gran Recesión (2007-2009), lo que coincide con una aceleración de los flujos hacia los fondos indexados.

Anexo 5: Rentabilidad bruta añadida, periodo móvil de 5 años, fondos de inversión estadounidenses, 1980-2024



Fuente: Counterpoint Global y Morningstar Direct.

Nota: Fondos de inversión que invierten principalmente en acciones estadounidenses.

Otro factor que ha supuesto un reto para los gestores activos es el aumento de la concentración del mercado bursátil en los EE. UU.⁴⁶ Por ejemplo, la capitalización bursátil de las 10 principales acciones era del 15 por ciento del mercado de renta variable estadounidense a finales de 2015 y se duplicó con creces hasta alcanzar aproximadamente el 35 por ciento a finales de 2025.

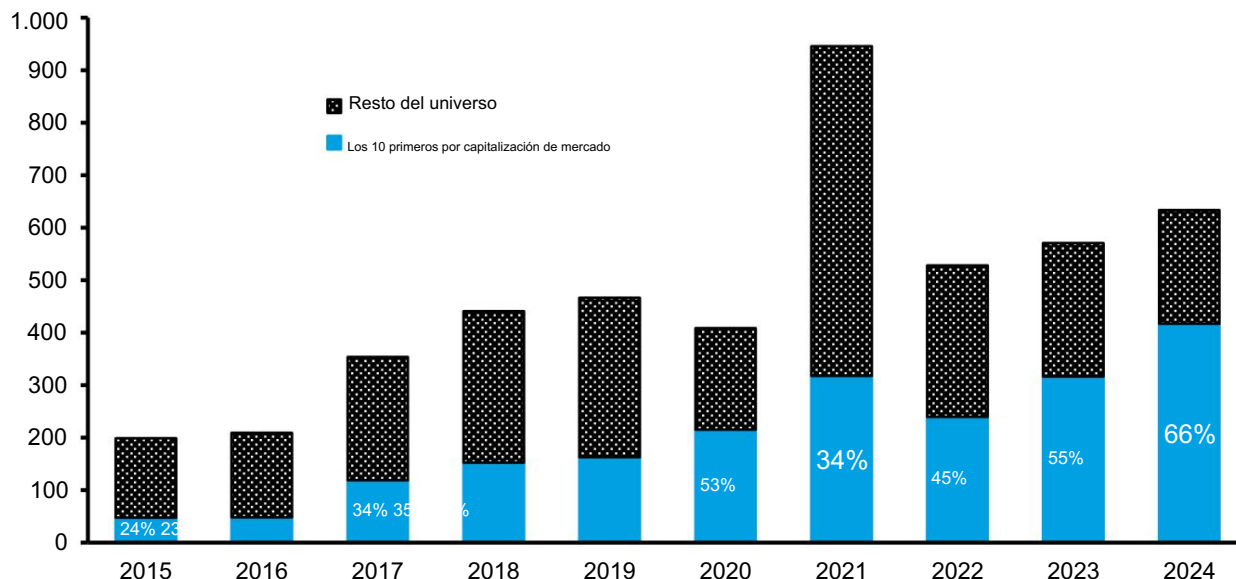
El aumento de la concentración genera dificultades para muchos fondos mutuos activos porque la mayoría de los índices de referencia están ponderados por capitalización de mercado y la mayoría de los fondos tienen una capitalización de mercado promedio menor que la de su índice de referencia.⁴⁷ Como resultado, cuando las acciones de gran capitalización tienen un buen desempeño, que es por definición lo que sucede cuando aumenta la concentración, los fondos tienen dificultades para alcanzar o superar sus índices de referencia.

Algunos académicos y profesionales han argumentado que la indexación ha provocado el aumento de la concentración.⁴⁸ Esta preocupación se ve atenuada por el hecho de que hemos tenido niveles de concentración similares en el pasado antes de que existiera la indexación, hay una gran dispersión de los rendimientos de los precios entre las acciones más grandes (en 2025, el rendimiento total para el accionista de Alphabet fue 60 puntos porcentuales más alto que el de Amazon), y los fundamentos de estas empresas respaldan, sin duda, su ponderación.

El beneficio económico es para las empresas lo que el valor añadido bruto es para los fondos de inversión. Equivale al retorno sobre el capital invertido (ROIC) menos el coste del capital multiplicado por el capital invertido. La primera parte de la ecuación, ROIC menos el coste del capital, indica si la empresa genera valor. La segunda parte, el capital invertido, revela cuánto ha podido invertir la empresa con ese margen. Estimamos el beneficio económico agregado de todas las empresas públicas estadounidenses anualmente. El total fue de 633.000 millones de dólares en 2024.

El gráfico 6 muestra el porcentaje de la utilidad económica total obtenida por las 10 empresas más importantes, según su capitalización de mercado, durante la última década. En 2024, por ejemplo, estas 10 empresas representaban aproximadamente un tercio de la capitalización de mercado total y dos tercios de la utilidad económica. El porcentaje de utilidad económica total es consistentemente mayor que el porcentaje de capitalización de mercado para estas empresas.

Gráfico 6: Participación en el beneficio económico de las 10 principales empresas por capitalización bursátil, 2015-2024



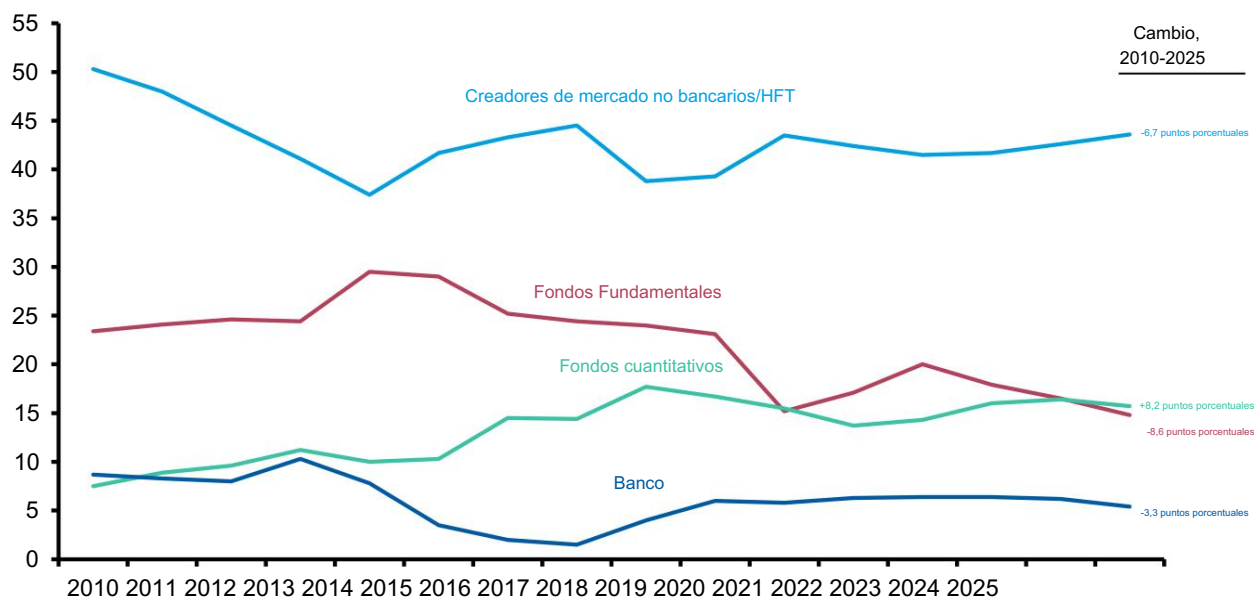
Fuente: Counterpoint Global y FactSet.

Si la indexación está creando ineficiencias que pueden ser explotadas, los fondos mutuos de renta variable de gestión activa no parecen ser los beneficiarios.

Esto nos lleva a la segunda tendencia: dentro del segmento del mercado gestionado activamente, los fondos con horizontes de inversión más largos están perdiendo activos frente a fondos con horizontes más cortos.

Gestión activa: horizontes temporales más cortos. Consulte el gráfico 7, que muestra el desglose del volumen de negociación de acciones estadounidenses por categoría institucional entre 2010 y 2025. La participación total de los fondos de inversión fundamental se reduce del 23,4 % en 2010 al 14,8 % en 2025. Dentro de esta categoría (no mostrada), los fondos con posiciones largas únicamente pasaron del 11,3 % al 6,2 %, y los fondos de cobertura disminuyeron del 12,1 % al 8,6 %. Cabe destacar que los activos bajo gestión de los fondos con posiciones largas únicamente son sustancialmente mayores que los de los fondos de cobertura.

Gráfico 7: Volumen de negociación de acciones estadounidenses por participante institucional, 2010-2025



Fuente: Counterpoint Global y Bloomberg.

Nota: Datos de 2025 hasta el tercer trimestre.

La exposición también muestra que los fondos cuantitativos aumentaron su participación en las operaciones del 7,5% al 15,7% del total. Dentro de los fondos cuantitativos (no mostrados), los fondos de baja frecuencia pasaron del 6,0% al 4,1% del volumen, mientras que los fondos de alta frecuencia se dispararon del 1,5% al 11,6%.

El panorama que se vislumbra es un cambio de la inversión fundamental a la inversión cuantitativa. Un área de particular interés es el auge de los fondos de cobertura multigestor en los últimos años. Estos fondos, conocidos coloquialmente como «pod shops», distribuyen el capital entre numerosos gestores de cartera y administran el riesgo de forma proactiva en toda la plataforma.

Muchos también cuentan con "libros centrales" que agregan posiciones y gestionan el riesgo general de la empresa. Estos fondos suelen tener una exposición total al mercado que equivale a entre cuatro y cinco veces su capital invertido.

En los últimos años, los fondos multigestor han ofrecido una sólida rentabilidad a sus inversores, si se evalúan utilizando la volatilidad como ajuste al riesgo. Como resultado, han prosperado. Según una estimación, el número total de empleados en estos fondos ha aumentado de 5100 en 2017 a 24 000 en 2025.

Un alto porcentaje de las inversiones en fondos de cobertura se han destinado a estas estrategias, y su crecimiento colectivo en activos bajo gestión, que ahora ronda los 425.000 millones de dólares, ha superado sustancialmente al del resto del sector.

Y debido a que estos fondos utilizan un apalancamiento sustancial, representan el 37 por ciento del volumen de negociación de los fondos de cobertura, mientras que solo representan alrededor del 10 por ciento de los activos bajo gestión de la industria.⁴⁹

Lo importante es que muchos de los gestores de cartera de estos fondos se centran en generar rentabilidad a corto plazo. En concreto, dedican mucho tiempo a pronosticar los resultados de los informes trimestrales de beneficios y la consiguiente evolución del precio de las acciones.

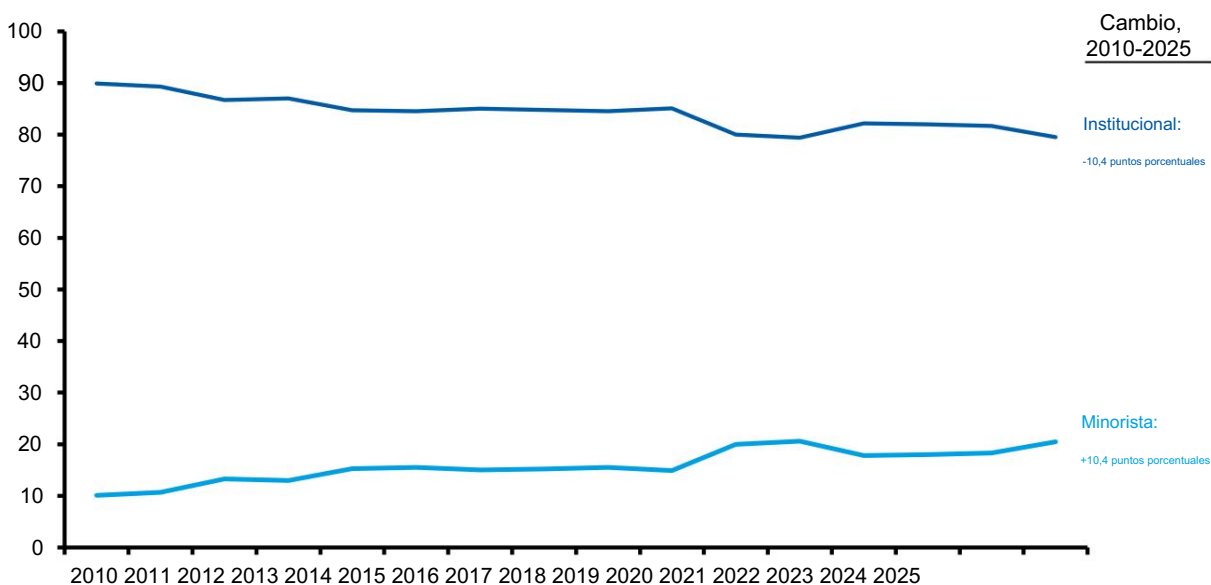
Los fondos de cobertura generalmente hacen que el mercado sea más eficiente.⁵⁰ Pero también introducen riesgos como la saturación, cuando Varios fondos mantienen posiciones similares, lo que crea la posibilidad de grandes fluctuaciones de precios cuando cambian las opiniones sobre los activos. ⁵¹

Para que el dinero inteligente tenga una rentabilidad excedente positiva, el dinero tonto debe tener una rentabilidad excedente negativa equivalente (sin tener en cuenta el impacto de los inversores que operan directamente con las empresas mediante la emisión y el retiro de acciones). Históricamente, los inversores minoristas han sido considerados el dinero tonto. Pero la situación actual es más compleja.⁵²

El auge de los inversores minoristas. El gráfico 8 muestra que los inversores minoristas han duplicado su participación en el mercado de negociación de acciones entre 2010 y 2025, pasando de aproximadamente 10 a 20 puntos porcentuales. Casi la mitad de ese aumento de participación se produjo solo entre 2019 y 2020.

Un artículo en la prensa económica sugirió que los inversores individuales pasaron de ser "jugadores marginales" a una "fuerza dominante del mercado".⁵³

Gráfico 8: Volumen de negociación de acciones estadounidenses, inversores institucionales frente a inversores minoristas, 2010-2025

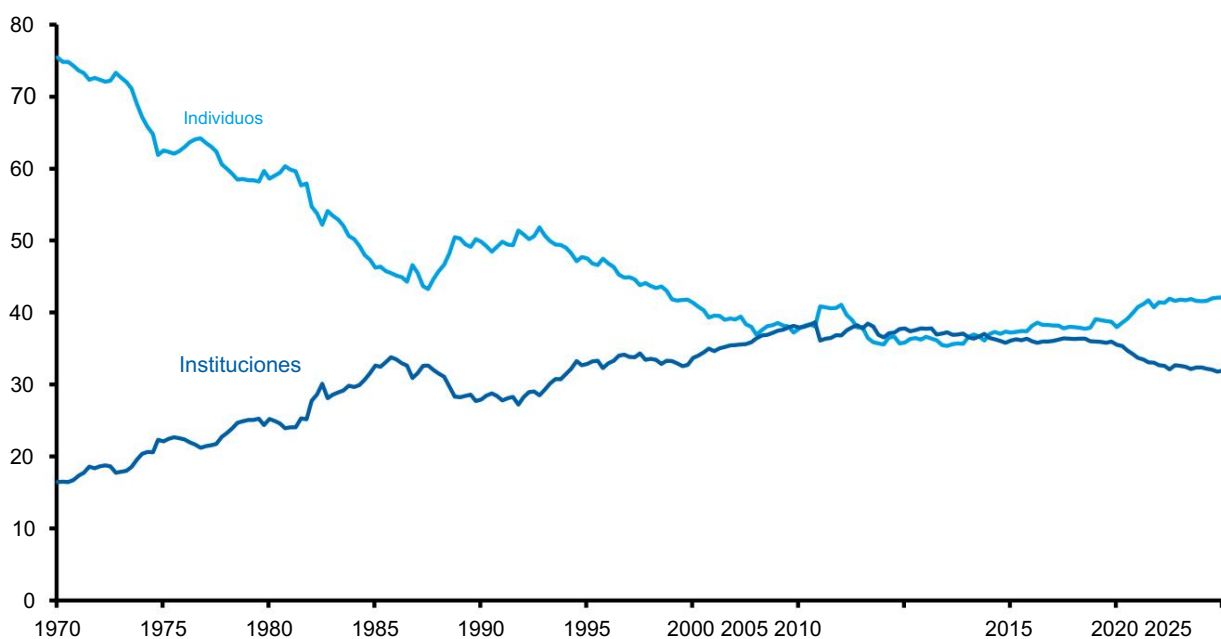


Fuente: Counterpoint Global y Bloomberg.

Nota: Datos de 2025 hasta el tercer trimestre.

Este cambio en la propiedad de acciones en Estados Unidos se observa en los datos de la Reserva Federal (gráfico 9). La propiedad individual disminuyó de forma constante durante las tres décadas anteriores a principios de la década de 2000, se mantuvo estable durante aproximadamente una década y luego volvió a aumentar. La propiedad minorista no se encontraba en los niveles actuales desde finales de 1999.

Anexo 9: Participación accionaria en Estados Unidos, por parte de particulares e instituciones, 1970-2025



Fuente: Reserva Federal.

Nota: Datos trimestrales hasta el segundo trimestre de 2025; los inversores institucionales incluyen compañías de seguros, fondos de pensiones privados, fondos mutuos y cerrados, y fondos cotizados en bolsa; los inversores individuales incluyen hogares y organizaciones sin fines de lucro.

Hay tres causas principales del reciente aumento de la actividad minorista. La primera es la introducción del libre comercio.

Robinhood Markets, una plataforma de negociación, comenzó con operaciones sin comisiones en 2014, pero no fue hasta que los pesos pesados de la industria, incluido Charles Schwab, eliminaron las comisiones en el otoño de 2019 que esta característica se volvió convencional.

Las firmas de corretaje pueden ofrecer operaciones sin comisiones porque obtienen ganancias vendiendo órdenes a creadores de mercado mayoristas mediante un sistema conocido como "pago por flujo de órdenes". Estos mayoristas pueden permitirse pagar por el flujo de órdenes porque obtienen ganancias capturando parte del diferencial entre el precio de compra y el de venta, y pueden realizar operaciones cruzadas en su plataforma. El riesgo de estar en el lado equivocado de una operación también es mínimo, ya que la actividad minorista suele ser poco informada y el volumen de las operaciones tiende a ser pequeño.

La posibilidad de comerciar libremente reduce naturalmente las barreras para la actividad. Esto creó un entorno ideal para un mayor comercio minorista antes de la segunda causa: el inicio de la pandemia de COVID-19.

El comercio minorista despegó durante la pandemia de COVID-19 por varias razones: operar era gratuito, muchas personas recibieron cheques de estímulo, la suspensión de los deportes profesionales significó la ausencia de apuestas deportivas y los mercados eran volátiles.

Tres rondas de cheques de estímulo, emitidas en EE. UU. entre abril de 2020 y marzo de 2021, se correlacionaron con el crecimiento de las cuentas de inversión minorista y la actividad en acciones que los inversores minoristas han preferido. Algunas estimaciones sugieren que las personas invirtieron entre el 10 y el 15 por ciento de sus pagos de estímulo en el mercado de valores.⁵⁴

Matt Levine, columnista de Bloomberg, ideó la «hipótesis del mercado del aburrimiento», cuya teoría básica es que la gente común operará más (1) si operar es entretenido y (2) si otras cosas son menos entretenidas: cuanto más aburridos estén, más operarán con acciones.⁵⁵ En otras palabras, el mercado de valores era «un casino que, por casualidad, sigue abierto».

56

La última causa es la gamificación de la inversión, que debe entenderse como la gamificación de la especulación.

La gamificación fomenta la actividad mediante el uso de conceptos propios de los juegos, como la puntuación, la retroalimentación instantánea y las recompensas. Los experimentos demuestran que la gamificación aumenta la propensión a asumir riesgos, especialmente entre las personas con menor nivel de conocimientos financieros.⁵⁷ Gran parte de la actividad minorista actual, sobre todo en el mercado de opciones sobre acciones, es una forma encubierta de juego.

Por ejemplo, la investigación académica sugiere que los inversores minoristas no comprenden completamente los riesgos que asumen en sus estrategias de negociación de opciones, y que sus pérdidas porcentuales promedio durante tres días se sitúan en torno al 15%.⁵⁸

Además, los inversores minoristas son los más propensos a ser víctimas de esquemas de manipulación bursátil, en los que los estafadores inflan artificialmente el precio de una acción mediante declaraciones falsas o engañosas, venden rápidamente sus acciones al precio elevado y dejan a los inversores crédulos con grandes pérdidas.⁵⁹

Volveremos a hablar de los inversores minoristas en el contexto de la capacidad analítica. Pero antes, cabe destacar el sorprendente dato de que, según un indicador, los inversores individuales han superado en rentabilidad a los fondos de inversión desde 2014 hasta mediados de 2025.

Vanda Research, una firma independiente de datos e investigación, analiza la actividad de acciones individuales cotizadas en EE. UU. dentro de las cuentas de corretaje de inversores individuales y estima la rentabilidad de la cartera promedio. Este análisis no considera las transacciones en fondos mutuos, ETF ni las realizadas a través de asesores o planes de jubilación.⁶⁰

Esta definición estricta de rentabilidad muestra que los inversores minoristas ganaron alrededor de 200 puntos básicos más, por año, que el S&P 500 durante este período.⁶¹ Las razones incluyen el hecho de que los inversores minoristas generalmente tienen una sobreponderación.

Las "Siete Magníficas", siete de las mayores empresas tecnológicas que se han beneficiado del aumento de la concentración, así como de la propensión a comprar en las caídas del mercado.⁶²

No obstante esta investigación, cabe señalar que un subconjunto de inversores minoristas son muy activos, tanto en los mercados de acciones como de opciones sobre acciones, y tienden a perder dinero con el tiempo.⁶³

En los últimos años, los inversores minoristas también han causado revuelo al organizar sus acciones. Estos inversores solían coordinarse a través de r/wallstreetbets, un foro en la plataforma de redes sociales Reddit. Su estrategia consistía en comprar acciones que habían sido objeto de fuertes ventas en corto por parte de inversores institucionales. ⁶⁴

GameStop, una cadena de tiendas de videojuegos, es un ejemplo muy conocido. En su punto álgido, el 140% de las acciones en circulación de GameStop se vendieron en corto, lo que significa que los vendedores en corto tendrían que comprar esas acciones eventualmente para cerrar sus posiciones.

En una venta en corto, un inversor toma prestadas acciones (a menudo a un precio determinado) de otro accionista y las vende inmediatamente en el mercado. Si el precio de las acciones baja, el inversor las recompra y se las devuelve al prestamista, obteniendo una ganancia por la diferencia entre el precio de venta (alto) y el precio de compra (bajo).

Cuando las acciones de GameStop subieron, los vendedores en corto se vieron obligados a comprar acciones para limitar sus pérdidas. Las estimaciones muestran que los vendedores en corto tuvieron pérdidas de 20 mil millones de dólares en valoración a precios de mercado solo en enero de 2021.⁶⁵ Para poner esto en contexto, la capitalización bursátil de la empresa a finales de 2020 era de 1.200 millones de dólares.

El entorno de la inversión en acciones en Estados Unidos ha cambiado sustancialmente en los últimos años. El auge de la indexación implica un flujo constante hacia los mercados de renta variable sin tener en cuenta el valor. Los fondos de gestión activa han adoptado estrategias con plazos de inversión más cortos que los fondos tradicionales. Los inversores minoristas han resurgido, impulsados por las operaciones sin comisiones, la demanda generada por el tiempo y los recursos disponibles durante la pandemia de COVID-19, y la gamificación de las operaciones y el fácil acceso a actividades más parecidas a los juegos de azar que a la inversión a largo plazo.

Antes de analizar las vías que conducen a posibles rendimientos superiores en la renta variable cotizada, revisaremos brevemente cómo se aplican los conceptos de descubrimiento de precios y liquidez en la renta variable privada.

Eficiencia del mercado en el capital privado

El capital privado, una clase de activos que incluye fondos de compra y capital de riesgo, ha crecido significativamente en las últimas décadas.⁶⁶ En los EE. UU., el capital privado como porcentaje del capital privado más el capital público pasó del 1 por ciento en 2000 al 8 por ciento en 2025.⁶⁷ A pesar de este crecimiento, el mercado de capital público sigue siendo mucho mayor que el de capital privado.

Las instituciones sofisticadas han sido las principales inversoras detrás del auge del capital privado. Por ejemplo, los fondos de pensiones estatales y locales de EE. UU. destinaron alrededor del 15 % de sus activos al capital privado en 2024, frente a prácticamente ninguna asignación en 1990.⁶⁸ Las grandes fundaciones tenían casi el 29 % de sus carteras comprometidas con el capital privado en 2024, al menos cuatro veces más que en 1990.⁶⁹

Las acciones cotizadas y las acciones privadas presentan perfiles diferentes en cuanto a la determinación de precios, los mecanismos de corrección y la liquidez. En general, ni la determinación de precios ni la liquidez son tan buenas en los mercados privados como en los públicos.

En Estados Unidos, los precios de las acciones cotizadas se fijan mediante un sistema de subasta doble. En este mercado, los compradores ofrecen el precio que están dispuestos a pagar y, simultáneamente, los vendedores ofrecen el precio que están dispuestos a aceptar. Las transacciones se realizan cuando una oferta iguala o supera una demanda. La negociación es continua y las ofertas son transparentes.

Los inversores que desean apostar por la caída de una acción generalmente pueden venderla en corto en el mercado público. También existen maneras de corregir los precios de las acciones de empresas cotizadas que se abaratan demasiado. Las firmas de capital riesgo, que actualmente disponen de aproximadamente un billón de dólares de capital comprometido por sus socios limitados pero aún no invertido (lo que se conoce como «capital disponible»), siempre están buscando oportunidades de inversión favorables. Los inversores activistas también exploran el mercado en busca de acciones de empresas infravaloradas que puedan mejorarse mediante cambios en su gobierno corporativo y sus operaciones.

Los mercados privados no cuentan con subastas dobles ni con un mecanismo práctico para que los inversores bajistas expresen sus opiniones. En una compraventa apalancada, el vendedor se guía por el interés económico y la responsabilidad de aceptar la mejor oferta viable. En el capital riesgo, el vendedor, generalmente el fundador, también buscará la mejor oferta posible. En las rondas de financiación posteriores en capital riesgo, el precio total suele revisarse para reflejar la valoración de la participación vendida más recientemente.

La determinación de precios es limitada en los mercados privados.

Los inversores institucionales en los mercados de renta variable, como los gestores de fondos de inversión, valoran sus carteras diariamente en función de los precios de mercado vigentes. Los fondos que invierten en empresas privadas suelen estimar el valor de sus activos. Dado que los fondos de capital privado normalmente tienen una duración limitada, generalmente de 10 años, los precios a los que venden sus inversiones determinan, en última instancia, su rentabilidad. Sin embargo, durante ese período, gozan de un amplio margen de discreción a la hora de fijar los precios de sus posiciones.

Los fondos de capital riesgo suelen buscar empresas que generen flujos de caja decentes, y la valoración de empresas comparables en el mercado público puede orientar la determinación de precios. Dicho esto, la volatilidad de los mercados está subestimada en relación con lo que sugieren los mercados de renta variable. Esto significa que la rentabilidad ajustada al riesgo de los fondos de capital riesgo parece mejor de lo que sería en otras circunstancias.⁷⁰

El capital de riesgo generalmente involucra a empresas más jóvenes con perspectivas más inciertas. Las operaciones recientes tienden a determinar los precios, ya que a menudo resulta difícil encontrar empresas comparables adecuadas en el mercado público.

Una forma de comprobar si las valoraciones en las carteras de adquisiciones y de capital riesgo son razonables es mediante transacciones en el mercado secundario. En estos casos, un fondo (socio general) o un inversor (socio limitado) busca vender una posición. En los seis años que finalizaron en 2024, el descuento respecto al valor de mercado se situó entre el 8 y el 10 por ciento en las adquisiciones y entre el 25 y el 27 por ciento en el capital riesgo.⁷¹

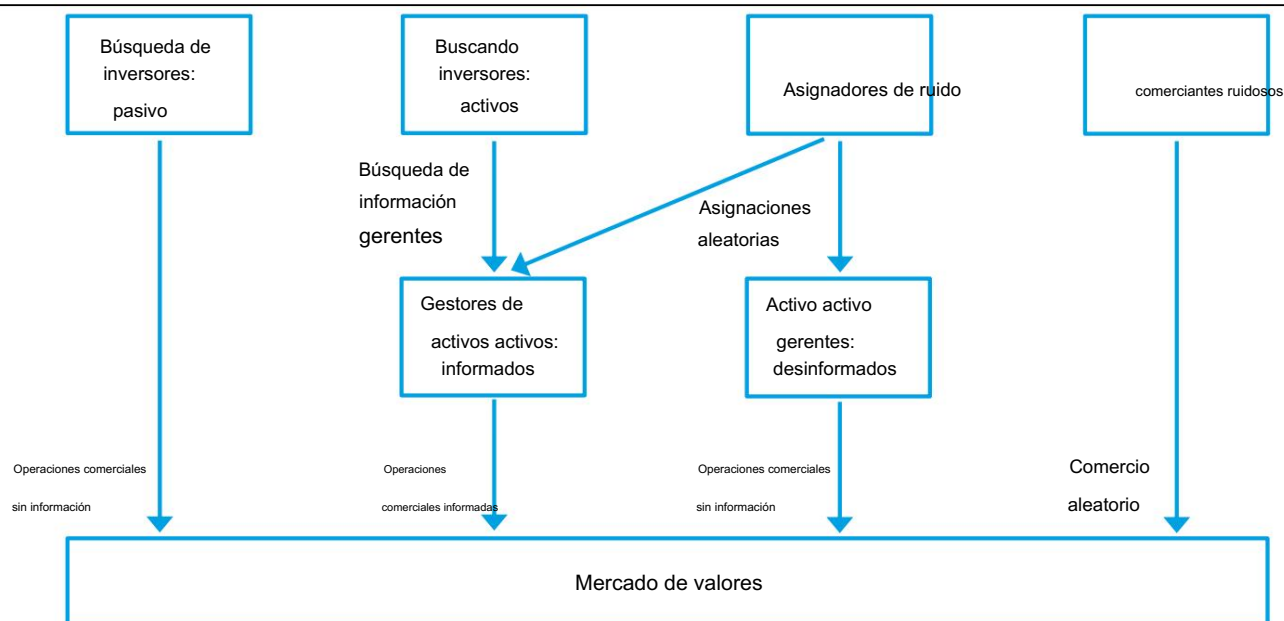
La liquidez también es relevante. La liquidez mide la capacidad de convertir un activo en efectivo o el efectivo en un activo. Una alta liquidez implica un coste bajo, mientras que una baja liquidez implica un coste alto. Por lo tanto, los inversores exigen una mayor rentabilidad (lo que implica un precio más bajo) por poseer un activo ilíquido, o una «prima de iliquidez». Los economistas financieros han documentado esta prima empíricamente.⁷² El descuento que observamos en los mercados secundarios refleja, en parte, la prima de iliquidez.

Utilizando el marco de Grossman-Stiglitz, el capital privado tiene un costo de información más alto que los mercados públicos y, por lo tanto, comisiones más altas.⁷³ Pero en general, el descubrimiento de precios y la liquidez en el capital privado no son tan buenos como en el capital público.

¿Quién está al otro lado?

El primer paso para ganar un juego es comprenderlo. La dinámica de los participantes y sus comportamientos son fundamentales para identificar oportunidades. Nicolae Gârleanu, profesor de finanzas, colaboró con Lasse Pedersen en un modelo que analiza la interacción entre mercados, gestores, inversores, asignadores y operadores (véase la figura 10). Los participantes del mercado pueden tanto ubicarse dentro del esquema como considerar a sus contrapartes.

Anexo 10: Cómo interactúan los mercados con los inversores, los gestores de cartera y los operadores especulativos.



Fuente: Counterpoint Global basado en Nicolae Gârleanu y Lasse Heje Pedersen, "Mercados eficientemente ineficientes para activos y gestión de activos", *Journal of Finance*, vol. 73, n.º 4, agosto de 2018, 1663-1712.

Comencemos por el centro de la exposición. Los gestores de activos activos bien informados pagan un coste necesario para obtener información sobre un activo y, por lo tanto, generan rendimientos superiores a lo largo del tiempo. Los gestores de activos activos que no están bien informados no pagan para obtener una ventaja y, por consiguiente, son operadores desinformados.

En este modelo, quienes tratan directamente con los mercados son o bien gestores de índices o bien especuladores, personas que carecen de información. Algunos inversores activos pueden identificar a gestores competentes y asignarles capital, mientras que los inversores que se dejan llevar por el ruido del mercado distribuyen sus inversiones entre gestores competentes y no competentes.

La segunda parte de nuestro artículo titulado "¿A qué juego estamos jugando?" sugiere que ha habido un aumento de la actividad entre los inversores indexados y los especuladores (minoristas), así como un cambio dentro de la gestión activa hacia empresas que destinan recursos sustanciales a la obtención de rentabilidades a corto plazo.

Históricamente, los mercados públicos y privados han sido clases de activos en gran medida separadas, pero la distinción se está desdibujando.

Por ejemplo, MSCI, un proveedor global de índices, ha lanzado el MSCI All Country Public + Private Equity Index, que combina el MSCI All Country World Investable Equity Index con su nuevo All Country Private Equity.

Índice. El primero abarca el 99 por ciento de las acciones cotizadas en el mundo y el segundo, el rendimiento de 10.000 fondos de capital privado de todo el mundo.⁷⁴

Además, en Estados Unidos se ha impulsado la idea de que los activos alternativos sean accesibles para los inversores que tienen planes 401(k), cuentas de ahorro para la jubilación patrocinadas por los empleadores.⁷⁵ Los planes 401(k) contaban con 9,3 billones de dólares en activos a mediados de 2025.⁷⁶

La incógnita reside en cómo les irá a los inversores relativamente inexpertos en planes 401(k) al invertir en capital privado, donde la dispersión de los rendimientos de los fondos es alta. En otras palabras, algunos fondos obtienen rendimientos mucho mejores, y otros mucho peores, que la mediana de la clase de activos. El acceso a los mejores fondos también suele ser limitado. Encontrar gestores de activos con experiencia es fundamental y, a la vez, un reto.

Volvamos a la inversión en valores individuales. La pregunta que debes hacerte cada vez que anticipes rendimientos superiores al comprar o vender es: "¿Quién está al otro lado?". El objetivo es comprender la motivación de tu contraparte para actuar y evaluar si tienes ventaja.

Ed Thorp, matemático y gestor de fondos de cobertura con excelentes resultados, afirma que solo se tiene ventaja cuando "se pueden generar rendimientos ajustados al riesgo excesivos que se pueden explicar lógicamente de una manera difícil de refutar".⁷⁷ En otras palabras, se puede articular por qué existe una ineficiencia y cómo se eliminará.

Obtener una ventaja competitiva es difícil. Por ejemplo, las anomalías que encuentra la investigación académica no ofrecen los mismos resultados en la práctica que en la teoría. ⁷⁸ Una de las razones es el sesgo estadístico: con gran cantidad de datos y relaciones, algunos factores se correlacionarán con rendimientos atractivos por casualidad y carecerán de valor predictivo. En consecuencia, algunos investigadores sugieren que las revistas académicas deberían elevar el nivel de exigencia respecto a lo que constituye un factor legítimo. ⁷⁹

Los inversores inteligentes también explotan los factores que predicen rendimientos excesivos y, por lo tanto, compiten por eliminarlos. oportunidad. Esto es especialmente cierto si los inversores pueden identificarlas y aprovecharlas a un coste razonable.

A continuación, presentamos una taxonomía de ineficiencias estructurales basada en fuentes conductuales, analíticas, informativas o técnicas (BAIT). La mayoría de las ineficiencias que describiremos son resultado de múltiples fuentes, pero intentaremos ubicar las oportunidades en las categorías que resulten más pertinentes.

Una oportunidad de inversión concreta puede tener múltiples fuentes de ineficiencia. Documentar la razón percibida de la valoración errónea y evaluar si esta se corrige por las razones correctas es una forma eficaz de evaluar el proceso.

Ineficiencias conductuales

Existe una ineficiencia conductual cuando un inversor, o un grupo de inversores, se comporta de manera que provoca una divergencia entre precio y valor. Las ineficiencias conductuales pueden ser, a la vez, la fuente de oportunidad más persistente y la más difícil de aprovechar. Esta persistencia es el resultado de la constancia de la naturaleza humana. Ben Graham, profesor, inversor y padre de la inversión en valor, lo expresó así:⁸⁰

Si bien las condiciones comerciales, las corporaciones y los valores pueden cambiar, y las instituciones financieras y las regulaciones pueden modificarse, la naturaleza humana permanece inmutable. Por lo tanto, la parte crucial y compleja de una inversión sólida, que depende del temperamento y la actitud del inversor, no se ve muy afectada por el paso del tiempo.

El desafío radica en que los seres humanos son sociales y la inversión es, por naturaleza, una actividad social. La combinación de la naturaleza humana y la sociabilidad explica por qué las ineficiencias conductuales son difíciles de aprovechar.

El determinante principal de la ineficiencia conductual, las creencias correlacionadas, dificulta el aprovechamiento de las oportunidades. La mayoría de nosotros deseamos formar parte del grupo y sentimos aversión a separarnos de él. La presión psicológica para conformarse es más fuerte en los extremos del miedo y la codicia.⁸¹

Ben Graham creó la parábola del Sr. Mercado para explicar cómo divergen el precio y el valor, así como por qué es importante tener una idea del valor de un activo.

En esta historia, usted posee una participación en una empresa privada que le costó \$10,000. Uno de sus socios es un hombre muy amable llamado Sr. Mercado, quien le informa diariamente el precio que pagaría por su participación y el precio al que le vendería una participación adicional. El Sr. Mercado representa la acción colectiva de los inversores.

El Sr. Mercado tiene "problemas emocionales incurables". Warren Buffett, presidente de Berkshire Hathaway y el alumno más conocido de Graham, explica: "A veces está eufórico y solo ve resultados favorables, por lo que fija un precio de compraventa muy alto. Otras veces está deprimido y solo ve resultados negativos, por lo que ofrece un precio de compraventa muy bajo. El Sr. Mercado está para servirle, no para guiarle. Lo que le resultará útil es su bolsillo, no su sabiduría".⁸² La cuestión es que los mercados generalmente ofrecen precios razonables, pero hemos visto, y seguiremos viendo, episodios de optimismo y pesimismo extremos.

Existen varias razones para considerar la influencia del comportamiento en los precios de los activos. Para empezar, por lo general, menos de la mitad de las fluctuaciones a corto plazo de los precios de las acciones pueden vincularse directamente a cambios en los fundamentos, como las revisiones de las expectativas de ganancias o las tasas de interés. ⁸³ Los fundamentos, en última instancia, son muy importantes, pero pueden verse eclipsados por el comportamiento de los inversores a corto plazo.

En la misma línea, diversos estudios han analizado los mayores movimientos en el mercado bursátil desde la década de 1940 y si los medios de comunicación proporcionaron una explicación causal. En varios casos, no se encontró un determinante fundamental claro del valor. Uno de estos estudios, que abarcó el período de 1988 a 2012, concluyó: «Solo una minoría de los 50 mayores movimientos de los últimos 25 años puede vincularse a información económica fundamental que podría haber tenido un impacto significativo en las previsiones de flujo de caja o en las tasas de descuento».⁸⁴

En el Anexo 11, actualizamos este análisis para el S&P 500, un índice de las mayores empresas públicas estadounidenses, desde 1988 hasta 2025. De acuerdo con investigaciones anteriores, existen razones plausibles que justifican algunos de los grandes movimientos, pero otros desafían una explicación sencilla (por ejemplo, «El repunte tardío en Wall Street, impulsado por la recuperación de las acciones, contradice las últimas noticias económicas»). Esta línea de investigación deja claro que las variaciones en los precios de los activos tienen orígenes tanto fundamentales como conductuales.

Gráfico 11: Mayores fluctuaciones del índice S&P 500, 1988-2025

Fecha de clasificación	A diario	Noticias de regreso
1	16 de marzo de 2020	-12,0% La Reserva Federal sorprende al mercado al recortar las tasas de interés a cero y crece la preocupación por el coronavirus.
2	13 de octubre de 2008	11,6% Gobiernos de todo el mundo anuncian medidas para apoyar a los bancos en dificultades.
3	28 de octubre de 2008	10,8% Repunte tardío en Wall Street: el repunte de las acciones desafía las últimas noticias económicas.
4	9 de abril de 2025	9,5% El índice S&P 500 registra su tercer mejor día desde la Segunda Guerra Mundial después de que Trump suspendiera los aranceles.
5	12 de marzo de 2020	-9,5% El temor se apodera de los mercados ante una posible pandemia de coronavirus. La Reserva Federal no logra frenar la caída a pesar de inyectar billones de dólares.
6	24 de marzo de 2020	9,4% Las bolsas repuntan ante la expectativa de que los legisladores aprueben un proyecto de ley de estímulo para contrarrestar los daños causados por el coronavirus y los cierres.
7	13 de marzo de 2020	9,3% Las bolsas repuntan y recuperan parte de las pérdidas sufridas a causa del coronavirus ante la esperanza de un mayor estímulo fiscal.
8	15 de octubre de 2008	-9,0% La caída de las ventas minoristas y el aumento de los precios mayoristas avivan los temores de recesión y borran el repunte récord del lunes.
9	1 de diciembre de 2008 -8,9%	Obama revela su equipo de seguridad nacional. La NBER afirma que Estados Unidos entró en recesión en diciembre de 2007. Bernanke advierte sobre la debilidad de la economía.
10	29 de septiembre de 2008 -8,8%	La Cámara de Representantes rechazó el proyecto de ley TARP de 700 mil millones de dólares. El presidente Bush se mostró decepcionado.

Fuente: Counterpoint Global y FactSet.

Las influencias conductuales no solo son relevantes para las acciones estadounidenses, sino para casi todos los mercados.⁸⁵ Por ejemplo, se han producido burbujas y caídas en diversas regiones geográficas y clases de activos. Incluso hay evidencia de que compartimos algunos de estos problemas de comportamiento con otros primates. Los experimentos muestran que los monos capuchinos exhiben aversión a las pérdidas, la tendencia a sufrir más por las pérdidas que a disfrutar de ganancias de magnitud similar.⁸⁶

Aplicación básica de la economía conductual. La economía conductual muestra cómo los factores psicológicos pueden llevar a individuos u organizaciones a tomar decisiones que se desvían de la teoría económica. También muestra cómo el uso de heurísticas, o reglas generales, puede generar sesgos que afectan las decisiones. Este conjunto de investigaciones es sumamente útil para cualquier persona que busque tomar decisiones informadas e imparciales.

Pero es importante reconocer que los errores individuales, por muy generalizados que sean, rara vez son relevantes para determinar la eficiencia del mercado. La interacción de inversores con poca información o racionalidad puede generar precios con una eficiencia sorprendente. Las condiciones esenciales incluyen inversores con puntos de vista y reglas de decisión heterogéneas, así como una forma eficaz de recopilar la información. Los investigadores que escribieron uno de los artículos fundamentales sobre el tema resumen sus hallazgos de la siguiente manera:⁸⁸

La eficiencia asignativa de una subasta doble se deriva en gran medida de su estructura, independientemente de la motivación, la inteligencia o el aprendizaje de los operadores. La mano invisible de Adam Smith podría ser más poderosa de lo que algunos creían; puede generar racionalidad agregada no solo a partir de la racionalidad individual, sino también de la irracionalidad individual.

La lección es que los errores individuales no tienen por qué generar mercados ineficientes, ya que pueden compensarse entre sí, dando como resultado precios precisos. Si usted es un comprador demasiado confiado y yo un vendedor demasiado confiado, el resultado final podría ser el precio correcto.

Al analizar la ineficiencia del mercado, la clave reside en determinar cuándo la sabiduría colectiva se transforma en locura colectiva. Esto ocurre cuando se incumple una o más de las condiciones fundamentales para que una multitud sea sabia.

Fundamental para comprender las fuentes conductuales de ineficiencia es identificar cuándo las creencias de los inversores se correlacionan entre sí y alejan el precio del valor. Los firmes creyentes en los mercados eficientes, incluido Gene Fama, afirman que las explicaciones conductuales son una compilación de historias que los investigadores elaboran para que se ajusten a los hechos.⁸⁹ En algunos casos, esas historias pueden entrar en conflicto. Por ejemplo, algunas explican la reacción insuficiente y otras la reacción excesiva.⁹⁰

Nicholas Barberis, profesor de finanzas en la Escuela de Administración de Yale, sugiere que muchos de los conceptos clave de las finanzas conductuales se basan en la psicología de la formación de creencias y la toma de decisiones. Sostiene que estos factores influyen en los precios de los activos. ¹

Sobreextrapolación. La proyección excesiva de la experiencia reciente es una de las ideas más importantes que explican la psicología de la formación de creencias. Por ejemplo, los economistas financieros han demostrado que las expectativas de los inversores sobre la rentabilidad de las acciones en el próximo año están altamente correlacionadas con la rentabilidad del año anterior. Los inversores esperan alta rentabilidad después de obtener alta rentabilidad y esperan baja rentabilidad después de obtener baja rentabilidad. ²

Las valoraciones suelen ser más altas tras un período de fuertes subidas de precios y más bajas tras una caída de los precios, porque los precios de las acciones son más volátiles que las ganancias corporativas. Empíricamente, las altas valoraciones iniciales están asociadas con bajos rendimientos esperados durante un período de años y bajas valoraciones iniciales con altos rendimientos esperados. ⁹³ Esto contradice las expectativas derivadas de la sobreextrapolación. Esta relación entre valoración y rendimientos también se cumple para otras clases de activos además de las acciones, como bonos, bienes raíces y deuda soberana.⁹⁴

La capacidad de evitar y, en última instancia, beneficiarse de este tipo de sobreextrapolación se basa en la capacidad de "ignorar los temores o entusiasmos de la multitud y centrarse en unos pocos fundamentos simples".⁹⁵ Seth Klarman, fundador, director ejecutivo y gestor de cartera de The Baupost Group, resume el concepto de esta manera: "La inversión en valor es, en esencia, la unión de una tendencia contraria y una calculadora".⁹⁶ "Contrario" impulsa a examinar el otro lado de una opinión popular. "Calculadora" garantiza que la valoración sea lo suficientemente extrema como para producir un exceso esperado elevado
regresa.

La sobreextrapolación también está vinculada al factor momentum, la observación de que los rendimientos de los últimos 3 a 12 meses, generalmente excluyendo el mes más reciente, predicen los rendimientos de los próximos 3 a 12 meses. Por ejemplo, una acción que ha tenido un buen desempeño en el último semestre tenderá a superar al mercado en promedio durante los próximos seis meses antes de revertir su tendencia a largo plazo. Una estrategia de momentum disciplinada es más rigurosa que la simple búsqueda de rendimientos y se basa en reglas para clasificar las acciones y determinar cuáles comprar y vender.

La búsqueda de resultados es otra manifestación de la sobreextrapolación.⁹⁸ Tanto los inversores minoristas como los institucionales tienen la tendencia a comprar fondos que han tenido un buen desempeño y vender aquellos que han tenido un mal desempeño.

Por ejemplo, un estudio realizado con patrocinadores de planes de pensiones reveló que, en los dos años anteriores a la decisión de despedir o contratar, los inversores despedidos habían tenido un rendimiento inferior, y los inversores contratados habían superado, sus índices de referencia.

Pero en los dos años posteriores a la decisión, los gerentes despedidos obtuvieron mayores rendimientos que los contratados.⁹⁹

Los economistas que realizan trabajos relacionados concluyen: "Claramente, los patrocinadores de los planes podrían haber ahorrado cientos de miles de millones de dólares en activos si simplemente hubieran mantenido el rumbo".¹⁰⁰

Sentimiento. Las creencias también influyen en el sentimiento, que refleja la actitud predominante de los inversores hacia un mercado.

El sentimiento del mercado puede llevar a decisiones de compra y venta que van más allá de lo que justifican los fundamentos. Entre los factores que explican este sentimiento se incluyen el volumen de negociación, las medidas de valoración y el volumen y la rentabilidad de las ofertas públicas iniciales.

Los economistas financieros han creado índices de sentimiento para detectar cuándo el sentimiento parece demasiado optimista o pesimista. El sentimiento afecta principalmente a las acciones de empresas especulativas. Estas suelen ser empresas jóvenes que crecen rápidamente y cuyas acciones tienen una capitalización de mercado pequeña. Su futuro es menos claro que el de las empresas más antiguas, y los costos de arbitraje son generalmente más altos. Un sentimiento elevado con respecto a las empresas especulativas se asocia con bajos rendimientos excedentes.

Un índice de sentimiento muy conocido fue desarrollado por dos profesores de finanzas, Malcolm Baker y Jeff Wurgler. La Figura 12 muestra los valores mensuales del índice desde 1965 hasta 2023. Las lecturas superiores a cero sugieren mejores rendimientos en el próximo año para las acciones de empresas grandes, antiguas, de bajo crecimiento, rentables y estables.

Las lecturas por debajo de cero sugieren mejores rendimientos el próximo año para las acciones de empresas pequeñas, jóvenes, de alto crecimiento, no rentables y volátiles.

Gráfico 12: Sentimiento de los inversores y rentabilidad futura en función de las características de la empresa.



Fuente: Counterpoint Global; Malcolm Baker y Jeffrey Wurgler, "Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns", *Journal of Finance*, vol. 61, n.º 4, agosto de 2006, 1645-1680; página web de Jeffrey Wurgler, véase <https://pages.stern.nyu.edu/~jwurgler/>.

Nuestro análisis respalda la relación entre los niveles del índice y los resultados previstos del precio de las acciones, utilizando los rendimientos de los factores apropiados como indicadores indirectos, basándonos en la base de datos de Kenneth French, profesor de finanzas en la Tuck School of Business del Dartmouth College.

El sentimiento también puede llevar a subestimar el poder de la regresión a la media, que establece que los resultados que están lejos del promedio irán seguidos de resultados con un valor esperado más cercano al promedio.¹⁰³

La aparición de una empresa en la portada de una revista de negocios popular es un ejemplo de este fenómeno.

En promedio, las portadas positivas de las revistas siguen a un buen desempeño del precio de las acciones y las historias negativas siguen

Débil desempeño del precio de las acciones. Un estudio concluyó que "las noticias positivas generalmente indican el fin de un desempeño superior y las noticias negativas generalmente indican el fin de un desempeño deficiente".¹⁰⁴

Burbujas. Ha habido burbujas y caídas desde que existen los mercados.¹⁰⁵ Definimos una burbuja bursátil como un aumento sostenido del precio de los valores que los eleva por encima de cualquier estimación razonable de su valor fundamental. El surgimiento de las burbujas suele estar determinado más por las expectativas sobre futuras ganancias de precios que por los fundamentos. Un punto esencial es que algunas burbujas, en última instancia, estallan.

Charles Kindleberger, historiador económico, inspirado por Hyman Minsky, economista, desarrolló un modelo de burbujas con cinco fases:¹⁰⁶

- Desplazamiento. Las burbujas casi siempre comienzan con algún tipo de desplazamiento, ya sea por una nueva tecnología o un cambio en la política gubernamental. Los precios de los activos comienzan a subir y la mayoría de los primeros inversores son considerados los inversores más astutos.¹⁰⁷
- Auge. El continuo aumento de precios genera mayor confianza en los activos y, a menudo, da lugar a explicaciones de lo que está sucediendo. Por ejemplo, durante el auge inmobiliario en Estados Unidos entre 2005 y 2007, prevaleció la idea de que «los precios agregados de las viviendas nunca bajan». La extrapolación también es importante en este caso, ya que los inversores esperan que continúen las altas rentabilidades pasadas.¹⁰⁸ Los inversores institucionales toman nota y, por lo general, se involucran.
- Manía. Los precios de los activos suben muy por encima de lo que las medidas de valoración tradicionales consideran justificado, y algunos inversores inventan nuevas medidas de valor para justificar sus inversiones. Los inversores minoristas se ven atraídos. La expansión del crédito es un fenómeno común que aumenta el riesgo. Una señal clara de que la burbuja se encuentra en esta fase es que las empresas venden acciones.¹⁰⁹
- Situación de crisis. Los precios no caen de inmediato, pero tampoco suben. La oferta de compradores se agota y los inversores más astutos, incluidas las empresas, siguen vendiendo. Las malas noticias provocan fuertes caídas de precios. Surgen dudas sobre las historias que impulsaron los precios al alza.
- Pánico. La burbuja estalla, con "la gente apresurándose para entrar antes de que se cierre de golpe".¹¹⁰ Puede haber factores desencadenantes, como la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers en la Gran Recesión de 2007-2009, pero no necesariamente. Los inversores que utilizaron deuda para comprar activos durante el auge pueden enfrentarse a llamadas de margen y aumentos en los requisitos de margen, lo que acelera la venta.¹¹¹ Los precios de los activos no solo bajan, sino que pueden caer a un nivel inferior al que respaldan los fundamentos.

Las burbujas son un tema fascinante desde el punto de vista de la sociología, la psicología social y la historia del mercado. Se ha escrito mucho sobre el tema, y el apéndice B incluye una lista de libros sobre burbujas.

Queremos centrarnos en dos aspectos de las burbujas. Primero, qué sucede con los precios de los activos tras una subida vertiginosa, y segundo, la interacción entre el capital financiero y las revoluciones tecnológicas.

Gene Fama expresó un escepticismo razonable sobre las burbujas:¹¹²

Creo que la mayoría de las burbujas se ven afectadas por la perspectiva que da el tiempo. Ahora, después de que suceden, siempre hay quienes decían antes que los precios eran demasiado altos. La gente siempre está diciendo que los precios son demasiado altos. Cuando tienen razón, los aclamamos. Cuando se equivocan, los ignoramos. Suelen tener razón y equivocarse aproximadamente la mitad de las veces.

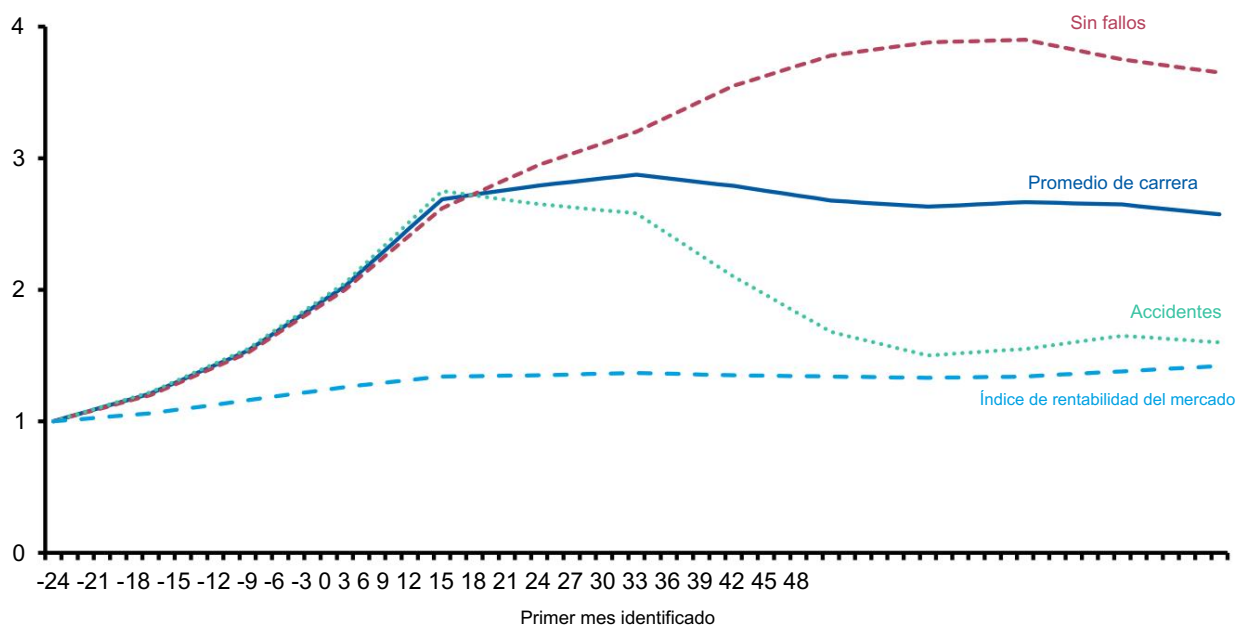
El comentario de Fama de que quienes afirman que el mercado está sobrevalorado aciertan la mitad de las veces es una hipótesis que los investigadores pueden comprobar. Y así lo hicieron.

Tres economistas financieros, Robin Greenwood, Andrei Shleifer y Yang You, querían analizar la rentabilidad de las acciones de las industrias tras una subida de precios o burbuja.¹¹³ Definieron una subida como una rentabilidad acumulada del 100 % o más, tanto absoluta como relativa al mercado, durante los dos años anteriores para una cartera ponderada por valor de mercado de acciones dentro de una industria. Además, especificaron que la rentabilidad absoluta de la industria debía haber aumentado un 50 % o más durante los cinco años anteriores. La subida comenzaba el primer mes en que se cumplían las condiciones.

Identificaron 40 de estas subidas en Estados Unidos entre 1926 y 2014, y 107 en sectores internacionales entre 1985 y 2014. Su principal conclusión, que les llevó a titular su artículo "Burbujas para Fama", fue que Fama tiene razón en el sentido de que una subida repentina no predice, en promedio, rendimientos futuros inusualmente bajos.

El Anexo 13 muestra los resultados de los repuntes de las industrias estadounidenses. A la izquierda se muestran los 24 meses anteriores al primer mes. en el que el retorno de la industria cruza su umbral de una subida, y a la derecha se muestra el rendimiento del precio durante los siguientes 48 meses. Poco más de la mitad de las subidas tuvieron una caída, definida como una reducción del 40 por ciento de cualquier precio en los dos años posteriores a la primera subida. El retorno promedio de todos los episodios después de las subidas no fue a diferencia del mercado en general.

Gráfico 13: La rentabilidad tras una subida es similar a la del mercado en promedio.



Fuente: Counterpoint Global basado en la Figura 1 de Robin Greenwood, Andrei Shleifer y Yang You, "Bubbles for Fama", Revista de Economía Financiera, Vol. 131, No. 1, enero de 2019, 24.

Pero los economistas también descubrieron que las subidas vertiginosas aumentaban significativamente la probabilidad de una caída y que las señales observadas durante la subida, como la volatilidad, la rotación de la cartera y la emisión de acciones, ayudan a predecirla. Un estudio académico independiente halló que las caídas solían producirse tras fuertes aumentos del capital invertido, una medida de la intensidad de la inversión.¹¹⁴

Los economistas también han demostrado que los arbitrajistas, cuyo objetivo es obtener ganancias manteniendo el precio y el valor alineados, pueden no lograr sincronizar su comportamiento. Esto permite que una burbuja persista a pesar de una brecha cada vez mayor entre el precio y el valor.¹¹⁵

El segundo aspecto de las burbujas que abordaremos es la interacción entre la etapa de desplazamiento, impulsada por la innovación tecnológica, y el capital financiero. Carlota Pérez, economista, escribió *Revoluciones tecnológicas y capital financiero*, la obra fundamental sobre este tema.

La idea principal es que existen dos procesos simultáneos. El primero es cómo la aparición de una nueva tecnología afectará la actividad económica. Ejemplos de estas tecnologías incluyen los ferrocarriles, la electricidad, internet y la inteligencia artificial. El segundo es cómo los inversores se posicionan para obtener beneficios de estas tecnologías.

Nos gusta usar el ejemplo del desarrollo neuronal en los niños como analogía para este proceso. Las neuronas son células del sistema nervioso que se conectan y comunican con otras neuronas a través de sinapsis. La clave está en que el número de neuronas no cambia mucho a lo largo de la vida humana, pero el número de conexiones sinápticas aumenta bruscamente en la primera infancia y luego disminuye drásticamente, creando una "U" invertida. El cerebro refuerza las sinapsis que el individuo usa y elimina las que no usa.

Este proceso es similar a lo que ocurre cuando surgen nuevas tecnologías: aparecen muchas empresas que buscan aprovechar la novedad, pero el mercado elimina sin piedad a las empresas que no cumplen con sus exigencias.

El cerebro representa aproximadamente el 2 % de la masa corporal, pero consume el 20 % de la energía. Crear muchas conexiones para luego descartarlas parece un derroche. Sin embargo, la naturaleza encontró esta solución para aprender sobre el entorno.

Asimismo, la creación de numerosas empresas y el consiguiente cierre de muchas de ellas también resulta ineficiente. Sin embargo, este proceso permite encontrar el equilibrio entre lo que ofrece una nueva tecnología y las demandas del mercado.

Otra forma de verlo es que los inversores compren participaciones en empresas que se pueden considerar como opciones. Una opción es el derecho, pero no la obligación, de hacer algo. Si un negocio prospera, la opción se vuelve muy valiosa, pero si fracasa, el titular de la opción puede renunciar a ella.

Las revoluciones tecnológicas incentivan a los inversores a invertir en diversas opciones, pero sabemos de antemano que la mayoría de ellas tendrán poco o ningún valor. Muchas de estas opciones parecen caras, y los indicadores tradicionales como las ventas y los beneficios no justifican su precio. En definitiva, este proceso da lugar a empresas que satisfacen las necesidades del mercado y ofrecen nuevas formas de hacer negocios.

Esta inversión también financia infraestructura que aporta valor a la sociedad. Por ejemplo, durante el auge de las puntocom se realizó una inversión masiva en fibra óptica, la columna vertebral de los servicios de internet, telecomunicaciones y datos. Tras el estallido de la burbuja de las puntocom, un porcentaje muy elevado de esa capacidad quedó sin utilizar y numerosas empresas de telecomunicaciones quebraron. Sin embargo, esa infraestructura fue fundamental para el posterior y rápido crecimiento de internet.

Las burbujas son una característica constante de los mercados. Si bien todas las burbujas son únicas, tienden a seguir patrones similares. En muchos casos, de un mar de pérdidas surgen empresas valiosas y la inversión en nuevas tecnologías sienta las bases para el crecimiento económico.

La sabiduría y la locura de las multitudes. La multitud suele ser sabia, lo que significa que el mercado suele ser eficiente.

Pero también sabemos que esta sabiduría puede transformarse en locura, lo que provoca la ineficiencia del mercado. Este cambio de la sabiduría a la locura podría ser la oportunidad de cambio de comportamiento recurrente más significativa.

Para que un grupo sea sabio, sus miembros deben tener puntos de vista heterogéneos. Los mercados pierden eficiencia cuando los inversores pierden diversidad. Algunos indicadores de la pérdida de diversidad incluyen indicadores de sentimiento, ratios put/call (volumen de negociación de opciones put bajistas frente a opciones call alcistas), medidas de concentración (gran participación de inversores institucionales en relación con la liquidez de una acción) y valoración absoluta.

Uno de los desafíos al abordar la pérdida de diversidad es que su efecto tiende a ser no lineal. En otras palabras, se puede perder diversidad de forma constante durante un tiempo sin que el precio del activo reaccione. Entonces, un pequeño cambio en el margen conlleva un gran cambio en el precio. Esto se denomina «transición de fase» y es común en sistemas físicos y sociales.¹¹⁹

Observar directamente la pérdida de diversidad es difícil. Sin embargo, podemos utilizar modelos basados en agentes para analizar la interacción entre los precios de los activos y la diversidad. Estos modelos crean inversores («agentes») in silico, les dotan de reglas y objetivos de decisión, les permiten interactuar entre sí y les proporcionan la capacidad de aprender y adaptarse.

Blake LeBaron, profesor de economía en la Universidad de Brandeis, construyó un mercado de valores artificial de este tipo. Su modelo cuenta con 1000 inversores con objetivos bien definidos para la asignación de carteras, un activo libre de riesgo, un activo que paga dividendos a una tasa calibrada según el registro empírico en los EE. UU. desde el final de la Segunda Guerra Mundial, y 250 reglas de decisión activas.

Los inversores ganaban o perdían dinero al operar entre sí. LeBaron diseñó el sistema para que aquellos con menor patrimonio fueran eliminados. Además, perfeccionó las reglas de decisión eliminando las que los inversores no utilizaban y reemplazándolas por otras nuevas. La ventaja del modelo radica en que permite observar la interacción entre la diversidad y los precios de los activos.

El mercado artificial de LeBaron reproduce muchas de las características empíricas de los mercados reales, incluyendo la volatilidad agrupada, los volúmenes de negociación variables y las colas pesadas. La observación crucial es que las subidas en el precio del activo están precedidas por una reducción en el número de reglas que utilizan los operadores. Esta es la definición de una pérdida de diversidad. LeBaron explica es el siguiente: ¹²¹

Durante el período previo a una crisis, la diversidad de la población disminuye. Los agentes comienzan a utilizar estrategias de negociación muy similares, ya que su desempeño en pro del bien común se retroalimenta. Esto hace que la población sea muy frágil, de modo que una pequeña reducción en la demanda de acciones podría tener un fuerte impacto desestabilizador en el mercado.

El mecanismo económico es claro. A los operadores les resulta difícil encontrar a quién vender en un mercado a la baja, ya que todos siguen estrategias muy similares. En el modelo walrasiano utilizado aquí, esto provoca una caída drástica del precio para equilibrar el mercado. La homogeneidad de la población se traduce en una reducción de la liquidez del mercado.

La diversificación disminuyó y llevó el precio de los activos a un nivel de burbuja, ya que los inversores convergieron en las mismas reglas. Antes del desplome, el precio de los activos subió, pero también lo hizo la fragilidad del mercado.

El mercado de valores artificial de LeBaron refuerza algunas lecciones importantes sobre el origen conductual de la ineficiencia.

Una teoría es que los inversores se enriquecen a corto plazo cuando se imitan entre sí. George Soros, el exitoso inversor, dijo célebremente: «Cuando veo que se forma una burbuja, me apresuro a comprar, echando leña al fuego».¹²² La premisa implícita es que es lo suficientemente astuto como para vender antes de que se produzca el estallido.

Por eso es tan difícil apostar en contra de una burbuja. Las acciones correlacionadas producen una retroalimentación positiva que empuja el precio lejos del valor, creando grandes ganancias durante la subida. Equivocarse a corto plazo crea riesgo profesional, donde el puesto de un gestor de cartera está en peligro como resultado de malos resultados a corto plazo. ¹²³ Esto es cierto incluso si finalmente se demuestra que el gestor de cartera tenía razón.

En segundo lugar, el aumento de los precios de los activos a corto plazo oculta el hecho de que la fragilidad aumenta mientras que la diversificación disminuye. De hecho, una base de inversores puede acercarse a un punto crítico y retroceder, sin revelar ningún resultado adverso. Pero una caída incremental

La falta de diversidad provocará una gran caída en el precio del activo si el mercado alcanza el punto crítico. Las operaciones con alta concentración de inversores funcionan hasta que dejan de hacerlo.¹²⁴

La saturación del mercado no solo genera precios incorrectos, sino que también provoca falta de liquidez.¹²⁵ Los modelos revelan que el precio debe caer drásticamente para equilibrar el mercado cuando los compradores utilizan la misma regla y los vendedores, que utilizan reglas diferentes, no tienen nada que vender. Resulta sorprendente, en retrospectiva, que un pequeño cambio en la diversidad provoque una gran caída del precio.

Explicar los resultados del mercado bursátil mediante la sabiduría colectiva resulta útil, ya que las condiciones revelan cuándo y por qué los mercados actúan con sensatez o irracionalidad. Este marco teórico predice que es difícil para un inversor superar al mercado y que este se descontrola periódicamente. Ambas predicciones se confirman con los resultados.

Si las creencias correlacionadas son una parte importante de la historia, comprender los mecanismos mediante los cuales se propagan las creencias es esencial.

Cómo se propagan las creencias. La forma en que las ideas o la información se propagan a través de una red es análoga al modelo que los epidemiólogos suelen utilizar para describir la propagación de enfermedades.¹²⁶ Este modelo incluye el grado de contagio, el grado de interacción y el grado de recuperación. Lo que determina el resultado es intuitivo: cuanto mayor sea el contagio y la interacción, mayor será la probabilidad de que una enfermedad o creencia se propague.

Existen algunas consideraciones importantes con respecto a la propagación de creencias en los mercados. Para empezar, los experimentos y la experiencia nos indican que es intrínsecamente difícil predecir qué ideas o productos se popularizarán.

Por ejemplo, si al principio los fans prefieren una canción ligeramente más que otra de igual calidad, aunque solo sea por casualidad, el proceso de ventaja acumulativa se impone y la primera tendrá mucho más éxito que la segunda.¹²⁷ Por eso los estudios de cine y música tienen dificultades para predecir los éxitos y por eso William Goldman, guionista, declaró: «Nadie sabe nada».¹²⁸

A continuación, los humanos son inherentemente sociales y la mayoría tiene el deseo de conformarse a las creencias de la multitud. Neurocientíficos incluso se puede comprender la base neurobiológica de la conformidad.¹²⁹ Las cascadas informativas ocurren cuando los individuos siguen las decisiones de quienes los precedieron sin tener en cuenta su propia información personal. En el caso de una moda o tendencia, la conformidad implica no destacar de una manera que resulte incómoda.

Los inversores sienten la presión de conformarse. Una encuesta realizada por el CFA Institute a más de 700 inversores de todo el mundo reveló que "dejarse influenciar por los compañeros para seguir las tendencias" era el sesgo conductual que más afectaba a su toma de decisiones.¹³⁰ Superar a los compañeros es difícil si todos hacen exactamente lo mismo.

Los análisis de diversidad suelen incluir tanto a nuevos inversores que participan como a inversores experimentados que no lo hacen. Estos nuevos inversores suelen ser particulares.¹³¹

Owen Lamont, exacadémico y ahora gestor de cartera e investigador en Acadian Asset Management, analizó relatos de burbujas anteriores y las descripciones de los nuevos participantes. Entre ellos se encontraban lecheras, filósofos, poetas, limpiabotas, monjes budistas y taxistas. Lamont señala que lo que los unifica es la falta de conocimientos financieros.¹³²

La probabilidad de que se produzca una pérdida de diversidad aumenta cuando este tipo de personas convergen en una inversión o tema de inversión en particular. Del mismo modo, los inversores experimentados contribuyen a la falta de diversidad si dejan de apostar en su contra. Las reglas de decisión convergen y la diversidad se resiente cuando no existe una opinión contraria en el mercado.

Keith Stanovich, psicólogo, distingue entre creencias "comprobables" y "distales".¹³³ Las creencias comprobables se pueden verificar mediante la observación. Las creencias distales, una forma de convicción, no se pueden verificar mediante la observación ni la experiencia.

La cantidad que el gobierno estadounidense gasta en seguridad social es una creencia verificable. La creencia de que el gasto en seguridad social es demasiado alto (o demasiado bajo) es distal. El sesgo de confirmación se produce cuando interpretamos la nueva información de forma coherente con creencias distales.

Las creencias distales tienden a propagarse a través de la identidad compartida precisamente porque no son demostrables. Como resultado, sirven como señales sociales más que como mapas de la realidad. Esto es relevante en los mercados, ya que, en última instancia, los hechos prevalecen.

¿Cómo puede un inversor aprovechar eficazmente las ineficiencias del comportamiento?

- Esté atento a la sobreextrapolación. El mercado, parafraseando a Ben Graham, suele ser sensato y el precio es aproximadamente equivalente al valor. Sin embargo, el mercado también es propenso a los extremos, y los inversores a menudo asumen que la tendencia de los resultados recientes se mantendrá en el futuro. En consecuencia, corren el riesgo de comprar caro y vender barato.
- Analice la opinión pública. Cuando la opinión es uniformemente positiva o negativa, prepárese para considerar el lado opuesto del argumento. Ser contradictorio por el mero hecho de serlo es una mala idea. Porque el consenso puede ser correcto. Pero pueden surgir oportunidades cuando las señales de sentimiento y valoración coinciden.

La pregunta clave es: "¿Qué expectativas sobre los resultados financieros futuros se derivan del precio actual?"¹³⁴

Determina qué debes creer acerca de indicadores como el crecimiento de las ventas, los márgenes de beneficio operativo y las necesidades de inversión para justificar el precio actual y compáralos con escenarios plausibles.

- Burbujas. Si bien los detalles varían, las burbujas suelen pasar por fases similares. Si sospecha que el mercado está en una burbuja, evalúe en qué fase se encuentra. Tenga en cuenta que, tras las subidas, las industrias obtienen una rentabilidad similar a la del mercado en promedio. Sin embargo, existe un riesgo elevado de desplome. Para las empresas involucradas, ciertas características fundamentales, como el rápido crecimiento del capital invertido, aumentan dicho riesgo.
- La sabiduría y la locura de las masas. La sabiduría de las masas depende de inversores con puntos de vista heterogéneos, un mecanismo para agregar información e incentivos para acertar. La diversidad es la condición con mayor probabilidad de fallar. Cuando la diversidad se rompe, la sabiduría de las masas se transforma en la locura de las masas. Una de las características más desconcertantes de esta transición es su carácter no lineal. Una reducción en la diversidad no afecta los precios de los activos, pero un pequeño cambio conlleva una gran caída.
- Propagación de creencias. Las creencias se propagan de forma similar a una enfermedad, siendo las creencias contagiosas que alcanzan una audiencia conectada las que tienen mayor impacto. La distinción entre creencias comprobables y creencias distales subraya la necesidad de separar los hechos de las opiniones. Un hecho es información que se presume objetiva y, por lo tanto, puede refutarse. Una opinión es una creencia que va más allá de una impresión, pero que no cumple con el estándar del conocimiento positivo. En consecuencia, una opinión es difícil de refutar. Tanto los hechos como las opiniones son útiles para los inversores, pero los hechos deben prevalecer.¹³⁵

Las ineficiencias conductuales se disipan en distintos ciclos temporales. Por ejemplo, el impulso tiende a revertirse en un período relativamente corto (menos de un año). Las grandes burbujas pueden tardar años en estallar. Aprovechar las ineficiencias conductuales puede llevar más tiempo del que los gestores de inversiones creen poder permitirse.

Ben Graham ofreció un excelente consejo sobre cómo aprovechar los beneficios de los patrones de comportamiento. Escribió: «Ten la valentía de tu conocimiento y experiencia. Si has llegado a una conclusión a partir de los hechos y sabes que tu juicio es sólido, actúa en consecuencia, aunque otros duden o discrepen. (No tienes razón ni estás equivocado porque la mayoría no esté de acuerdo contigo. Tienes razón porque tus datos y tu razonamiento son correctos)».¹³

Ineficiencias analíticas

Una ineficiencia analítica surge cuando todos los participantes tienen información idéntica, o casi idéntica, y algunos pueden analizarla mejor que otros. La información financiera incluye los resultados de ganancias (especialmente en relación con las estimaciones de los analistas), los datos de flujo de efectivo y la estructura de capital. La información no financiera incluye la estrategia corporativa, 137 Una ventaja analítica puede ser el resultado de una mayor habilidad analítica, una gobernanza actualizada y una mejor calidad de puntos de vista más eficazmente que otros, operando en una escala de tiempo diferente o anticipando un cambio en el mercado. 138

narrativo.

Habilidad analítica. El tenis proporciona una analogía para comprender la habilidad analítica. 138 Considere la diferencia entre un profesional y un aficionado, ambos juegan en la misma cancha, usan el mismo equipo y siguen las mismas reglas. Sin embargo, el profesional tendrá mejor técnica y estrategia, y cometerá menos errores que el aficionado. En el mundo de las inversiones, las instituciones suelen ser los profesionales y los particulares, los aficionados.

En general, los inversores institucionales superan a los inversores individuales cuando compiten directamente, lo que significa que los individuos pueden ser una buena fuente de rendimientos excedentes para las instituciones. 139 Un estudio exhaustivo del comportamiento de los inversores individuales señaló que "la evidencia indica que el inversor individual promedio tiene un rendimiento inferior al del mercado, tanto antes como después de las comisiones". 140

Los rendimientos positivos y negativos excedentes deben sumar cero antes de las comisiones para el mercado en su conjunto. Habilidad diferencial. Además, la suerte explica la magnitud de los rendimientos positivos y negativos. Un estudio detallado de todos los inversores en Taiwán reveló que las instituciones obtuvieron rendimientos extraordinarios de 1,5 puntos porcentuales por año, mientras que los particulares perdieron 3,8 puntos porcentuales. 141 Los particulares suelen tener poca habilidad y demasiada confianza.

En general, las instituciones poseen mejor información y capacidad analítica que los particulares. Por ejemplo, tienden a comprar acciones a particulares cuando la acción no reacciona adecuadamente a las buenas noticias sobre los flujos de caja futuros, superando a los particulares en 1,4 puntos porcentuales anuales en estos casos. 142 Además, las ofertas públicas iniciales con una alta participación de inversores minoristas tienen un rendimiento inferior al de aquellas dominadas por instituciones. 143

En la práctica, puede resultar difícil evaluar si los inversores actúan basándose en información diferente o en una interpretación distinta de la misma información. Ambas influyen en la decisión, y los estudios de eventos en los que la información se difunde ampliamente, como la publicación de resultados, revelan la importancia de las diversas interpretaciones analíticas. 144

Actualizar las perspectivas mejor que los demás. La siguiente fuente de ventaja analítica consiste en actualizar las perspectivas mejor que los demás mediante la correcta integración de la nueva información. El teorema de Bayes proporciona un marco formal para actualizar las creencias previas a la luz de la nueva información. 145 La evidencia demuestra claramente que los inversores no lo hacen tan bien como podrían, y surgen patrones específicos de sobre-reacción y sub-reacción. 146

Francesca Bastianello y Alex Imas, profesores de finanzas en la Escuela de Negocios Booth de la Universidad de Chicago, proporcionan un marco para explicar estos patrones. 147 Para comprender mejor su funcionamiento, es útil separar las tareas de inferencia y pronóstico. Por ejemplo, un inversor puede usar la información de que el precio de una acción subió para inferir si la empresa es buena o mala, o para pronosticar un precio futuro. Los inversores reaccionan de forma exagerada o insuficiente a las noticias según la tarea que realicen.

Bastianello e Imas utilizaron un modelo clásico de bolas y urnas para aislar los patrones de actualización. Tenían dos urnas: una para una buena empresa con beneficios que variaban alrededor de un número alto y otra para una mala empresa con beneficios que variaban alrededor de cero.

Los participantes analizaron 30 meses de datos de una de las empresas y debían inferir si los resultados correspondían a una buena o mala compañía, o bien pronosticar sus beneficios futuros. Los investigadores mantuvieron constantes la diferencia en los beneficios promedio, las expectativas previas de los inversores y la volatilidad para poder medir las reacciones en comparación con un valor de referencia.

Los resultados mostraron que los participantes generalmente reaccionan de forma insuficiente en la tarea de inferencia y de forma excesiva en la de predicción. Esto se debe a que los participantes partieron de la premisa de que los procesos de mercado son persistentes. En consecuencia, una sola noticia no parece aportar información sobre la calidad de la empresa (inferencia), pero sí sobre el precio de mañana (pronóstico).

Con frecuencia, las personas no son tan sensibles a las señales fuertes o débiles como deberían. La mayoría de la gente considera la nueva información en el contexto de su experiencia y no ajusta sus puntos de vista lo suficiente cuando llegan nuevos datos.

Además, la capacidad de atención de las personas es limitada. Esto significa que los inversores no aprecian la importancia de las señales fuertes y, por lo tanto, tienden a reaccionar de forma insuficiente ante ellas.

El horizonte temporal también desempeña un papel fundamental en estos sesgos cognitivos. En este modelo, el beneficio actual es un indicador más fiable para el mes siguiente que para dentro de tres años. Los participantes no tienen plenamente en cuenta este deterioro y, por lo tanto, tienden a subestimar las previsiones a corto plazo y a sobreestimarlas a largo plazo.

Estos patrones ayudan a explicar ciertos resultados empíricos, como la excesiva volatilidad de las previsiones de las encuestas sobre variables macroeconómicas y financieras. El gráfico 14 muestra el patrón de sobrereacción y subreacción del modelo.

Figura 14: Relación de compromiso entre peso y fuerza de la señal

Característica	Descripción	Racional (bayesiano) Respuesta	Sesgo observado en Pronóstico
Tamaño del amortiguador	Cantidad de imprevistos noticias	Una mayor diferencia equivale a una señal más fuerte.	Reacción insuficiente ante grandes diferencias
		Una diferencia menor equivale a una señal más débil.	Reacción exagerada ante pequeñas diferencias
Persistencia	¿Cuánto se parecen las noticias de hoy a las de mañana?	Una mayor persistencia equivale a una señal más fuerte.	Reacción insuficiente cuando la persistencia es alta
		Una menor persistencia equivale a una señal más débil.	Reacción exagerada cuando la persistencia es baja
horizonte temporal	Duración prevista del período	Un horizonte temporal más corto equivale a una señal más fuerte.	Reacción insuficiente a corto plazo
		Un horizonte más largo equivale a una señal más débil.	Reacción desproporcionada a largo plazo
Atención	Aumentar la atención		
Característica en aislamiento	Los ánimos reaccionan de forma exagerada o insuficiente ante la función.		
La interacción de múltiples características depende de cómo interactúen; esto puede atenuar o intensificar la sobrereacción o la subreacción.			

Fuente: Counterpoint Global, basado en Francesca Bastianello y Alex Imas, "Biases in Belief Updating Within and Across Domains", documento de trabajo, 12 de diciembre de 2025.

El sesgo de actualidad es un concepto relacionado que surge de dar demasiada importancia a los acontecimientos recientes.¹⁴⁸ Como hemos visto, las encuestas a inversores y ejecutivos muestran sistemáticamente una fuerte tendencia a extrapolar a partir de una pequeña muestra de lo que acaba de suceder. Considerar las tasas base, o los resultados de una clase de referencia adecuada, puede ayudar a mitigar este posible error.¹⁴⁹

Phil Tetlock, profesor de psicología en la Universidad de Pensilvania, identifica otros errores comunes.¹⁵⁰

Se está reaccionando de forma exagerada ante información que parece explicar la causalidad, pero que en realidad no lo hace.

El análisis de las fusiones y adquisiciones (M&A) es un buen ejemplo. Los analistas de renta variable suelen comentar favorablemente sobre las acciones de la empresa adquirente como resultado del aumento previsto de las ganancias, solo para ver cómo las acciones caen en picado. porcentaje de los casos. La razón es que el cambio en las ganancias por acción no es la mejor manera de capturar la causalidad en fusiones y adquisiciones.¹⁵¹

Otro ejemplo es la reacción insuficiente ante información causal. Siguiendo con el tema de las fusiones y adquisiciones, la comparación del valor actual de las sinergias con la prima prometida proporciona información valiosa, aunque a menudo infravalorada.

Este análisis requiere algunos cálculos modestos, pero es demostrablemente más relevante que los cambios en las ganancias basados en cifras contables.¹⁵²

Quienes toman decisiones y son capaces de distinguir entre la información relevante y la irrelevante tienen una ventaja analítica.

El efecto de contraste también explica la sobre-reacción a la nueva información. La idea es que las buenas noticias se perciben como más impresionantes de lo que deberían ser si van precedidas de malas noticias, y menos impresionantes de lo que deberían ser si siguen a buenas noticias. Estos errores pueden llevar a una valoración incorrecta, y una estrategia para capturar el efecto de contraste parece generar rendimientos excesivos.¹⁵³

La mayor parte de este debate se centra en cómo los individuos actualizan sus creencias de maneras que se apartan del ideal normativo. Pero los "superpronosticadores" son un ejemplo de personas que ofrecen pronósticos muy superiores a la media.¹⁵⁴

Son ese pequeño porcentaje de participantes que demostraron una excelente habilidad en un torneo de pronósticos.

Los superpronosticadores suelen compartir algunos rasgos comunes. Son de mente abierta, pragmáticos, analíticos, tienen buenas habilidades numéricas y son muy trabajadores. Además, modifican sus estimaciones de probabilidad con frecuencia y en pequeños incrementos. La formación en tasas base suele contribuir a mejorar las habilidades de pronóstico.¹⁵⁵

La lección es que las personas no actualizan sus creencias tan bien como podrían, y existen métodos para mejorar esta habilidad como una fuente potencial de ventaja competitiva.

Arbitraje temporal. Jack Treynor fue un economista y líder en la industria de la inversión que sugirió que un inversor puede obtener una ventaja operando en una escala temporal diferente a la de los demás. Escribiendo en la década de 1970, Treynor sugirió que hay:

dos tipos de ideas de inversión: (a) aquellas cuyas implicaciones son directas y obvias, requieren relativamente poca experiencia especial para evaluarlas y, en consecuencia, se difunden rápidamente (por ejemplo, las "acciones de moda"); y (b) aquellas que requieren reflexión, juicio, experiencia especial, etc., para su evaluación y, en consecuencia, se difunden lentamente.

La búsqueda del segundo tipo de idea . . . es, por supuesto, la única definición significativa para "Inversión a largo plazo."

Treynor hace referencia a John Maynard Keynes, el renombrado economista, para explicar el origen de esta oportunidad.

Keynes añade dos elementos esenciales: ¹⁵⁷

La energía y la habilidad del inversor profesional le permiten realizar . . . de hecho, están principalmente preocupados, no por hacer pronósticos superiores a largo plazo sobre la rentabilidad probable de una inversión a lo largo de su vida útil, anticipándose a los cambios en los criterios de valoración convencionales con poca antelación. Su interés no radica en el valor real de una inversión para quien la adquiere a largo plazo, sino en el valor que el mercado le atribuirá, bajo la influencia de la psicología de masas, dentro de tres meses o un año.

A continuación, subraya lo difícil que resulta ser un inversor a largo plazo:

Finalmente, es el inversor a largo plazo, aquel que más promueve el interés público, quien en la práctica recibirá las mayores críticas, allí donde los fondos de inversión sean gestionados por comités, consejos de administración o bancos. Pues, en esencia, su comportamiento implica ser excéntrico, poco convencional e impulsivo a ojos de la opinión general. Si tiene éxito, esto solo confirmará la creencia generalizada en su imprudencia; y si a corto plazo fracasa, lo cual es muy probable, no recibirá mucha indulgencia. La sabiduría popular enseña que es mejor para la reputación fracasar de forma convencional que triunfar de forma poco convencional.

Tanto Treynor como Keynes destacan la importancia del horizonte temporal y sugieren que el inversor a largo plazo puede obtener rendimientos extraordinarios. Sin embargo, aclaran que la inversión a largo plazo requiere reflexión y criterio, y que quienes la practican suelen ser objeto de críticas. Se trata de una combinación de aspectos analíticos y conductuales.

Comencemos por desarrollar la idea de Treynor. Los inversores suelen usar el término "arbitraje temporal" para referirse a situaciones en las que el mercado interpreta el ruido a corto plazo como si fuera una señal a largo plazo. Tomando como ejemplo el lanzamiento de una moneda, existe una oportunidad de arbitraje temporal si el mercado valora una moneda justa como si estuviera sesgada después de que 7 de los primeros 10 lanzamientos sean cruz.

Para aprovechar con éxito el arbitraje temporal se requieren tres cosas. Primero, un inversor debe ser capaz de separar con precisión la señal del ruido. En el ejemplo del lanzamiento de moneda, la señal es una división equitativa entre cara y cruz, y el ruido es la apariencia de una tendencia hacia la cruz. Segundo, la señal debe revelarse finalmente.

Tras muchos lanzamientos adicionales, la proporción de caras y cruces se estabilizará en torno a uno a uno. Finalmente, un inversor debe tener acceso a un capital lo suficientemente paciente como para permitir que la señal se manifieste.

Casi todos los inversores buscan resultados satisfactorios a largo plazo, pero consideran que los malos resultados a corto plazo representan un desafío. Shlomo Benartzi y Richard Thaler, ambos economistas (Thaler ganador del Premio Nobel), desarrollaron un concepto denominado «aversión miope a las pérdidas». Su motivación era comprender el enigma empírico de por qué la prima de riesgo de las acciones, es decir, la prima por poseer acciones en lugar de bonos libres de riesgo, es mayor de lo que sugiere la teoría.¹⁵⁸

Benartzi y Thaler combinan dos ideas en su intento de explicar la prima de riesgo histórica de las acciones. La primera es la aversión a las pérdidas, que dice que los humanos (junto con los monjes capuchinos) sufren pérdidas aproximadamente el doble de lo que disfrutan de ganancias equivalentes.¹⁵⁹ Esto es inconsistente con la teoría clásica de la utilidad.

La segunda es la miopía, o "visión corta". Esto refleja con qué frecuencia revisas tu cartera de inversiones.

El mercado de valores tiende a subir con el tiempo, pero lo hace de forma intermitente.

Según datos recopilados durante un siglo en Estados Unidos, la probabilidad de obtener ganancias en una cartera de acciones diversificada es de aproximadamente el 54 % en un día, el 63 % en un mes y el 75 % en un año. La probabilidad de obtener ganancias a 15 años o más es muy cercana al 100 %.

Benartzi y Thaler combinaron estas ideas para ofrecer una nueva perspectiva sobre el horizonte temporal del inversor. Cuanto más frecuentemente un inversor revisa su cartera, mayor es la probabilidad de que experimente pérdidas y sufra aversión a las pérdidas. Por lo tanto, un inversor que examina su cartera constantemente requeriría una mayor rentabilidad para compensar las pérdidas que alguien que la revisa con menos frecuencia.

Como resultado de este factor psicológico, un inversor a largo plazo está dispuesto a pagar un precio más alto por el mismo activo que un inversor a corto plazo.¹⁶⁰ Este concepto no solo se aplica a los inversores minoristas. La evidencia empírica sugiere que los inversores profesionales también sufren de aversión a las pérdidas miope.¹⁶¹

El periodo de evaluación de la cartera, coherente con la prima de riesgo de renta variable obtenida entre 1926 y 1990, fue de aproximadamente un año. Si bien los inversores no pueden elegir su grado de aversión a las pérdidas, sí pueden seleccionar la frecuencia con la que evalúan sus carteras.

Investigadores de Renaissance Technologies, una firma de inversión, utilizaron una técnica de simulación basada en parámetros realistas y descubrieron que el período de evaluación más eficaz para valorar a los gestores de fondos era superior a tres años. En resumen, señalan que «el grado de paciencia más rentable difiere mucho del que se observa en la práctica actual del sector».162

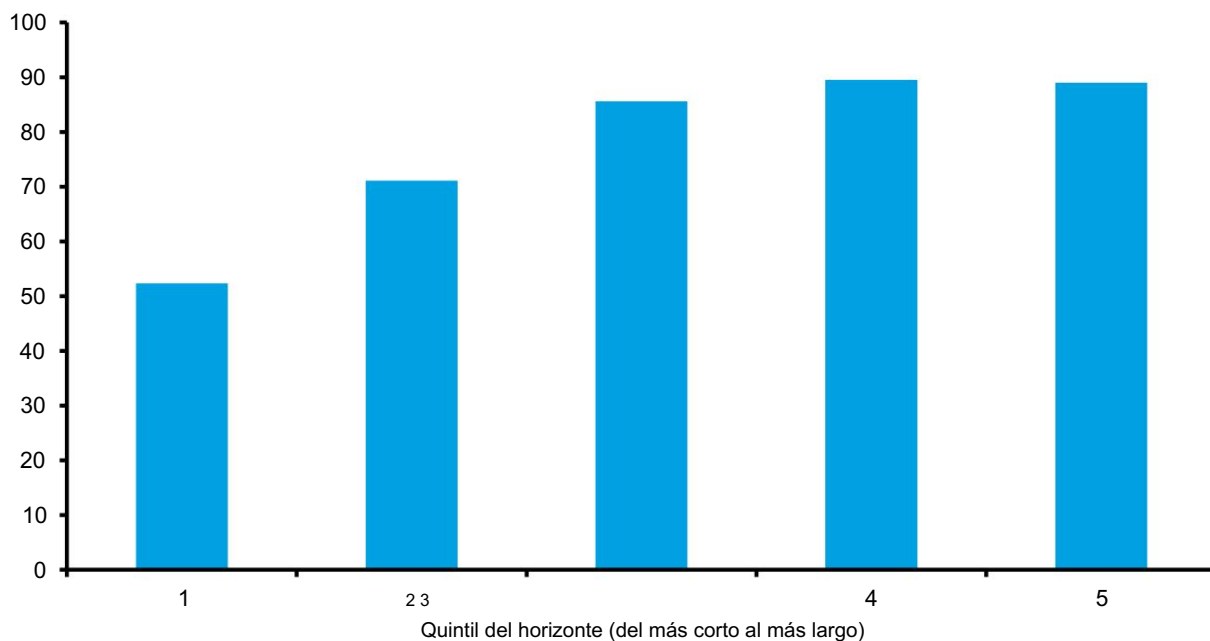
Ahora, profundicemos en la idea de Keynes que subraya la dificultad de adoptar un enfoque a largo plazo. Kalash Jain, profesor de contabilidad, y Dian Jiao, estudiante de doctorado, ambos de la Columbia Business School, analizan el horizonte temporal desde la perspectiva de la rotación de la propiedad de una acción. 163 En concreto, examinan una variable que denominan «horizonte», definida como el número medio de trimestres consecutivos durante los cuales los inversores institucionales activos mantienen una participación en una empresa, ponderado por la participación de cada institución. Excluyen los fondos indexados y cuasi indexados.

Se preguntan si el horizonte de propiedad promedio de una empresa predice los rendimientos posteriores después de controlar los factores fundamentales y estándar, así como qué impulsa dicha prima, si es que existe.

Demuestran que el horizonte temporal es un predictor significativo de la rentabilidad y que no se ve afectado por las características tradicionales utilizadas en los modelos de valoración de activos transversales. El Anexo 15 resume sus resultados. La rentabilidad de las acciones del quintil con el horizonte temporal más largo fue 37 puntos básicos mensuales, o 440 puntos básicos anuales, superior a la del quintil con el horizonte temporal más corto.

En consonancia con el comentario de Keynes sobre la falta de éxito a corto plazo, la prima es mayor en las acciones con alta volatilidad idiosincrática y un desempeño reciente deficiente. Los resultados también sugieren que el horizonte temporal refleja una valoración errónea de estas acciones, difíciles de mantener, ya que esta valoración errónea no se observa en las acciones más fáciles de mantener. Los inversores que logran superar los desafíos de la alta volatilidad idiosincrática y los bajos rendimientos bursátiles a corto plazo se ven recompensados.

Anexo 15: Arbitraje temporal: Un horizonte a largo plazo predice rendimientos superiores



Fuente: Counterpoint Global basado en Kalash Jain y Dian Jiao, “Explotando la miopía: los retornos de la inversión a largo plazo”. Documento de trabajo, septiembre de 2025.

Recopilar información y reflejarla en los precios de las acciones es una tarea costosa. La inversión a largo plazo permite al accionista amortizar ese coste durante un periodo de tenencia prolongado. Como ha dicho Cliff Asness, fundador, director gerente y director de inversiones de AQR Capital Management: «Tener y mantener una verdadera perspectiva a largo plazo es lo más parecido a poseer un superpoder de inversión».164

El poder de las narrativas. Las historias y las narrativas desempeñan un papel importante en la formación de creencias y en los resultados económicos. Si bien los términos «historia» y «narrativa» se usan comúnmente de forma indistinta, Robert Shiller los distingue señalando que una narrativa incluye una explicación causal o justificativa de lo que sucedió o está sucediendo.¹⁶⁵ Shiller define la «economía narrativa» como el estudio de cómo las narrativas se propagan, cambian e influyen en los resultados económicos. Utiliza un modelo epidemiológico para explicar cómo se difunden las narrativas.

Las historias que los inversores cuentan y creen también desempeñan un papel importante en la revisión de las expectativas.¹⁶⁶ Nicholas Mangee, profesor de finanzas, ha desarrollado lo que denomina la «hipótesis de la narrativa novedosa». Esta hipótesis sostiene que la novedad genera incertidumbre en el mercado bursátil y, como resultado, los inversores crean narrativas para explicar lo que sucede y resolver dicha incertidumbre. Estas narrativas dan forma al sentimiento y las expectativas de los inversores. 167

Uno de los grandes enigmas de los mercados de valores es cómo las empresas muy grandes, que son seguidas de cerca por los analistas y razonablemente predecibles, pueden experimentar enormes fluctuaciones en su valor.

Un ejemplo reciente es Alphabet, la empresa matriz de Google. OpenAI lanzó ChatGPT, un modelo de inteligencia artificial generativa (GenAI), en noviembre de 2022. Los inversores se preocuparon inmediatamente de que Google hubiera sido tomado por sorpresa y de que su franquicia de búsqueda en Internet pudiera verse amenazada. El lanzamiento de Gemini 3, el último modelo GenAI de Google, en otoño de 2025 culminó un cambio de narrativa de obsolescencia inminente a una de dominio inevitable.

El lanzamiento de ChatGPT causó sensación en todo el mundo. Google parecía estar poco preparado para la competencia, a pesar de que los investigadores de la compañía habían desarrollado la arquitectura Transformer, la "T" de GPT.

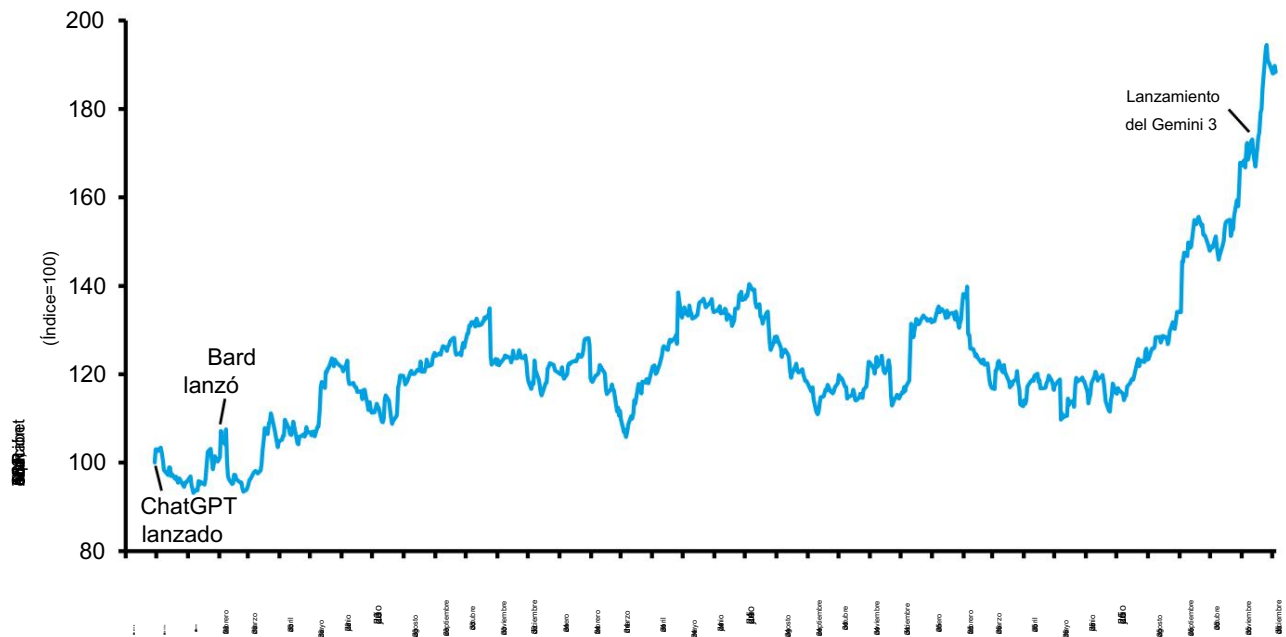
A principios de febrero de 2023, Google presentó su modelo GenAI, Bard, en parte para adelantarse a una reunión que Microsoft celebraría unos días después, en la que se presentaría la integración de ChatGPT en algunos de los productos de Microsoft. Incluso empleados de Google se quejaron de que la demostración fue "precipitada, chapucera y miope".168

En los días siguientes, Alphabet perdió alrededor de 100 mil millones de dólares en capitalización de mercado. La situación se caracterizó por la preocupación sobre el futuro de las búsquedas, un caso antimonopolio pendiente presentado por el Departamento de Justicia y el riesgo de quedarse rezagados en la próxima ola tecnológica.

Las acciones tuvieron un rendimiento similar al del mercado hasta que se produjo un cambio en la primavera de 2025 (véase el Anexo 16). La cuota de mercado de la empresa en el sector de búsquedas, aunque disminuyó, no se vio gravemente afectada. Si bien la empresa perdió la demanda contra el Departamento de Justicia, las consecuencias no fueron tan graves como se temía. Además, el lanzamiento de Gemini 3 en noviembre de 2025 fue bien recibido por el mercado. Por ejemplo, Marc Benioff, director ejecutivo de Salesforce, anunció públicamente que se pasaría a Gemini 3.

La narrativa pasó de considerar a Google como una empresa rezagada respecto a OpenAI a posicionarse como una de las compañías mejor ubicadas, con la infraestructura, la distribución y los recursos financieros necesarios para implementar la IA a gran escala. El descuento por riesgo de obsolescencia se sustituyó por una prima por capacidad.¹⁶⁹

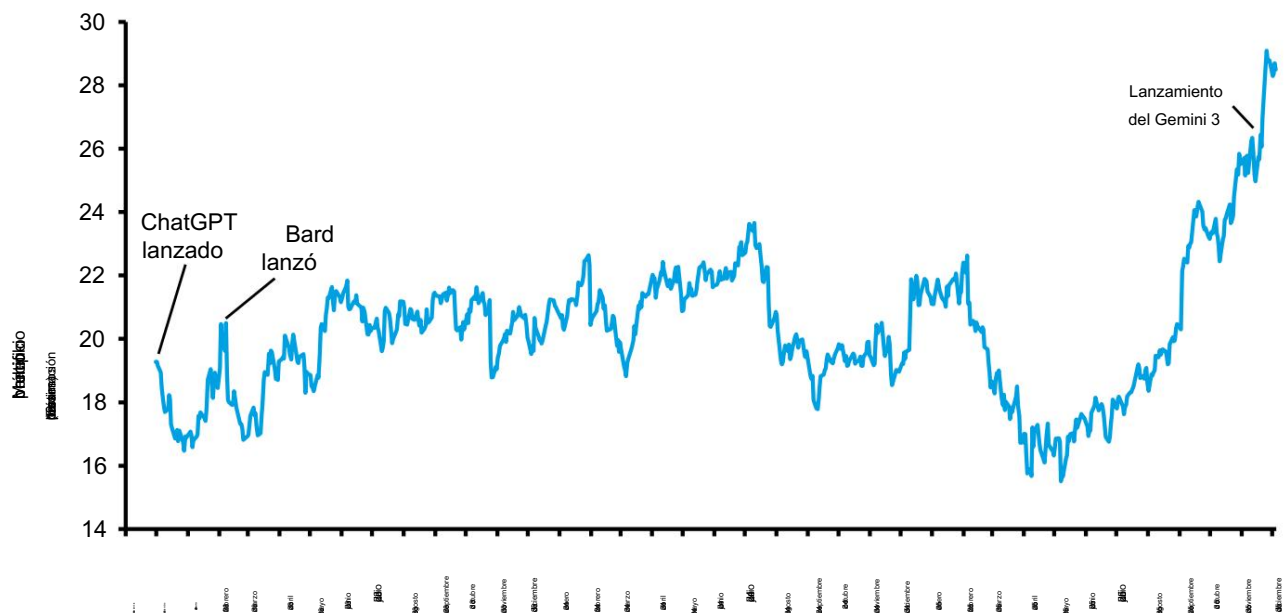
Anexo 16: Rentabilidad total relativa para los accionistas de Alphabet, noviembre de 2022 - diciembre de 2025



Fuente: Counterpoint Global y FactSet.

Como reflejo de este cambio, el múltiplo precio-beneficio de Alphabet, basado en las estimaciones de ganancias para los próximos 12 meses, pasó de valores cercanos a los 20 (véase el gráfico 17). Como resultado de este cambio de enfoque, la capitalización de mercado de Alphabet aumentó en 1,8 billones de dólares, después de descontar el valor de mercado, un incremento mayor que el de los activos bajo gestión del sector de capital riesgo estadounidense.

Anexo 17: Múltiplo precio-beneficio a futuro de Alphabet, noviembre de 2022 - diciembre de 2025



Fuente: Counterpoint Global y FactSet.

Aquí hay un par de reflexiones finales sobre las narrativas. Primero, los psicólogos han demostrado que "las descripciones alternativas del mismo evento a menudo producen juicios sistemáticamente diferentes".¹⁷⁰ Es importante reconocer que las descripciones pueden ser una pieza central de las narrativas, pero rara vez es el caso que haya solo una descripción plausible.

La forma en que describas una situación influirá en cómo tú, y potencialmente otros, decidan al respecto.

John Griffin, fundador y gestor de cartera de Blue Ridge Capital, suele decir: "¿Para qué intentar predecir lo impredecible si podemos observar lo observable?". Sostiene que la simple observación puede revelar hechos que contradicen la narrativa actual o anticipan la siguiente. No se necesita una visión de futuro excepcional, solo la capacidad de ver con claridad lo que sucede ahora. La observación de Griffin coincide con las investigaciones que demuestran que las personas tienden a reaccionar de forma insuficiente al realizar inferencias.

¿Cómo puede un inversor aprovechar eficazmente las ineficiencias analíticas?

- Busca juegos fáciles. El objetivo es tener mayor capacidad analítica que tu contraparte al comprar o vender acciones. Un ejemplo que se ha estudiado en detalle es la competencia entre instituciones e individuos. Las investigaciones demuestran que el "dinero tonto" crea anomalías en el mercado que el "dinero inteligente" puede corregir.¹⁷¹
- Actualiza tus creencias de manera efectiva. Cambiar tu forma de pensar para que tus puntos de vista ofrezcan un mapa preciso del mundo es una habilidad analítica fundamental. Existe una manera adecuada de hacerlo utilizando el Teorema de Bayes, pero los investigadores han identificado patrones de sobre-reacción y sub-reacción a la información. Una forma de proporcionarte retroalimentación precisa es escribir las señales que esperas ver, incluidas las probabilidades de resultados específicos, si tu tesis se desarrolla como anticipas. Usa las señales para verificar si tu tesis permanece intacto o si cambias de opinión.
- El tiempo como fuente de ventaja analítica. Un proceso de inversión puede adaptarse a un período de tenencia corto o largo. Jack Treynor sostenía que las ideas que "se propagan lentamente" definen la inversión a largo plazo, ya que requieren reflexión, criterio y conocimientos especializados. Adoptar una perspectiva a largo plazo es difícil debido a la presión de los clientes y el riesgo profesional, pero mantener acciones con riesgo idiosincrásico y malos resultados a corto plazo puede generar rendimientos superiores a largo plazo.
- Las narrativas influyen en el valor. Los seres humanos somos narradores natos con un deseo innato de explicar la causalidad. Las narrativas, que vinculan causa y efecto, satisfacen esa necesidad. Sabemos que las narrativas evolucionan y pueden generar discrepancias entre el precio y el valor, e incluso que diferentes descripciones pueden conducir a decisiones distintas. Anticipar cómo evolucionará la narrativa sobre una empresa puede ayudarle a beneficiarse de cambios significativos en su valoración.

Esto también explica por qué algunas de las empresas más grandes del mundo, medidas por la capitalización bursátil de sus acciones, pueden ofrecer rendimientos extraordinarios. Los fundamentos declarados son importantes a largo plazo, pero las historias que cuenta la comunidad inversora a lo largo del camino pueden presentar oportunidades de compra o venta.¹⁷²

Ineficiencias de la información

Una ineficiencia informativa surge cuando algunos participantes del mercado tienen información que es diferente a la de otros y pueden operar de manera rentable sobre esa asimetría.¹⁷³ Como señalaron Grossman y Stiglitz, recopilar información relevante para el valor puede ser costoso, y los inversionistas que lo hacen pueden esperar razonablemente obtener rendimientos excesivos para compensarlos por su esfuerzo.

Al mismo tiempo, la regulación busca garantizar que las empresas divulguen y difundan la información de manera uniforme, y la tecnología facilita y abarata este proceso. En consecuencia, se ha producido un aumento en el costo de recopilar datos legales y no tradicionales («alternativos»).

En la teoría de la información, la información es una medida de cuán inesperado o sorprendente es un resultado en relación con un modelo de probabilidad. La hipótesis del mercado eficiente supone que los precios de los activos reflejan completamente toda la información disponible y que solo la información nueva e imprevista debería conducir a cambios anormales en los precios. Desenterrar esa información es ¿Qué conduce a rendimientos excesivos?

Compartir y adquirir información de otros es fundamental para el aprendizaje y el comportamiento colectivo entre los organismos, incluidos los humanos. Pero la desinformación se transmite cuando este proceso falla. La desinformación se refiere a cualquier mensaje que un receptor interpreta de tal manera que aleja sus creencias de la realidad. ¹⁷⁴

En concreto, alguien que recibe información sin el contexto completo puede malinterpretarla, el mensaje en sí puede haberse degradado al pasar de una persona a otra, o un grupo puede caer en una distorsión colectiva y considerar la información como ambigua.¹⁷⁵

La hipótesis del mercado eficiente presupone que los inversores procesan la información disponible de la misma manera. Nadie cree en esta afirmación y, como vimos, existen maneras de lograr mercados eficientes sin una suposición tan categórica.

Es divertido preguntarse cómo les iría a los inversores si tuvieran una bola de cristal que les permitiera ver la información con antelación.¹⁷⁶ Victor Haghani y sus colegas de Elm Wealth, una firma de asesoría de inversiones, transformaron esta pregunta en un experimento.

A los participantes se les mostró la portada de The Wall Street Journal 36 horas antes del día en que realizaron sus operaciones. Por ejemplo, podían ver la portada del WSJ correspondiente a un jueves y apostar basándose en los precios de cierre de los mercados del martes.

Podían realizar apuestas al alza o a la baja sobre el S&P 500 o el bono del Tesoro estadounidense a 30 años, y podían utilizar apalancamiento. Apostaban durante 15 "días" utilizando titulares de noticias de 2008 a 2022 que se presentaban aleatoriamente. Las ganancias finales reflejaban haber acertado en la dirección de la operación, así como haber apostado una cantidad adecuada según el valor percibido de la información revelada por la bola de cristal.

Haghani inició el experimento personalmente, reclutando a 118 jóvenes, casi todos estudiantes de maestría en finanzas. Les dio a cada uno 50 dólares para empezar y limitó sus ganancias a 100 dólares.

Aproximadamente la mitad de los estudiantes perdieron dinero en el ejercicio, y el pago promedio de \$51.62 fue estadísticamente equivalente a no perder nada. Uno de cada seis perdió todo su dinero. De las más de 2000 operaciones, los estudiantes acertaron la dirección correcta el 51.5 por ciento de las veces. Además, los estudiantes no gestionaron bien el tamaño de sus posiciones, lo que contribuyó a sus problemas.

Elm Wealth luego puso el juego en su sitio web e invitó a la gente a jugar por diversión.¹⁷⁷ La pérdida media fue del 30 por ciento para las 1.500 personas que participaron en línea, y más de un tercio quebró.

Como noticia más alentadora, Haghani descubrió que los cinco operadores macroeconómicos experimentados que participaron en el juego incrementaron su patrimonio. Su ganancia media fue del 60 por ciento, y su ganancia promedio fue del 130 por ciento.

Los profesionales anticiparon correctamente la dirección de los movimientos del mercado el 63% de las veces y no realizaron apuestas cuando no tenían información precisa, lo que ocurrió aproximadamente un tercio de los días. Realizaron apuestas mayores que los aficionados cuando sentían tener ventaja.

Como veremos, es valioso contar con información que aún no está disponible en el mercado. Sin embargo, obtener ganancias de la información es un desafío, ya que esta debe diferir de lo que ya está reflejado en los precios, y la interpretación que cada persona haga de ella debe ser precisa.

Una ventaja informativa puede presentarse de diversas formas. Una consiste en adquirir legalmente información relevante que otros no poseen y cuyo precio no se refleja en los costos. Otra forma de ventaja radica en prestar atención a la información correcta. Prestar atención es costoso y, como resultado, existen ineficiencias que pueden ser explotadas debido a una atención limitada.

Por último, anticipar el impacto de la difusión de la información puede resultar ventajoso, ya que las investigaciones demuestran que la complejidad ralentiza dicha difusión.

Infórmate primero. La primera y más obvia ventaja informativa consiste en aprender algo relevante antes que los demás. En este punto, conviene distinguir entre datos e información. Datos es el plural de dato, que significa «algo dado». Los datos no tienen por qué ser útiles.

La información organiza los datos de forma útil y reduce la incertidumbre. Si bien el acceso a los datos no confiere automáticamente una ventaja informativa, la capacidad de transformarlos en información sí puede ser una fuente de dicha ventaja. Esta ventaja probablemente esté relacionada con el tamaño y la escala. Las grandes empresas de inversión pueden amortizar el coste de los datos y convertirlos en información de forma más rentable que las empresas más pequeñas.

No cabe duda de que algunos inversores obtienen rendimientos extraordinarios al adquirir información privilegiada que otros desconocen. El estudio del uso de información privilegiada es una forma de comprobarlo. Si bien esta práctica es ilegal e incorrecta, el análisis de casos anteriores permite comprender cómo la información influye en los precios.

Entre 2010 y 2015, unos hackers robaron alrededor de 150.000 comunicados de prensa sobre ganancias que aún no se habían publicado de empresas de noticias y vendieron la información a operadores.¹⁷⁸ Los investigadores revisaron este evento para comprender cómo se reflejó esta información en los precios, así como qué tan bien los operadores podían usar la información para predecir precios y movimientos.

Un estudio diferenció la información “dura” de la “blanda”.¹⁷⁹ La información dura refleja la magnitud de una sorpresa en las ganancias, mientras que la información blanda mide la redacción y el tono de los comunicados. Los investigadores descubrieron que ambas contribuyen de manera similar al cambio en el precio de las acciones y que solo estaban débilmente correlacionadas entre sí.

El estudio también reveló que, tras la publicación de los resultados, los precios de las acciones variaron solo alrededor del 85 por ciento de lo esperado, según las mediciones de un grupo de control, lo que significa que las operaciones ilegales representaron aproximadamente el 15 por ciento de la variación.

Otro artículo tuvo acceso a datos comerciales y, por lo tanto, pudo estimar cuánto de los rendimientos excedentes podían predecir los operadores (considerando las restricciones).¹⁸⁰ Mostró que, si bien los operadores podían identificar señales, la proporción de señales

La relación señal/ruido era de 1 a 2,5. En términos prácticos, esto significa que la señal era valiosa, pero corría el riesgo de verse eclipsada por la aleatoriedad en cualquier operación individual.

Algunos fondos de cobertura ganaron mucho dinero legalmente utilizando la Ley de Libertad de Información para recopilar información no pública sobre compañías farmacéuticas de la Administración de Alimentos y Medicamentos de los Estados Unidos.¹⁸¹ Los inversores no solo deben determinar qué solicitudes hacer, sino que las respuestas pueden ser técnicas y requieren que los inversores tengan conocimientos científicos suficientes para interpretar la información con precisión.

Existen muchas maneras innovadoras, aunque costosas, de recopilar información potencialmente útil. Se estima que las empresas de inversión gastan al menos 2.500 millones de dólares anuales en conjuntos de datos alternativos, y las previsiones apuntan a un crecimiento rápido y continuo en este mercado de la información.¹⁸² Además, los inversores suelen contratar a expertos en negocios para comprender las empresas, a los mejores bufetes de abogados para interpretar cuestiones legales o a consultores para comprender dinámicas políticas específicas.

Otro enfoque consiste en recopilar información pública y no pública de diversas fuentes, como proveedores, competidores, clientes y exempleados, con el fin de obtener una ventaja competitiva. Phil Fisher, un inversor legendario, denominó a este método el método de los "chismes", y hoy en día los inversores suelen referirse a él como la teoría del mosaico. 183 Este

Este enfoque no se basa en una sola información, sino en cómo diversas informaciones se combinan para crear una perspectiva diferente a la del mercado.

En términos generales, la sociedad se beneficia cuando los precios de los activos son más eficientes. Por consiguiente, la regulación se ha centrado en uniformar el acceso a la información corporativa.

Por ejemplo, la Regulación de Divulgación Justa (Reg FD) se implementó en octubre de 2000 en los EE. UU. La Reg FD prohíbe a las empresas "divulgar información material de forma privada a inversores selectos o profesionales de los mercados de valores sin divulgar simultáneamente la misma información al público".¹⁸⁴

La evidencia muestra que la Regulación FD ha dado como resultado una mayor eficiencia informativa y que algunas empresas de inversión que anteriormente se habían beneficiado de la divulgación privilegiada perdieron una ventaja informativa.¹⁸⁵

La implementación de la Regulación FD creó, sin quererlo, un experimento natural para poner a prueba la eficiencia del mercado. Las agencias de calificación crediticia estaban exentas de la regulación cuando se promulgó, lo que significaba que los analistas de crédito tenían acceso a información confidencial no disponible para los analistas de renta variable.

La legislación Dodd-Frank derogó esa exención en 2010. Los análisis muestran que las mejoras y las rebajas en la calificación de los bonos tuvieron un mayor efecto en los precios después de la Regulación FD que antes, y que el efecto se desvaneció después de que las agencias de crédito perdieran el acceso a esa información privilegiada en 2010.¹⁸⁶

Otra fuente de información asimétrica que conduce a transferencias de riqueza es la recompra y emisión de acciones por parte de las corporaciones. En general, las empresas recompran acciones cuando están infravaloradas y emiten acciones cuando están sobrevaloradas, lo que beneficia a los accionistas actuales a expensas de los accionistas que venden o compran.¹⁸⁷ Esto es relevante porque significa que las empresas obtienen parte de los rendimientos excedentes que buscan los inversores.

Las empresas pueden hacer esto porque los ejecutivos están mejor informados sobre su empresa que los inversores.

Los investigadores que estudiaron el tema descubrieron que "estas transferencias de riqueza pueden predecirse utilizando diversas características de las empresas y que las futuras transferencias de riqueza son un determinante importante de los precios actuales de las acciones".¹⁸⁸

Presten atención. El New York Times publicó un artículo en primera plana el 3 de mayo de 1998 sobre un posible avance en el tratamiento del cáncer. Se mencionó a EntreMed (desde entonces renombrada CASI Pharmaceuticals) ya que poseía los derechos de licencia de la tecnología.¹⁸⁹

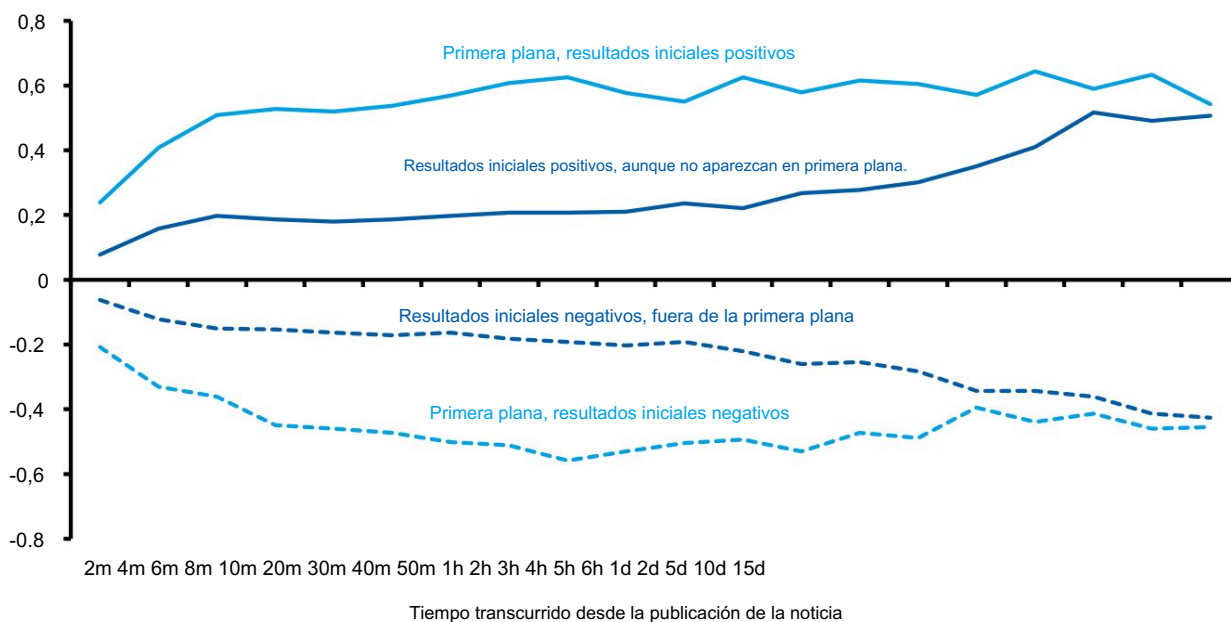
Las acciones se dispararon al día siguiente, pasando de unos 12 dólares a más de 51 dólares por acción con un elevado volumen de negociación.

El elevado precio de las acciones se mantuvo durante todo el año. Lo que hace que esta historia sea notable es que Nature, una revista científica líder, así como el New York Times publicaron artículos que cubrían el contenido de esta investigación meses antes. 190 No hubo noticias nuevas.

Esto nos lleva a nuestra segunda fuente de ventaja informativa: la atención.¹⁹¹ Existe evidencia sustancial de que los inversores tienen una atención limitada y, por lo tanto, no incorporan toda la información disponible. Esto representa una oportunidad para aquellos que pueden asimilar adecuadamente la información relevante.

El simple hecho de dónde se comparte la información puede afectar la velocidad a la que se refleja en los precios.¹⁹² Por ejemplo, el gráfico 18 muestra la velocidad a la que las noticias positivas y negativas categorizadas como "de importancia secundaria" se incorporan al precio según si la noticia se colocó en la primera página o en una página secundaria de la pantalla de noticias en la terminal de Bloomberg.

Anexo 18: Rendimientos excedentes acumulados tras la colocación de noticias secundarias



Fuente: Counterpoint Global basado en Anastassia Fedyk, "Noticias de primera plana: el efecto del posicionamiento de las noticias en los mercados financieros", Journal of Finance, vol. 79, n.º 1, febrero de 2024, 5-33.

Nota: Basado en artículos de noticias de Bloomberg "de importancia secundaria" que están fijados en la página principal y en aquellos que no lo están; los rendimientos iniciales reflejan los rendimientos excedentes dentro de los primeros cinco minutos; m=minutos, h=horas y d=días.

Bloomberg clasifica las noticias como de importancia secundaria si son muy relevantes (solo el 0,5 % del total), pero no lo suficientemente importantes como para aparecer en primera plana, a menos que no haya suficientes artículos de "importancia primaria". Tanto el impacto en el precio como el volumen de negociación son mucho mayores para las noticias de primera plana, aunque la rentabilidad adicional de las noticias de primera plana y las que no lo son converge con el tiempo.

Un modelo básico del impacto de la atención considera la fracción de inversores que están desatentos. Los mercados tienden a ser eficientes en términos de información cuando esa fracción es muy baja. Pero los precios de los activos no reflejan la información disponible, y surge la oportunidad de una percepción diferente cuando esa fracción es alta.

Las investigaciones en psicología señalan una serie de factores que determinan la proporción de inversores distraídos. Estos incluyen la relevancia de la información, los recursos que los inversores utilizan para abordarla y la facilidad con la que se accede a ella.

Los inversores pueden procesar la información. En general, cuantos más estímulos reciben, más difícil les resulta concentrarse. Así es como la información se pierde entre tanto ruido.

Los investigadores han descubierto que los inversores individuales, en particular, se sienten atraídos por las acciones que captan la atención.¹⁹³ Por ejemplo, las acciones que recomienda Jim Cramer, presentador del programa de televisión *Mad Money*, obtienen grandes ganancias a corto plazo.¹⁹⁴ Los inversores institucionales, que son más rigurosos en la forma en que distribuyen su atención, son menos susceptibles a este efecto.¹⁹⁵

Complejidad de la tarea. La complejidad de la tarea es la principal fuente de ventaja informativa. El principio es que el mercado tarda más en asimilar la nueva información cuanto menos evidentes sean sus implicaciones. Por lo tanto, comprender la complejidad puede generar rendimientos superiores.

Por ejemplo, los economistas financieros analizaron cómo la nueva información sobre una industria afectaba a las empresas con un solo negocio en comparación con los conglomerados con múltiples negocios.

Como ejemplo hipotético de nueva información, imaginan un estudio que demuestra que comer chocolate mejora la longevidad humana. El precio de las acciones de una empresa que opera exclusivamente en el sector del chocolate reaccionaría más rápidamente que el de un conglomerado que solo tiene una fracción de su negocio en este sector. Los economistas «encuentran pruebas contundentes de que las empresas fáciles de analizar incorporan primero la información del sector y, por lo tanto, sus rendimientos predicen con gran precisión la futura actualización de los valores de las empresas que requieren análisis más complejos».¹

Otro ejemplo de complejidad de la tarea es cómo reacciona el mercado a la información relacionada con los socios comerciales en una cadena de suministro. En los casos en que dos empresas están relacionadas, como cuando una actúa como proveedora de la otra, el mercado refleja la nueva información sobre la primera empresa en las acciones de la segunda con cierto retraso. Los inversores pueden generar rendimientos superiores comprando acciones del proveedor tras la publicación de noticias positivas sobre su cliente.¹⁹⁷

¿Cómo puede un inversor aprovechar eficazmente las ineficiencias de la información?

- Recopilar información legal que otros no tienen. Esta ventaja es difícil de conseguir y puede resultar costoso. Capturar información que el mercado aún no ha asimilado genera rendimientos superiores para el inversor y crea un beneficio para la sociedad en forma de precios más eficientes. Una idea relacionada consiste en capturar muchas señales débiles que, al combinarse, generan una señal fuerte.¹⁹⁸
- Reconozca que no toda la información se refleja inmediatamente en los precios. Los inversores tienen una atención limitada y, como resultado, la información que es relevante para el valor no siempre se refleja inmediatamente en los precios de las acciones. Los inversores tienden a responder más rápidamente a la información que llama la atención que a la información que es menos perceptible.
- El mercado puede tardar más en reflejar información menos directa. Las investigaciones muestran que el mercado puede incorporar información de manera menos eficiente si la tarea resulta compleja. La ventaja informativa puede surgir al percibir las implicaciones de la nueva información en segmentos del mercado donde el impacto no es inmediatamente evidente.

Ineficiencias técnicas

Se produce una ineficiencia técnica cuando algunos participantes del mercado deben comprar o vender valores por razones ajenas a su valor fundamental. Las leyes, los reglamentos, los contratos y las políticas internas pueden imponer normas que condicionan las acciones de ciertas instituciones. Estas acciones pueden tener sentido para una empresa en particular, pero pueden generar ineficiencia. Además, algunas operaciones se ven motivadas por límites, requisitos o restricciones inevitables.

William Sharpe, economista galardonado con el Premio Nobel en 1990, escribió un artículo sobre la gestión activa que plantea dos argumentos básicos. El primero es que la rentabilidad de un dólar gestionado activamente será igual a la de un dólar gestionado pasivamente, antes de deducir los costes. El segundo es que la rentabilidad de un dólar gestionado activamente será inferior a la de un dólar gestionado pasivamente, después de deducir los costes.¹⁹⁹

El análisis de Sharpe ignora el hecho de que los fondos indexados tienen que comprar y vender valores para reflejar las inclusiones y exclusiones del índice, así como las ventas y compras de acciones por parte de las empresas.

Existe una amplia bibliografía que documenta estos costes para índices bursátiles conocidos.²⁰⁰ Los costes relativos pueden ser incluso mayores para los fondos de bonos.²⁰¹ Un argumento similar se aplica a los costes de arbitraje de mantener el precio igual al valor liquidativo de los fondos cotizados en bolsa.²⁰²

Podemos relacionar esto con nuestra discusión sobre el juego que estamos jugando. Este aumento en la indexación significa que estos fondos realizan más operaciones de este tipo y requieren contrapartes. Cabe destacar que a los gestores de fondos indexados tradicionales no les preocupa si los precios son eficientes, sino que buscan minimizar el error de seguimiento con respecto al índice.

Que los inversores activos que aún permanecen tengan una visión más a corto plazo también encaja con esta explicación. Actualmente, operar con fondos indexados ofrece buenas ganancias. Para ello, las empresas deben ser sofisticadas y tener bajos costos. Pero la oportunidad nunca ha sido mejor, ya que la indexación nunca ha alcanzado su máximo potencial.

Además, existen otras oportunidades para que los inversores con una mentalidad centrada en los fundamentos aprovechen las ventajas técnicas. Cada caso requiere acceso a capital.

Una opción es estar del otro lado, frente a vendedores o compradores forzados. Por ejemplo, algunos inversores reciben llamadas de margen tras una caída de precios y se ven obligados a vender activos. La segunda opción es considerar el lado opuesto, es decir, los valores afectados por los flujos de fondos. En este caso, los gestores de inversiones deben comprar o vender valores siguiendo un patrón predecible.

La última oportunidad es intervenir cuando los arbitrajistas tradicionales tienen acceso limitado al capital y, por lo tanto, no logran cumplir su función normal.

Vendedores o compradores forzados. Las regulaciones incentivan a las compañías de seguros a poseer bonos con calificación de grado de inversión, y estas compañías tienen carteras similares. Estos requisitos también obligan a las compañías de seguros a vender bonos que las agencias de calificación crediticia rebajan de grado de inversión a alto rendimiento. Este es un ejemplo de venta forzada.

Las investigaciones demuestran que estas ventas a precios de saldo provocan un aumento en los márgenes de rentabilidad que va más allá de lo que justifican los fundamentos económicos. Esto genera una discrepancia temporal en los precios, que suele corregirse a los pocos meses del suceso.²⁰³

John Geanakoplos, profesor de economía, desarrolló el ciclo de apalancamiento, un marco útil para comprender las ventas forzadas. Un aspecto central del ciclo de apalancamiento es la idea de que la capacidad de endeudamiento es más importante que el nivel de las tasas de interés a la hora de comprender los auges y las crisis económicas.²⁰⁴

Una medida de la capacidad de endeudamiento es el requisito de margen, el porcentaje del valor de un título que un inversor debe financiar con capital propio. Por ejemplo, según la Regulación T de la Reserva Federal, el margen inicial mínimo para comprar la mayoría de las acciones es del 50 por ciento, lo que significa que para comprar acciones por valor de 100 dólares un inversor tiene que aportar 50 dólares y puede

el resto lo pide prestado. También hay requisitos de mantenimiento de capital, normalmente el 25 por ciento del valor de mercado actual, lo que significa que si la acción cae a 66,67 dólares o menos, el inversor recibirá una llamada de margen.²⁰⁵ En muchos casos, el inversor tiene que vender parte de la posición para pagar la deuda.

El acceso al apalancamiento, medido por los requisitos de margen, es procíclico, lo que significa que tiende a ser más fácil obtener préstamos tras una subida de los precios de los activos y más difícil tras una caída.

Geanakoplos argumenta que, debido a que los inversores tienen opiniones heterogéneas, algunos valorarán más un activo que otros. Estos optimistas recurrirán al endeudamiento para inflar los precios de los activos cuando sea fácil obtener préstamos.

Los compradores optimistas impulsan los precios al alza, creando las condiciones propicias para una caída. El precio del activo puede bajar como resultado de las malas noticias percibidas, lo que aumenta la volatilidad, la incertidumbre y el desacuerdo.

Debido a que los inversores optimistas han utilizado un alto nivel de apalancamiento, esta caída inicial provoca una importante disminución de su patrimonio. Dicha caída activa los requisitos de margen, lo que obliga a los optimistas a vender. Esto conlleva nuevas caídas en el valor de los activos, lo que a su vez provoca más ventas, y así sucesivamente. Estos inversores optimistas venden por razones ajenas a su percepción del valor fundamental.

Antes de que los precios alcancen un nuevo equilibrio, los prestamistas dificultan el acceso al crédito al aumentar los requisitos de margen. Esto reduce la participación de algunos compradores, disminuyendo el número de inversores que pueden sostener los precios de los activos. Este proceso introduce el riesgo de efectos indirectos, en los que los propietarios de una clase de activos cubren sus pérdidas vendiendo activos de otras clases.

El ciclo de apalancamiento muestra que los precios de los activos pueden caer significativamente por debajo de su valor razonable debido a las ventas forzadas derivadas de las llamadas de margen y los requisitos de margen más estrictos. Se trata de una venta de liquidación que crea una ventaja técnica para los inversores que pueden tomar la posición contraria en la operación. ²⁰⁶

No todas las operaciones forzadas son ventas. También puede haber compras forzadas. El ejemplo más claro son los vendedores en corto que se ven obligados a comprar acciones para cerrar sus posiciones. Esto puede deberse a aumentos significativos en el precio de las acciones que generan el riesgo de pérdidas insostenibles, aumentos en el costo de endeudamiento de las acciones o subidas forzadas de precios provocadas por compras de información privilegiada, la exigencia de los prestamistas de que devuelvan sus acciones o compras coordinadas por inversores minoristas.²⁰⁷

La importancia de los flujos de fondos. Una forma de ventaja técnica proviene de fondos que compran o venden activos específicos. valores como resultado de entradas o salidas de capital.

Aquí hay un resumen de la historia.²⁰⁸ Los inversionistas tienden a aportar dinero a los fondos de inversión que han tenido un buen desempeño y a retirarlo de aquellos que han tenido un mal desempeño. Los administradores de inversiones que reciben capital adicional tienden a comprar los valores que ya poseen, y aquellos que enfrentan retiros deben vender valores de su cartera y, por lo general, comienzan con los más líquidos.

Como resultado, los flujos positivos tienden a generar una presión positiva sobre los precios y los flujos negativos, una presión negativa sobre los precios. Estos efectos son particularmente pronunciados en el caso de valores difíciles de negociar y, por lo tanto, con un alto costo de liquidez. Esto influye en los resultados de los fondos a corto plazo, pero los efectos sobre los precios se revierten en cuestión de meses o, en algunos casos, años. Un análisis concluye que un tercio del rendimiento excedente de los fondos de cobertura, o alfa, se atribuye a los flujos de los inversores.²

El debate sobre el impacto de las entradas de capital en los fondos indexados y las salidas de los fondos de gestión activa continúa. En esencia, la cuestión radica en cuánto afectan estos flujos a los precios de los activos. Un sector argumenta que, dado que las curvas de demanda de acciones tienen pendiente negativa, estas perturbaciones de la demanda generan un efecto significativo y duradero en el precio.²¹ Sin embargo, existen investigaciones que demuestran que las propias empresas crean oferta para satisfacer esa demanda, que el impacto de las perturbaciones de la demanda tiende a revertirse y que las valoraciones de las acciones de gran capitalización no son extremas.²¹¹

Una forma de considerar "¿Quién está del otro lado?" es clasificar las operaciones según si fueron inducidas por el valor fundamental o la liquidez. Las acciones compradas o vendidas por razones fundamentales revelan "habilidad para seleccionar acciones", mientras que las acciones negociadas por razones de liquidez muestran "efectos negativos en el rendimiento".²¹² La evidencia sugiere que los fondos sofisticados se benefician a expensas de aquellos que venden por razones técnicas. 213

Cuando los arbitrajistas no se presentan. También puede surgir una ineficiencia técnica cuando los arbitrajistas no cuentan con el capital suficiente para cubrir las diferencias entre precio y valor. Un ejemplo es el arbitraje entre mercados, donde un inversor compra y vende un activo idéntico a precios diferentes, por ejemplo, Bitcoin en Estados Unidos y Corea del Sur, y asegura una ganancia. En teoría, no hay riesgo ni se requiere capital, pero estas oportunidades son escasas porque casi siempre implican algún tipo de costo.

En el arbitraje de riesgo, un inversor compra y vende activos, pero no tiene garantizada una ganancia; de ahí la introducción del término "riesgo".²¹⁴ En el mundo de las inversiones abundan los arbitrajistas, y en condiciones normales disponen de capital suficiente para eliminar de forma rentable las divergencias entre precio y valor. Sin embargo, su capital no es ilimitado.

Los arbitrajistas profesionales suelen ser agentes. Su capital proviene de inversores como personas adineradas, fundaciones o fondos de pensiones. Negocian con los principales intermediarios para establecer el monto y el costo del apalancamiento que pueden utilizar. La historia demuestra que tanto los inversores como los prestamistas reducen su exposición al riesgo en situaciones de estrés extremo, y las perspectivas de un arbitraje rentable persisten. Esto puede generar oportunidades.

Long-Term Capital Management (LTCM) es un caso de estudio que incorpora muchas de las fuentes de ineficiencia que hemos analizado. Fundada en 1994, LTCM obtuvo una rentabilidad anual compuesta superior al 30 por ciento en sus primeros 4 años, pero prácticamente quebró en 1998.

Entre las razones de su desaparición se encontraban la exposición a Rusia, que en agosto de 1998 devaluó su moneda e incumplió el pago de su deuda, así como las pérdidas derivadas de posiciones altamente apalancadas. Un consorcio de bancos rescató el fondo y, finalmente, obtuvo una modesta ganancia cuando este fue liquidado.

Un aspecto de los problemas de LTCM que suele pasarse por alto es hasta qué punto otros fondos y bancos imitaron sus posiciones. De forma similar al modelo basado en agentes de Blake LeBaron, las instituciones financieras copiaron las operaciones de LTCM, lo que provocó una saturación del mercado y aumentó su fragilidad. Asimismo, en consonancia con el modelo de LeBaron, la imitación benefició la rentabilidad en un principio, pero dificultó cada vez más la búsqueda de nuevas operaciones rentables.

En julio de 1998, Sandy Weill, entonces director ejecutivo de Travelers Group, decidió cerrar la mesa de arbitraje estadounidense de Salomon Brothers. Travelers había adquirido Salomon en el otoño de 1997 y acababa de acordar su fusión con Citicorp.

Salomon decidió que un grupo independiente dentro de la empresa liquidara la cartera de arbitraje, lo que significó que el proceso de deshacer las posiciones fue más rápido y generó mayores pérdidas de lo habitual. Esto causó estrés a LTCM y a otras empresas que habían realizado operaciones similares.²¹⁵

El apalancamiento también influyó en la caída de LTCM. La relación entre activos y patrimonio de la empresa era de 27 a 1 a principios de 1998. Muchas de las posiciones de LTCM exigían un alto apalancamiento para generar rendimientos satisfactorios, y ese índice de apalancamiento era equivalente al promedio de los cinco bancos de inversión más grandes de la época.

Un apalancamiento considerable puede tener sentido para operaciones de convergencia de bajo riesgo que formen parte de una cartera bien diversificada. Según datos históricos de cinco años, los coeficientes de correlación entre las posiciones de LTCM fueron inferiores a 0,10 hasta principios de 1998 (cero significa que no hay correlación alguna y 1,0 significa una correlación positiva perfecta).

Para someter la cartera a pruebas de estrés, los gestores de riesgos de LTCM supusieron que las correlaciones podrían alcanzar 0,30, una cifra que consideraban improbable. A medida que se desarrollaba la crisis, la correlación se disparó hasta 0,70, lo que dejó prácticamente inservibles las herramientas tradicionales de gestión de riesgos.²¹⁶

LTCM perdió el 44 por ciento de su capital en agosto de 1998 y, a principios de septiembre, envió una carta a sus clientes sugiriendo que el panorama de oportunidades parecía inusualmente atractivo. El mensaje se hizo público de inmediato.

En lugar de atraer nuevo capital, la carta generó mayor preocupación entre las contrapartes de LTCM y aumentó la presión sobre sus posiciones. LTCM es un claro ejemplo de cómo se desarrolla el ciclo del apalancamiento.

La historia de LTCM demuestra cómo las ineficiencias técnicas surgen como resultado de la falta de arbitrajistas con suficiente capital. Si bien se trataba de condiciones extremas, estos episodios ocurren de vez en cuando en los mercados. El acceso al capital es clave para poder aprovechar estas oportunidades.

Antes de concluir el tema de las ineficiencias técnicas, cabe mencionar las escisiones, que son el resultado de la distribución de acciones de una filial de propiedad total entre los accionistas de la empresa matriz de forma proporcional y libre de impuestos.

Joel Greenblatt, fundador de Gotham Capital, explica que la oportunidad de obtener una ventaja técnica surge porque, "una vez que las acciones de la empresa escindida se distribuyen a los accionistas de la empresa matriz, normalmente se venden inmediatamente sin tener en cuenta el precio ni el valor fundamental".²¹⁷

Históricamente, las escisiones han creado valor en promedio tanto para las empresas escindidas como para las matrices.²¹⁸ Un metaanálisis de la literatura sobre escisiones resumió sus hallazgos diciendo: "La conclusión principal es consistente: las escisiones están asociadas con rendimientos anormales altamente significativos".²¹⁹

Entre los factores que contribuyen a esta creación de valor se incluyen un enfoque corporativo más preciso, mejor información para los inversores, mayores oportunidades de fusiones y adquisiciones y, en algunos casos, un tratamiento fiscal más favorable.²²⁰ Las escisiones potencialmente combinan ineficiencias analíticas, informativas y técnicas, y vale la pena monitorearlas en la búsqueda de ventajas.

¿Cómo puede un inversor aprovechar eficazmente las ineficiencias técnicas?

- Esté atento a los vendedores forzados. Periódicamente, algunos participantes del mercado compran o venden valores sin tener en cuenta su valor fundamental. Un ejemplo es el cierre del ciclo de apalancamiento, donde los compradores optimistas se ven obligados a vender debido a las llamadas de margen.
- Observar los flujos de los inversores. A nivel de mercado, el aspecto a observar son las entradas de capital en los índices y las salidas de capital de los gestores activos. A nivel de fondo, la historia simple es que las entradas de capital siguen a los buenos rendimientos a corto plazo y a los malos. Los gestores que reciben estos fondos suelen comprar más de lo que poseen, lo que genera un impulso a corto plazo. Las salidas de capital generalmente se producen tras un mal desempeño, y los gestores se ven obligados a vender sus activos, comenzando normalmente por las posiciones más líquidas de su cartera.
- Busque situaciones en las que los arbitrajistas estén en aprietos. En condiciones normales, los arbitrajistas hacen un muy buen trabajo alineando precio y valor. De hecho, su capacidad para encontrar y cerrar estas brechas es una de las formas de explicar por qué los mercados son eficientes. Pero de vez en cuando, los arbitrajistas no logran coordinar sus acciones o carecen de acceso al capital que necesitan para cerrar la brecha entre precio y valor.
- Preste atención a las escisiones. Durante mucho tiempo, las escisiones han sido un claro ejemplo de ineficiencia técnica. Si bien sus rendimientos en los últimos años no han sido tan buenos como hace décadas, siguen ofreciendo oportunidades. Creemos que vale la pena evaluar las escisiones en cuanto se anuncian para determinar si existe alguna oportunidad informativa, analítica o técnica.

Conclusión

Los mercados no pueden ser totalmente eficientes en términos de información, ya que recopilar información y reflejarla en los precios de los activos tiene un costo. El grado de eficiencia depende de la dificultad para obtener información y de la fricción asociada a la compraventa de valores para capturar valor.

Existe un continuo de eficiencia entre países y clases de activos. El Anexo 19 resume algunos de los determinantes cualitativos de la eficiencia, la mayoría de los cuales se analizan en el informe.

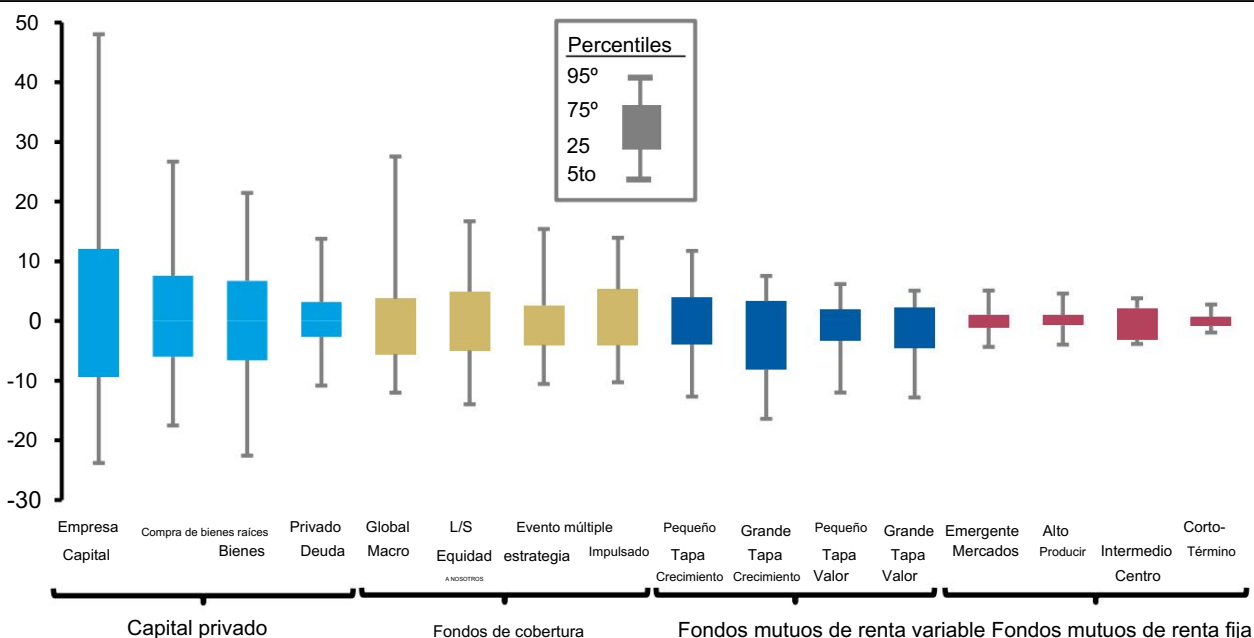
Anexo 19: Continuo de eficiencia del mercado

Menos eficiente	Más eficiente
Cobertura limitada por parte de los analistas	Amplia cobertura de analistas
La información es compleja	La información es sencilla
Baja diversidad de inversores (mercado saturado)	Alta diversidad de inversores
Compradores o vendedores forzados	Flujo neutral de compradores o vendedores
Pocos sustitutos	Muchos sustitutos
Capacidad limitada para operar en corto. Financiamiento costoso. Negociación costosa. Los arbitrajistas tienen acceso limitado al capital.	Fácil de acortar Financiación económica Barato para intercambiar Arbitrajistas bien financiados

Fuente: Counterpoint Global.

El fallecido David Swenson, antiguo director de inversiones del fondo de dotación de Yale, propuso una medida sencilla de oportunidad de inversión basada en la distribución de rendimientos para gestores activos.²²² Su concepto es que las clases de activos con una amplia dispersión ofrecen a los gestores activos hábiles más oportunidades de generar rendimientos superiores que aquellas con una dispersión reducida. El Anexo 20 muestra la dispersión basada en los rendimientos anuales, netos de comisiones, para 16 clases de activos. La dispersión es mayor para el capital riesgo y menor para las carteras de bonos a corto plazo.

Gráfico 20: Dispersión de los rendimientos de los gestores activos en diversas clases de activos.



Fuente: Counterpoint Global y Morningstar Direct.

Notas: Fondos domiciliados en EE. UU.; Capital privado: tasa interna de retorno desde su inicio al 1/6/26 para los años de añada 1980-2022; Fondos de cobertura y fondos mutuos: Rentabilidad total anualizada a 5 años al 31/12/25; L/S = largo/corto.

Clasificamos las ineficiencias del mercado en cuatro áreas: conductuales, analíticas, informativas y técnicas. Estas categorías se superponen bastante. Las ineficiencias conductuales son probablemente las más persistentes, ya que la naturaleza humana no ha cambiado mucho con el tiempo y es improbable que cambie mucho en el futuro. Las ineficiencias conductuales también se encuentran entre las más difíciles de detectar debido a nuestra tendencia individual a seguir a la multitud y como resultado de la presión de los inversores en un fondo durante los inevitables períodos de bajo rendimiento.²²³

Para generar rendimientos superiores, los inversores deberían buscar juegos sencillos donde su habilidad les reporte beneficios.²²⁴ Tanto en la inversión como en el póker, la clave para ganar reside en participar en un juego donde exista una diferencia de habilidad y uno se encuentre entre los jugadores más habilidosos. Esto supone un reto, ya que la inversión suele ser muy competitiva, los mercados donde la habilidad de los participantes es baja suelen ser pequeños y los costes de agencia a menudo propician comportamientos inadecuados.

El objetivo principal de este informe es animar a los inversores activos a plantearse y formular una respuesta informada a la pregunta de "¿Quién está del otro lado?". Recomendamos documentar esas ineficiencias percibidas para medir su capacidad predictiva de rendimientos extraordinarios. David Shaw, fundador del fondo de cobertura DE Shaw, lo expresó así:²²⁵

Una sola ineficiencia puede no ser suficiente para compensar los costos de transacción. Sin embargo, cuando coinciden varias ineficiencias, pueden ofrecer la oportunidad de operar con una ganancia esperada estadísticamente superior a los costos de transacción asociados. En igualdad de condiciones, cuantas más ineficiencias se identifiquen, mayores serán las oportunidades de operar.

Consulte la sección de Información importante en las páginas 95-97.

Lista de verificación

- los inversores extrapolarlo en exceso los resultados, lo que genera expectativas poco realistas?
- evidencia de que se esté persiguiendo el rendimiento en un valor, sector o clase de activo?
- indicadores de sentimiento sugieren miedo o codicia extremos?
- los inversores puntos de vista correlacionados que generan fragilidad en el mercado?
- usted un horizonte temporal diferente y la oportunidad de realizar arbitraje temporal?
- soportar un riesgo idiosincrásico elevado y caídas a corto plazo?
- mayor capacidad analítica que otros inversores con los que compites?
- asignando ponderaciones diferentes y más precisas a la información?
- usted sus opiniones con precisión en función de la nueva información?
- usted motivos para creer que la percepción sobre un valor cambiará?
- usted mejor que otros las oportunidades de inversión complejas?
- obtenido legalmente información que otros inversores no poseen?
- prestando atención a toda la información relevante?
- comerciando con compradores o vendedores obligados?
- ocupar el otro lado de los flujos de fondos?
- intervenir cuando los arbitrajistas se queden sin fondos?

Apéndice A: Documentos sobre la indexación y su impacto en la eficiencia del mercado

Artículos que respaldan la idea de que la indexación, en general, aumenta la eficiencia:

Glosten, Lawrence, Suresh Nallareddy y Yuan Zou, "Actividad de los ETF y eficiencia informativa de los valores subyacentes", *Management Science*, vol. 67, n.º 1, enero de 2021, págs. 22-47.

Huang, Da, "El auge de la inversión pasiva y la habilidad en la gestión activa de fondos mutuos", Documento de trabajo, junio de 2024.

Palia, Darius y Stanislav Sokolinski, "Préstamos estratégicos de inversores pasivos", *Review of Finance*, vol. 28, n.º 5, septiembre de 2024, 1537-1573.

von Beschwitz, Bastian, Pekka Honkanen y Daniel Schmidt, "Propiedad pasiva y venta en corto", *Review of Finance*, vol. 29, n.º 4, julio de 2025, 1137-1188.

Artículos que respaldan la idea de que la indexación, en general, disminuye la eficiencia:

Baruch, Shmuel y Xiaodi Zhang, "La distorsión en los precios debido a la inversión pasiva", *Management Science*, vol. 68, n.º 8, agosto de 2022, 5557-6354.

Ben-David, Itzhack, Francesco Franzoni y Rabih Moussawi, "¿Los ETF aumentan la volatilidad?" *Journal of Finance*, vol. 73, n.º 6, diciembre de 2018, 2471-2535.

Brown, David C., Shaun William Davies y Matthew C. Ringgenberg, "Arbitraje de ETF, demanda no fundamental y previsibilidad de los rendimientos", *Review of Finance*, vol. 25, n.º 4, julio de 2021, 937-972.

Gabaix, Xavier y Ralph SJ Koijen, "En busca de los orígenes de las fluctuaciones financieras: la hipótesis del mercado inelástico", Documento de trabajo del NBER n.º 28967, junio de 2021.

Gârleanu, Nicolae y Lasse Heje Pedersen, "Inversión activa y pasiva: Entendiendo el aforismo de Samuelson", *Review of Asset Pricing Studies*, vol. 12, n.º 2, junio de 2022, 389-446.

Haddad, Valentin, Paul Huebner y Erik Loualiche, "¿Qué tan competitivo es el mercado de valores? Teoría, evidencia de carteras e implicaciones para el auge de la inversión pasiva", *American Economic Review*, vol. 115, n.º 3 de marzo de 2025, 975-1018.

Israeli, Doron, Charles MC Lee y Suhas Sridharan, "¿Existe un lado oscuro en los fondos cotizados en bolsa (ETF)? Una perspectiva informativa", *Review of Accounting Studies*, vol. 22, n.º 3, septiembre de 2017, 1048-1083.

Jiang, Hao, Dimitri Vayanos, Lu Zheng, "Inversión pasiva y el auge de las megaempresas", *Revista de Estudios Financieros*, vol. 38, n.º 12, diciembre de 2025, 3461-3496.

Petajisto, Antti, "Ineficiencias en la fijación de precios de los fondos cotizados en bolsa", *Financial Analysts Journal*, vol. 73, n.º 1, primavera de 2017, 24-54.

Sammon, Marco, "Propiedad pasiva e información sobre precios", Documento de trabajo, marzo de 2024.

Artículos que son neutrales o mixtos en cuanto a la indexación y la eficiencia:

Ahn, Byung Hyun y Panos N. Patatouka, "Identificación del efecto de la indexación bursátil: ¿impulso o impedimento para el arbitraje y la determinación de precios?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 57, n.º 5, agosto de 2022, 2022-2062.

Bhojraj, Sanjeev, Partha Mohanram y Suning Zhang, "ETF y transferencia de información entre empresas", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 70, núms. 2-3, noviembre-diciembre de 2020, 1013-36.

Bond, Philip y Diego García, "Consecuencias de equilibrio de la indexación", *Review of Financial Studies*, vol. 35, n.º 7, julio de 2022, 3175-3230.

Coles, Jeffrey L., Davidson Heath y Matthew C. Ringgenberg, "Sobre la inversión en índices", *Journal of Financial Economics*, vol. 145, n.º 3, septiembre de 2022, 665-683.

Gerding, Felix y Jonathan S. Hartley, "La hipótesis de los mercados elásticos", documento de trabajo, junio de 2025.

Petersson, Ingrid Alexandra Louise y Kasper SR Thomsen, "El efecto de la inversión pasiva en la eficiencia del mercado: un estudio empírico del mercado de valores estadounidense (1989-2018)", Tesis de maestría de la Escuela de Negocios de Copenhague, 15 de mayo de 2019.

Sammon, Marco, "¿Quién equilibra el mercado cuando operan los inversores pasivos?" Documento de trabajo, noviembre de 2025.

Apéndice B: Libros sobre burbujas

Akerlof, George A., y Robert J. Shiller, *Espíritus animales: cómo la psicología humana impulsa la economía y por qué es importante para el capitalismo global* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2009).

Aliber, Robert Z., Charles P. Kindleberger y Robert N. McCauley, *Manías, pánicos y crisis: una historia de las crisis financieras*, 8.ª edición (Cham, Suiza: Palgrave Macmillan, 2023).

Allen, Franklin y Douglas Gale, *Comprender las crisis financieras* (Oxford: Oxford University Press, 2009).

Bruner, Robert F., y Sean D. Carr, *El pánico de 1907: Lecciones aprendidas de la tormenta perfecta del mercado*. (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2007).

Cassidy, John, *Dot.com: Cómo Estados Unidos perdió la cabeza y el dinero en la era de Internet* (Nueva York: HarperCollins, 2002).

Chancellor, Edward, *El diablo se lleva al último: Una historia de la especulación financiera* (Nueva York: Farrar, Straus and Giroux, 1999).

Cooper, George, *El origen de las crisis financieras: bancos centrales, burbujas crediticias y la falacia del mercado eficiente*. (Petersfield, Reino Unido: Harriman House, 2008).

Dash, Mike, *Tulipomanía: La historia de la flor más codiciada del mundo y las extraordinarias pasiones que despertó* (Nueva York: Crown Publishers, 1999).

Galbraith, John Kenneth, *El gran crac de 1929* (Boston: Houghton Mifflin, 1955).

_____, *Una breve historia de la euforia financiera* (Nueva York: Penguin Books, 1994).

Garber, Peter M., *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias* (Cambridge, MA: MIT Press, 2000).

Goldfarb, Brent y David Kirsch, *Burbujas y colapsos: El auge y la caída de la innovación tecnológica* (Stanford, CA: Stanford University Press, 2019).

Goldgar, Anne, *Tulipomanía: Dinero, honor y conocimiento en la Edad de Oro holandesa* (Chicago: University of Chicago Press, 2007).

Gross, Daniel, *¡Pop! Por qué las burbujas son estupendas para la economía* (Nueva York: HarperCollins, 2007).

Hobart, Byrne y Tobias Huber, *Boom: Bubbles and the End of Stagnation* (San Francisco: Stripe Press, 2024).

Hunter, William C., George G. Kaufman y Michael Pomerleano, eds., *Burbujas de precios de activos: implicaciones para las políticas monetarias, regulatorias e internacionales* (Cambridge, MA: MIT Press, 2003).

Le Bon, Gustave, *La multitud: Un estudio de la mentalidad popular* (Nueva York: Macmillan, 1896).

Lewis, Michael, *La gran apuesta: Dentro de la máquina del fin del mundo* (Nueva York: WW Norton & Company, 2010).

Lowenstein, Roger, *Orígenes del crac: La gran burbuja y su desmoronamiento* (Nueva York: Penguin Press, 2004).

Mackay, Charles, *Memorias de extraordinarios delirios populares y la locura de las multitudes* (Londres: Richard Bentley, 1841).

Mansharamani, Vikram, *Boombustology: Cómo detectar burbujas financieras antes de que estallen* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2011).

McLean, Bethany y Joe Nocera, *Todos los demonios están aquí: La historia oculta de la crisis financiera* (Nueva York: Portfolio, 2010).

Melville, Lewis, *La burbuja de los Mares del Sur* (Londres: Daniel O'Connor, 1921).

Menschel, Robert, *Mercados, multitudes y caos: una mirada moderna a la locura de las masas* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2002).

Minsky, Hyman P., *Estabilizar una economía inestable* (New Haven, CT: Yale University Press, 1986).

Morris, Charles R., *Dinero, codicia y riesgo: por qué ocurren las crisis y los colapsos financieros* (Nueva York: Crown Business, 1999).

Nations, Scott, *Una historia de los Estados Unidos en cinco crisis: colapsos del mercado de valores que definieron una nación* (Nueva York: William Morrow, 2017).

Paul, Helen J., *La burbuja de los Mares del Sur: una historia económica de sus orígenes y consecuencias* (Londres: Routledge, 2011).

Pérez, Carlota, *Revoluciones tecnológicas y capital financiero: la dinámica de las burbujas y las épocas doradas* (Cheltenham, Reino Unido: Edward Elgar Publishing, 2002).

Quinn, William y John D. Turner, *Auge y caída: una historia global de las burbujas financieras* (Cambridge: Cambridge University Press, 2020).

Reinhart, Carmen M., y Kenneth S. Rogoff, *Esta vez es diferente: Ocho siglos de locura financiera* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2009).

Rothchild, John, *Un tonto y su dinero: La odisea de un inversor medio* (Nueva York: John Wiley & Sons, 1998).

Shiller, Robert J., *Exuberancia irracional, edición revisada y ampliada* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2015).

Sorkin, Andrew Ross, *Demasiado grandes para quebrar: La historia interna de cómo Wall Street y Washington lucharon para salvar el sistema financiero y a sí mismos* (Nueva York: Viking, 2009).

_____, 1929: *Dentro del mayor crac bursátil de la historia de Wall Street y cómo destruyó a una nación* (Nueva York: Viking, 2025).

Sornette, Didier, *Por qué se desploman los mercados bursátiles: Eventos críticos en sistemas financieros complejos* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2003).

Ziamba, William T., Sebastien Lleo y Mikhail Zhitlukhin, *Caídas del mercado de valores: predecibles e impredecibles y qué hacer al respecto* (Singapur: World Scientific Series, 2018).

Apéndice C: ¿Los factores reflejan el riesgo o el comportamiento del inversor?

Un debate animado en finanzas es si los rendimientos excesivos de ciertos factores, en relación con el modelo de fijación de precios de activos de capital, reflejan riesgo o precios incorrectos debido a problemas de comportamiento. Los profesionales no pueden utilizar de manera viable la mayoría de las más de 450 anomalías que los investigadores financieros han identificado, y muchas de las que sí pueden utilizar son menos robustas de lo que sugiere la investigación.²²⁶ La capacidad de implementar una estrategia de negociación y la robustez son estándares esenciales para las finanzas empíricas.

Dentro de este "zoológico de factores",²²⁷ seis factores son ampliamente utilizados en la comunidad inversora, incluyendo beta (medida a través del modelo de fijación de precios de activos de capital),²²⁸ tamaño (las acciones de pequeña capitalización generan mayores rendimientos que las de gran capitalización), valor (las acciones con múltiplos bajos superan a las de múltiplos altos),²²⁹ momentum (las acciones que suben continúan subiendo a corto plazo),²³⁰ calidad (las empresas de alta calidad superan a las de baja calidad),²³¹ y crecimiento de activos (las empresas con bajo crecimiento de activos superan a las de alto crecimiento de activos).²³² Gene Fama y Kenneth French recomiendan un modelo de cinco factores que incluye todos los anteriores excepto momentum.²³³

La cuestión fundamental es si los rendimientos extraordinarios que implican estos factores reflejan riesgo o una combinación de costes de arbitraje y errores de comportamiento por parte de los inversores.²³ Si los rendimientos son el resultado de un riesgo que el CAPM no contempla, los factores son útiles para capturar dicho riesgo. Esto nos lleva de nuevo a los mercados eficientes, donde las recompensas a largo plazo son proporcionales al riesgo que aceptan los inversores.

Es probable que los rendimientos excesivos derivados de ciertos factores reflejen tanto el riesgo como los errores de comportamiento. Sin embargo, algunos pueden estar más orientados al comportamiento que otros. Andrew Ang, exdirector de Factores, Sostenibilidad y Soluciones en BlackRock, una importante gestora de activos, recomienda preguntarse si un factor funciona en función de si recompensa el riesgo, aprovecha un impedimento estructural o capitaliza los sesgos conductuales.²³

Si bien explicar la fuente exacta de los rendimientos excesivos para cualquier factor es inherentemente difícil, la evidencia sólida sugiere que los factores de valor,²³⁶ impulso,²³⁷ y calidad²³⁸ tienen una gran dosis de influencia conductual. El riesgo parece ser el principal impulsor de rendimientos excesivos para el CAPM y los factores de tamaño.

La fuente del rendimiento excedente de un factor dado es relevante para responder a la pregunta de quién está al otro lado de una operación. Si los rendimientos excedentes en relación con las predicciones del CAPM reflejan riesgo, entonces los factores son útiles para asegurar que se está recibiendo una compensación adecuada. Si los rendimientos excedentes reflejan problemas de comportamiento, sugieren una fuente de rendimientos que son tanto adicionales como recurrentes. Pero las sumas que ganan los ganadores deben ser compensadas por las sumas que los perdedores se rinden.

Notas finales

¹ Jeffrey Wurgler, "Mercados financieros y asignación de capital", *Journal of Financial Economics*, vol. 58, núms. 1-2, diciembre de 2000, 187-214 y Jules H. van Binsbergen y Christian Opp, "Anomalías reales", *Journal of Finance*, vol. 74, núm. 4, agosto de 2019, 1659-1706.

² Véase Alex Hutchinson, *Endure: Mind, Body, and the Curiously Elastic Limits of Human Performance* (Nueva York: HarperCollins, 2018), 143. La pérdida de energía está dictada por la segunda ley de la termodinámica.

³ Eugene F. Fama, "Mercados de capitales eficientes: una revisión de la teoría y el trabajo empírico", *Journal of Finance*, vol. 25, n.º 2, mayo de 1970, 383-417. Véase también Ronald J. Gilson y Reinier H. Kraakman, «The Mechanisms of Market Efficiency», *Virginia Law Review*, vol. 70, n.º 4, mayo de 1984, 549-644, y Burton G. Malkiel, «Reflections on the Efficient Market Hypothesis: 30 Years Later», *Financial Review*, vol. 40, n.º 1, febrero de 2005, 1-9. Para consultar un sitio web que reúne muchos de los artículos fundamentales sobre este tema, véase <http://emh.org/bibliography.html>.

⁴ Fama, "Mercados de capitales eficientes", 383. Fama señala que la distinción entre "débil" y "fuerte" fue señalada por primera vez por Harry Roberts. Véase Harry V. Roberts, "Patrones del mercado de valores y análisis financiero: sugerencias metodológicas", *Journal of Finance*, vol. 14, n.º 1, marzo de 1959, 1-10.

⁵ Este informe se basa en este excelente artículo de revisión: Charles MC Lee y Eric So, "Alphanomics: The Informational Underpinnings of Market Efficiency", *Foundations and Trends in Accounting*, Vol. 9, No. 2-3, 2014, 59-258. También, Andrew Ang, William N. Goetzmann y Stephen M. Schaefer, "The Efficient Market Theory and Evidence: Implications for Active Investment Management", *Foundations and Trends in Accounting*, Vol. 5, No. 3, 2010, 157-242 y Charles MC Lee, "Market Efficiency with Costly Information", en Weili Ge, Allison Koester, Sarah McVay, eds., *Handbook on the Financial Reporting Environment* (Cheltenham: Reino Unido, Edward Elgar Publishing, 2025).

⁶ Sanford J. Grossman y Joseph E. Stiglitz, "Sobre la imposibilidad de mercados informacionalmente eficientes", *Revista Económica Estadounidense*, vol. 70, n.º 3, junio de 1980, 393-408.

⁷ Lasse Heje Pedersen, *Efficiently Inefficient: How Smart Money Invests and Market Prices Are Determined* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2015) y Nicolae Gârleanu y Lasse Heje Pedersen, "Efficiently Inefficient Markets for Assets and Asset Management", *Journal of Finance*, vol. 73, n.º 4, agosto de 2018, 1663-1712.

⁸ Lee y So, 175-206; Owen A. Lamont y Richard H. Thaler, "Anomalías: La ley de un precio en los mercados financieros", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, n.º 4, otoño de 2003, 191-202; Ľuboš Pástor y Robert F.

Stambaugh, "Liquidity Risk and Expected Stock Returns", *Journal of Political Economy*, vol. 111, n.º 3, junio de 2003, 642-685; Yongqiang Chu, David A. Hirshleifer y Liang Ma, "The Causal Effect of Limits to Arbitrage on Asset Pricing Anomalies", *Journal of Finance*, vol. 75, n.º 5, octubre de 2020, 2631-2672; y Andrew J. Patton y Brian M. Weller, "What You See Is Not What You Get: The Costs of Trading Market Anomalies", *Journal of Financial Economics*, vol. 137, n.º 2, agosto de 2020, 515-549. Para un análisis que sugiere que los costos de transacción son menores de lo que sugieren estudios anteriores, véase Andrea Frazzini, Ronen Israel y Tobias J. Moskowitz, "Trading Costs", SSRN Working Paper, agosto de 2018.

⁹ Eugene F. Fama, "Mercados de capitales eficientes: II", *Journal of Finance*, vol. 46, n.º 5, diciembre de 1991, 1575-1617.

¹⁰ Jason Zweig, "Las lecciones del Primero de Mayo de 1975 siguen vigentes hoy: El inversor inteligente", *Wall Street Journal*, 30 de abril de 2015.

¹¹ Alex Chinco y Marco Sammon, "La participación de la propiedad pasiva es el doble de lo que crees", *Journal of Financial Economics*, vol. 157, julio de 2024, 103860 y "Inversión activa e indexada, septiembre de 2025", Informe estadístico de ICI, 31 de octubre de 2025.

¹² Andrei Shleifer, *Mercados ineficientes: una introducción a las finanzas conductuales* (Oxford: Oxford University Press, 2000), 2-10.

¹³ Eugene F. Fama, "Random Walks in Stock Market Prices", *Financial Analysts Journal*, vol. 21, n.º 5, septiembre/octubre de 1965, 55-59. La idea de mercados eficientes precedió al término. En cuanto a los agentes racionales, Fama escribió: Un mercado "eficiente" se define como un mercado donde hay un gran número de agentes racionales que maximizan sus beneficios.

Compiten activamente, intentando cada participante predecir los valores de mercado futuros de los títulos individuales, y donde la información actual importante está disponible casi libremente para todos los participantes.

¹⁴ Robin Wigglesworth, "Jane Street es grande. Realmente, realmente grande", *Financial Times*, 29 de abril de 2024.

15 James Surowiecki, *La sabiduría de las multitudes: por qué muchos son más inteligentes que pocos y cómo la sabiduría colectiva da forma a los negocios, las economías, las sociedades y las naciones* (Nueva York: Doubleday, 2004); Robert E. Verrecchia, "Creencias de consenso, adquisición de información y eficiencia de la información de mercado", *American Economic Review*, vol. 70, n.º 5, diciembre de 1980, 874-884; Richard P. Mann y Dirk Helbing, "Incentivos óptimos para la inteligencia colectiva", *PNAS*, vol. 114, n.º 20, 16 de mayo de 2017, 5077-5082; Chia-Hsuan Yeh y Shu-Heng Chen, "Diversidad de mercado y eficiencia de mercado: el enfoque basado en programación genética", *AISB Journal*, vol. 1, n.º 1, diciembre de 2001, 147-167; Michael J. Mauboussin, "Revisitando la eficiencia del mercado: el mercado de valores como un sistema adaptativo complejo", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 14, n.º 4, invierno de 2002, 47-55; Bradford Cornell, "¿Cuál es la hipótesis alternativa a la eficiencia del mercado?" *Journal of Portfolio Management*, vol. 44, n.º 7, verano de 2018, 3-6; Andrew W. Lo y Ruixun Zhang, *La hipótesis de los mercados adaptativos: un enfoque evolutivo para comprender la dinámica del sistema financiero* (Oxford: Oxford University Press, 2024); y Genevieve Hayman y Raymond Ka-Kay Pang, "Replantear los mercados financieros como complejos

Sistemas: *Herramientas para el análisis del riesgo sistémico, la gestión de carteras y la inversión a nivel de sistema*, Centro de Investigación y Políticas del CFA Institute, octubre de 2025.

16 Friedrich von Hayek, "La pretensión de saber", Discurso de aceptación del Premio Nobel, 11 de diciembre de 1974 (www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/1974/hayek/lecture) y Vernon L. Smith, "Racionalidad constructivista y ecológica en economía", Conferencia del Premio Nobel, 8 de diciembre de 2002 (www.nobelprize.org/uploads/2017/05/vernon-smith-lecture.pdf)

17 Scott E. Page, *El pensador modelo: lo que necesitas saber para que los datos trabajen para ti* (Nueva York: Basic Books, 2018), 29.

¹⁸ Dhananjay K. Gode y Shyam Sunder, "Eficiencia asignativa de los mercados con operadores de inteligencia cero: el mercado como sustituto parcial de la racionalidad individual", *Journal of Political Economy*, vol. 101, n.º 1, febrero de 1993, 119-137.

19 John Y. Campbell, Andrew W. Lo y A. Craig MacKinlay, *La econometría de los mercados financieros* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 1997), 24. Para un análisis detallado de cómo los economistas financieros llegaron a adoptar la hipótesis del mercado eficiente, véase Simone Polillo, *El ascenso de la eficiencia del mercado: finanzas que no se pueden* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2020).

20 Para ejecutivos, véase John R. Graham, "Discurso presidencial: finanzas corporativas y realidad", *Journal of Finance*, vol. 77, n.º 4, agosto de 2022, 1975-2049; Niels Joachim Gormsen y Kilian Huber, "Factores de capital y costo de capital percibido por las empresas", documento de trabajo, enero de 2023; y Nicolas Hommel, Augustin Landier y David Thesmar, "Valoración corporativa: una comparación empírica de métodos de descuento", documento de trabajo NBER 30898, enero de 2023. Para inversores, véase Jonathan B. Berk y Jules H. van Binsbergen, "¿Cómo calculan los inversores la tasa de descuento? Utilizan el CAPM", *Financial Analysts Journal*, vol. 73, n.º 2, segundo trimestre de 2017, 25-32. Para obtener evidencia de que el CAPM es decente para capturar los rendimientos a largo plazo, véase Tobias J. Moskowitz, y Robert F. Stambaugh, "Pricing Without Mispricing", NBER Working Paper 29016, septiembre de 2025.

21 Robert J. Shiller, "Precios de las acciones y dinámica social", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2, 1984, 457-510.

22 Fischer Black, "Ruido", *Journal of Finance*, Vol. 41, No. 3, julio de 1986, 529-543.

23 Jeeman Jung y Robert J. Shiller, "El aforismo de Samuelson y el mercado de valores", *Economic Inquiry*, vol. 43, n.º 2, abril de 2005, 221-22 y Nicolae Gârleanu y Lasse Heje Pedersen, "Inversión activa y pasiva: comprender el aforismo de Samuelson", *Review of Asset Pricing Studies*, vol. 12, n.º 2, junio de 2022, 389-446.

²⁴ Negro, "Ruido", 533.

25 Samuel M. Hartzmark y Abigail B. Sussman, "Demanda independiente del precio", Documento de investigación de Chicago Booth n.º 25-12, julio de 2025.

²⁶ Fama, "Paseos aleatorios en los precios del mercado de valores", 56.

27 "SPIVA® US Fin de año 2024", S&P Dow Jones Indices Research, 4 de marzo de 2025.

28 Nicholas Barberis y Richard H. Thaler, "Un estudio de las finanzas conductuales" en George Constantinides, Milton Harris y René M. Stulz, eds., *Manual de economía de las finanzas* (Ámsterdam: Elsevier, 2003), 1053-1128.

29 John Y. Campbell y Robert J. Shiller, "Precios de las acciones, ganancias y dividendos esperados", *Journal of Finance*, vol. 43, n.º 3, julio de 1988, 661-676.

- 30 Hendrik Bessembinder, "¿Las acciones superan a las letras del Tesoro?" *Journal of Financial Economics*, vol. 129, n.º 3, septiembre de 2018, 440-457 y Hendrik Bessembinder, "Creación de riqueza en los mercados bursátiles públicos de EE. UU. 1926-2019", *Journal of Investing*, vol. 30, n.º 3, abril de 2021, 47-61. Bessembinder actualiza sus datos aquí: <https://wpcarey.asu.edu/departament-finance/faculty-research/do-stocks-outperform-treasury-bills>.
- 31 Hendrik Bessembinder, Te-Feng Chen, Goeun Choi y KC John Wei, "Rentabilidad a largo plazo para los accionistas: evidencia de 64.000 acciones globales", *Financial Analysts Journal*, vol. 79, n.º 3, tercer trimestre de 2023, 33-63.
- 32 Adam Farago y Erik Hjalmarsson, "Los rendimientos de las acciones a largo plazo tienen una asimetría positiva", *Review of Finance*, vol. 27, n.º 2, marzo de 2023, 495-538 y Eugene F. Fama y Kenneth R. French, "Retornos a largo plazo", *Revista de Estudios sobre Precios de Activos*, Vol. 8, No. 2, diciembre de 2018, 232-252.
- 33 Hendrik Bessembinder, Michael J. Cooper y Feng Zhang, "Rendimiento de los fondos mutuos a largo plazo", *Revista de Economía Financiera*, Vol. 147, No. 1, enero de 2023, 132-158.
- 34 Hendrik Bessembinder, "Extreme Stock Market Performers, Part I: Expect Some Drawdowns", Documento de trabajo, julio de 2020; Hendrik Bessembinder, "Extreme Stock Market Performers, Part II: Do Technology Stocks Dominate?", Documento de trabajo, julio de 2020; Hendrik Bessembinder, "Extreme Stock Market Performers, Part III: What Are Their Observable Characteristics?", Documento de trabajo, julio de 2020; Hendrik Bessembinder, "The Role of Net Income Growth in Explaining Long-Horizon Stock Returns", Documento de trabajo, agosto de 2022; y Hendrik Bessembinder, "Extreme Stock Market Performers, Part IV: Can Observable Characteristics Forecast Outcomes?", Documento de trabajo, julio de 2020.
- ³⁵ Sanjeev Bhojraj, Ashish Ochani y Shiva Rajgopal, "Precios de las acciones de las empresas, rentabilidad de las acciones y rendimientos restantes Ingresos a lo largo de la vida", *Management Science*, de próxima publicación.
- 36 *Ibid.* "El valor terminal para las empresas supervivientes se estima como el BPA de 2019 dividido por la tasa de descuento al cierre del ejercicio para el que se calcula el ratio". Para todas las tasas de descuento, los autores utilizaron el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años y añadieron una prima de riesgo de capital estimada por Aswath Damodaran, profesor de finanzas en la Stern School de la Universidad de Nueva York.
- 37 Franklin Allen, "¿Importan las instituciones financieras?" *Journal of Finance*, Vol. 56, No. 4, agosto de 2001, 1165-1175.
- 38 Adolf A. Berle y Gardiner C. Means, *La corporación moderna y la propiedad privada* (Nueva York: Macmillan, 1932).
- 39 Andrei Shleifer, "¿Las curvas de demanda de acciones tienen pendiente descendente?" *Journal of Finance*, vol. 41, n.º 3, julio de 1986, 579-590; Aditya Kaul, Vikas Mehrotra, Randall Morck, "Las curvas de demanda de acciones sí tienen pendiente descendente: nuevas evidencias de un ajuste de ponderaciones de índices", *Journal of Finance*, vol. 55, n.º 2, abril de 2000, 893-912; Paul A. Gompers y Andrew Metrick, "Inversores institucionales y precios de las acciones", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, No. 1, febrero de 2001, 229-259. Philip A. Cusick, "Efectos de los precios de la adición o eliminación del índice Standard & Poor's 500: evidencia de una mayor eficiencia del mercado", *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 11, no. 4, noviembre de 2002, 349-383; Jeffrey Wurgler y Ekaterina Zhuravskaya, "¿El arbitraje aplana las curvas de demanda de acciones?", *Journal of Business*, vol. 75, no. 4, octubre de 2002, 583-608; Honghui Chen, Gregory Noronha y Vijay Singal, "La respuesta de los precios a las adiciones y eliminaciones del índice S&P 500: evidencia de asimetría y una nueva explicación", *Journal of Finance*, vol. 59, No. 4, agosto de 2004, 1901-1930; Robin Greenwood, "Curvas de demanda a corto y largo plazo para acciones: teoría y evidencia sobre la dinámica del arbitraje", *Journal of Financial Economics*, vol. 75, no. 3, marzo de 2005, 607-649.; William B. Elliott, Bonnie F. Van Ness, Mark D. Walker y Richard S. Warr, "¿Qué impulsa el efecto de inclusión del S&P 500? Un estudio analítico", *Financial Management*, vol. 35, n.º 4, diciembre de 2006, 31-48; y Antti Petajisto, "¿Por qué las curvas de demanda de acciones tienen pendiente descendente?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 44, n.º 5, octubre de 2009, 1013-1044; y Xavier Gabaix y Ralph SJ Koijen, "En busca de los orígenes de las fluctuaciones financieras: la hipótesis del mercado inelástico", *NBER Working Paper 28967*, junio de 2021.
- ⁴⁰ Philip A. Cusick, "Efectos en los precios de la adición o eliminación del índice Standard & Poor's 500: evidencia de una mayor eficiencia del mercado", *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 11, n.º 4, noviembre de 2002, 349-383; Nimesh Patel e Ivo Welch, "Rentabilidad extendida de las acciones en respuesta a los cambios en el índice S&P 500", *Review of Asset Pricing Studies*, vol. 7, n.º 2, diciembre de 2017, 172-208; y Robin Greenwood y Marco Sammon, "The Disappearing Index Effect", *Journal of Finance*, vol. 80, n.º 2, abril de 2025, 657-698.
- 41 Tobias Adrian, Erkki Etula y Tyler Muir, "Intermediarios financieros y la sección transversal de los rendimientos de los activos", *Journal of Finance*, vol. 69, n.º 6, diciembre de 2014, 2557-2596; Robin Greenwood y Annette Vissing-Jorgensen, «El impacto de las pensiones y los seguros en las curvas de rendimiento globales», *Harvard Business School Working*

Documento 18-109, 29 de diciembre de 2018; Valentin Haddad y Tyler Muir, "¿Importan los intermediarios para los precios agregados de los activos?" *Journal of Finance*, vol. 76, n.º 6, diciembre de 2021, 2719-2761; Robin Greenwood, Toomas Laarits y Jeffrey Wurgler, "Estímulo del mercado de valores", *Review of Financial Studies*, vol. 36, n.º 10, octubre de 2023, 4082-4112; y Valentin Haddad y Tyler Muir, "Macroestructura del mercado: instituciones y precios de los activos", *Revista Anual de Economía Financiera*, Vol. 17, 2025, 133-150.

42 Lasse Heje Pedersen, "Afilando la aritmética de la gestión activa", *Financial Analysts Journal*, vol.

74, No. 1, Primer Trimestre de 2018, 21-36. Las investigaciones muestran que estos costos pueden ascender a 50 puntos básicos por año. Véase Marco Sammon y John J. Shim, "Reequilibrio de índices y composición del mercado bursátil: ¿Los índices predicen el mercado?", documento de trabajo, septiembre de 2025.

43 Para comentarios de profesionales, véase Inigo Fraser-Jenkins, Inigo, Paul Gait, Alla Harmsworth, Mark Diver y Sarah McCarthy, "The Silent Road to Serfdom: Why Passive Investing Is Worse Than Marxism", *AllianceBernstein*, 23 de agosto de 2016; Mike Green, "La propiedad pasiva se acerca a niveles peligrosos". *ETF Stream*, 3 de febrero de 2025; Michael Burry, "Michael Burry, de La gran apuesta, explica por qué los fondos indexados son como los CDO subprime". *Bloomberg*, 4 de septiembre de 2019; Terry Smith, "El auge de la inversión pasiva: una distorsión del mercado que no podemos ignorar", *Acquirer's Multiple Blog*, marzo de 2025; "David Einhorn: Masters in Business Podcast", *Bloomberg*, 8 de febrero de 2024; y Michael Green, "La eficiencia del mercado no es la cuestión", *Rational Reminder Podcast*, 25 de abril de 2024. Para una respuesta concisa a los profesionales, véase Owen Lamont, "No culpen a la indexación de sus problemas", *Owenomics: Acadian Asset Management Investment Insights*, 27 de febrero de 2024. Para documentos que

Los estudios muestran que el aumento de la indexación incrementa o disminuye la eficiencia del mercado (véase el apéndice A). Muchos estudios muestran efectos en ambas direcciones.

44 Russ Wermers, "Rendimiento de los fondos mutuos: una descomposición empírica en talento para la selección de acciones, estilo, costos de transacción y gastos", *Journal of Finance*, vol. 55, n.º 4, agosto de 2000, 1655-1695; Jonathan B.

Berk y Richard C. Green, "Flujos de fondos mutuos y rendimiento en mercados racionales", *Journal of Political Economy*, vol. 112, n.º 6, diciembre de 2004, 1269-1295; Jonathan B. Berk y Jules H. van Binsbergen, "Medición de la habilidad en la industria de los fondos mutuos", *Journal of Financial Economics*, vol. 118, n.º 1, octubre de 2015, 1-20; Jonathan B. Berk, "Cinco mitos de la gestión activa de carteras", *Journal of Portfolio Management*, primavera de 2005, 27-31; y Juhani T. Linnainmaa, "Sesgo de supervivencia inverso", *Journal of Finance*, vol. 68, n.º 3, junio de 2013, 789-813.

45 David Nanigian, "El registro histórico del rendimiento de los fondos mutuos activos frente a los pasivos", *Journal of Investing*, vol. 31, n.º 3, abril de 2022, 10-22.

46 Michael J. Mauboussin y Dan Callahan, "Concentración del mercado de valores: ¿cuánto es demasiado?" *Consilient Observer: Counterpoint Global Insights*, 4 de junio de 2024.

47 Gerald P. Madden, Kenneth P. Nunn Jr. y Alan Wiemann, "Rendimiento de los fondos mutuos y capitalización de mercado", *Financial Analysts Journal*, vol. 42, n.º 4, julio-agosto de 1986, 67-70.

48 Hao Jiang, Dimitri Vayanos y Lu Zheng, "Inversión pasiva y el auge de las megaempresas", *Review of Financial Studies*, vol. 38, n.º 12, diciembre de 2025, 3461-3496 y Felix von Moltke y Torsten Sløk, "Evaluación del impacto de la inversión pasiva a lo largo del tiempo: mayor volatilidad, menor liquidez y mayor concentración", *Apollo Academy*, noviembre de 2024.

49 Freddie Parker, Vincent Lin y Andrea Liu, "Observaciones sobre la evolución en curso del panorama de los fondos de cobertura multigestor: el efecto multiplicador: edición 2025", *Goldman Sachs Prime Services | Hedge Fund Insights & Analytics*, octubre de 2025 y Vikas Agarwal y Honglin Ren, "Fondos de cobertura: rendimiento, gestión de riesgos e impacto en los mercados de activos", *Oxford Research Encyclopedia of Economics and Finance*, febrero de 2023.

⁵⁰ Agarwal, Vikas y Honglin Ren, "Fondos de cobertura: rendimiento, gestión de riesgos e impacto en los mercados de activos", *Enciclopedia de Investigación Económica y Financiera de Oxford*, febrero de 2023.

51 Joe Weisenthal y Tracy Alloway, "Krishna Kumar: Qué significa para los mercados el auge de los fondos multiestrategia", *podcast Bloomberg Odd Lots*, 26 de febrero de 2024.

52 Andrea Frazzini y Owen A. Lamont, "Dumb Money: Mutual Fund Flows and the Cross-Section of Stock Returns", *Journal of Financial Economics*, vol. 88, n.º 2, mayo de 2008, 299-322 y Robert F. Stambaugh, "Investment Noise and Trends", *Journal of Finance*, vol. 69, n.º 4, agosto de 2014, 1415-1453. Aquí hay algunos datos curiosos: los inversores individuales dedican una mediana de aproximadamente seis minutos, y una media de 30 minutos, a la investigación.

por operación. Véase Toomas Laarits y Jeffrey Wurgler, "The Research Behavior of Individual Investors", NBER Working Paper 33625, marzo de 2025.

53 Hannah Erin Lang, "Los operadores diarios pasan de ser actores marginales a una fuerza dominante en el mercado", Wall Street Journal, 31 de diciembre de 2025.

54 Greenwood, Laarits y Wurgler, "Estímulo del mercado de valores", y Brad M. Barber, Xing Huang, Terrance Odean y Christopher Schwarz, "Comercio y rentabilidad inducidos por la atención: evidencia de los usuarios de Robinhood", Revista de Finanzas, Vol. 77, No. 6, diciembre de 2022, 3141-3190.

55 Matt Levine, "Goldman solo intentaba ayudar", Bloomberg Opinion, 26 de mayo de 2020.

⁵⁶ Barry Ritholtz, "Levine: El mercado de valores es un casino divertido", The Big Picture, 19 de junio de 2020. Para una actualización, véase Hannah Erin Lang, "Los operadores están inundando los mercados con apuestas arriesgadas. El director ejecutivo de Robinhood es su héroe de culto". Wall Street Journal, 25 de noviembre de 2025.

⁵⁷ Philipp Chapkovski, Mariana Khapko y Marius Zoican, "Gamified Risk-Taking", Journal of Behavioral and Experimental Finance, vol. 46, junio de 2025, 101049 y Philipp Chapkovski, Mariana Khapko y Marius Zoican, "Trading Gamification and Investor Behavior", Management Science, de próxima publicación.

⁵⁸ Andy Naranjo, Mahendrarajah Nimalendran y Yanbin Wu, "Apostando por rendimientos esquivos: Comercio minorista en Opciones complejas", Documento de trabajo, octubre de 2025.

59 Christian Leuz, Steffen Meyer, Maximilian Muhn, Eugene Soltes y Andreas Hackethal, "¿Quién cae presa del Lobo de Wall Street? La participación de los inversores en la manipulación del mercado", Management Science, de próxima publicación.

60 Hannah Miao, "¿A quién llamas dinero tonto? A los inversores comunes les va muy bien", Wall Street Journal, 23 de octubre de 2023.

61 Imputamos este resultado usando Miao, "¿A quién llamas Dumb Money?"; Brian Sozzi, "10 acciones que los inversores minoristas anhelaban en 2024", Yahoo! Finance, 31 de diciembre de 2024; y Gordon Gottsegen, "Los inversores negociaron un récord de 6,6 billones de dólares en acciones en la primera mitad de 2025", MarketWatch, 5 de julio de 2025. Para una cobertura adicional de los resultados para los inversores minoristas, véase Alex Harring, "Los inversores minoristas cierran uno de sus mejores años de la historia". CNBC, 31 de diciembre de 2025.

62 Para la propiedad de los Siete Magníficos, véase Miao, "¿A quién llamas el dinero tonto?" Para la provisión de liquidez, véase Gideon Ozik, Ronnie Sadka y Siyi Shen, "Aplanando la curva de iliquidez: Comercio minorista durante el confinamiento por COVID-19", Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 56, n.º 7, noviembre de 2021, 2356-2388; Michael S Pagano, John Sedunov y Raisa Velthuis, "¿Cómo respondieron los inversores minoristas a la pandemia de COVID-19? El efecto de los clientes de corretaje de Robinhood en la calidad del mercado", Finance Research Letters, vol. 43, noviembre de 2021, 101946; y Simon Glossner, Pedro Matos, Stefano Ramelli Alexander F. Wagner, "¿Estabilizan los inversores institucionales los mercados de renta variable en períodos de crisis? Evidencia de COVID-19", Management Science, vol. 71, n.º 10, octubre de 2025, 8097-8993.

63 Liran Eliner y Botir Kobilov, "Hacia la Luna o nada: ¿Los inversores minoristas se benefician del comercio inducido por las redes sociales?" Documento de trabajo, diciembre de 2024 y Svetlana Brygalova, Anna Pavlova, Taisiya Sikorskaya, "Comercio minorista en opciones y el auge de los tres grandes mayoristas", Journal of Finance, vol. 78, n.º 6, diciembre de 2023, 3465-3514.

⁶⁴ Spencer Jakab, La revolución que no fue: GameStop, Reddit y el despojo de los pequeños inversores (Nueva York: Portfolio/Penguin, 2022). 127-134 y Anna Mancini, Antonio Desiderio, Riccardo Di Clemente y Giulio Cimini, "Consenso autoinducido de los usuarios de Reddit para caracterizar la presión a corto plazo de GameStop", Nature Scientific Reports, vol. 12, agosto de 2022, 13780.

65 Yun Li, "Los vendedores en corto de GameStop aún no se rinden a pesar de las pérdidas de casi 20 mil millones de dólares este mes", CNBC, 29 de enero de 2021.

66 Una compra apalancada es una transacción en la que un comprador adquiere una empresa con flujos de efectivo amplios y estables, y financia la operación con una alta proporción de deuda respecto al capital propio. El comprador busca entonces mejorar las operaciones, la gobernanza y la supervisión para generar flujo de efectivo que permita amortizar la deuda, con el objetivo de obtener una rentabilidad atractiva sobre el capital. Las firmas de capital riesgo invierten capital en empresas jóvenes con perspectivas de crecimiento atractivo y creación de valor. Entre los inversores se incluyen fondos de capital riesgo y las divisiones de capital riesgo de las corporaciones. Las inversiones abarcan startups, empresas en fase inicial y empresas emergentes. Históricamente, la mayoría de las inversiones de capital riesgo han generado pérdidas, pero las grandes ganancias de unas pocas inversiones exitosas han permitido al sector generar rentabilidades positivas.

67 Dan Lefkowitz, "3 razones para interesarse por los mercados privados aunque no se invierta en ellos", Morningstar, 16 de octubre de 2025.

68 Stephen L. Nesbitt, "Los fondos de pensiones estatales recurren a la deuda privada y ajustan el tamaño del capital privado", Cliffwater Strategic Analysis, 10 de marzo de 2025.

69 "Estudio NACUBO-Commonfund del año fiscal 2024", Commonfund, 12 de febrero de 2025.

70 Cliff Asness, "¿Por qué el capital privado puede jugar a las fantasías con los precios?" Institutional Investor, 6 de enero de 2023.

71 "Análisis del mercado secundario global", Jefferies Private Capital Advisory, enero de 2025.

72 Taylor D. Nadauld, Berk A. Sensoy, Keith Vorkink y Michael S. Weisbach, "El costo de liquidez de las inversiones de capital privado: evidencia de transacciones en el mercado secundario", Journal of Financial Economics, vol. 132, n.º 3, junio de 2019, 158-181; Vincent Maurin, David T. Robinson y Per Strömberg, "Una teoría de la liquidez en el capital privado", Management Science, vol. 69, n.º 10, octubre de 2023, 5695-6415; Luboš Pástor y Robert F.

Stambaugh, "Liquidity Risk and Expected Stock Returns," Journal of Political Economy, Vol. 111, No. 3, junio de 2003, 642-685; Yakov Amihud, Allaudeen Hameed, Wenjin Kang, Huiping Zhang, "The Illiquidity Premium: International Evidence," Journal of Financial Economics, Vol. 117, No. 2, agosto de 2015, 350-368; Yakov Amihud, "Illiquidity and Stock Returns: A Revisit," Critical Finance Review, Vol. 8, Nos. 1-2, 2019, 203-221; y Luboš

Pástor y Robert F. Stambaugh, "Riesgo de liquidez después de 20 años", Critical Finance Review, vol. 8, núms. 1-2, 2019, 277-299.

73 Gârleanu y Pedersen, "Mercados eficientemente ineficientes para activos y gestión de activos".

74 Alan Livsey, "MSCI lanza un índice que combina acciones públicas y privadas", Financial Times, 4 de diciembre de 2025.

75 "Democratización del acceso a activos alternativos para inversores en planes 401(k)", Orden Ejecutiva de la Casa Blanca, 7 de agosto de 2025.

76 "Datos trimestrales del mercado de jubilación, segundo trimestre de 2025", ICI, 18 de septiembre de 2025.

77 Jack D. Schwager, Hedge Fund Market Wizards: How Winning Traders Win (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2012), 217.

78 R. David McLean y Jeffrey Pontiff, "¿Destruye la investigación académica la predictibilidad del rendimiento de las acciones?" Journal of Finance, vol. 71, n.º 1, febrero de 2016, 5-32. Para un buen resumen de las anomalías en los mercados de renta variable, véase Leonard Zacks, ed., The Handbook of Equity Market Anomalies: Translating Market Inefficiencies into Effective Investment Strategies (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2011); también, Heiko Jacobs y Sebastian Müller, "Anomalías en todo el mundo: una vez públicas, ya no existen", Journal of Financial Economics, vol. 135, n.º

1 de enero de 2020, 213-230.

79 Campbell R. Harvey, Yan Liu y Heqing Zhu, "... y la sección transversal de los rendimientos esperados", Revista de Estudios Financieros, Vol. 29, No. 1, enero de 2016, 5-68.

80 Benjamin Graham, El inversor inteligente: El texto clásico sobre inversión en valor, Tercera edición (Nueva York: HarperBusiness, 2005), XXIV.

81 Mark Granovetter, "Threshold Models of Collective Behavior", American Journal of Sociology, Vol. 83, No. 6, mayo de 1978, 1420-1443.

82 Warren E. Buffett, "Carta a los accionistas", Informe anual de Berkshire Hathaway, 1987. Véase www.berkshirehathaway.com/letters/1987.html.

83 Jeffrey S. Abarbanell y Brian J. Bushee, "Análisis fundamental, ganancias futuras y precios de las acciones", Journal of Accounting Research, vol. 35, n.º 1, primavera de 1997, 1-24; Tom Copeland, Aaron Dolgoff y Alberto Moel, "El papel de las expectativas en la explicación de la sección transversal de los rendimientos de las acciones", Review of Accounting Studies, vol. 9, n.º 2-3, junio de 2004, 149-188; y Shuai Shao, Robert Stoumbos y Frank Zhang, "El poder de la información fundamental de la empresa en la explicación de los rendimientos de las acciones", Review of Accounting Studies, vol.

26, N.º 4, diciembre de 2021, 1249-1289.

84 Bradford Cornell, "What Moves Stock Prices: Another Look", Journal of Portfolio Management, vol. 39, n.º 3, primavera de 2013, 32-38. El estudio original fue de David M. Cutler, James M. Poterba y Lawrence H. Summers, "What Moves Stock Prices?", Journal of Portfolio Management, vol. 15, n.º 3, primavera de 1989, 4-12.

85 Clifford S. Asness, Tobias J. Moskowitz y Lasse Heje Pedersen, "Value and Momentum Everywhere",

Journal of Finance, vol. 68, n.º 3, junio de 2013, 929-985 y Jason Wei, "Behavioral Biases in the Corporate Bond Market", Journal of Empirical Finance, vol. 46, marzo de 2018, 34-55.

86 M. Keith Chen, Venkat Lakshminarayanan y Laurie R. Santos, "¿Qué tan básicos son los sesgos conductuales?"

Evidencia del comportamiento comercial de los monos capuchinos", *Journal of Political Economy*, vol. 114, n.º 3, junio de 2006, 517-537.

87 Richard H. Thaler y Alex Imas, *La maldición del ganador: anomalías de la economía conductual, antes y ahora* (Nueva York: Simon & Schuster, 2025).

88 Dhananjay Gode y Shyam Sunder, "Eficiencia asignativa de los mercados con operadores de inteligencia cero", *Journal of Economic Theory*, Vol. 101, No. 1, febrero de 1993, 119-137.

89 Mark Harrison, "Sin disculpas después de todos estos años: Eugene Fama defiende la racionalidad del inversor y la eficiencia del mercado", *Blog del CFA Institute*, 15 de mayo de 2012.

90 Victor L. Bernard y Jacob K. Thomas, "Deriva posterior al anuncio de ganancias: ¿Respuesta tardía del precio o prima de riesgo?" *Journal of Accounting Research*

Vol. 27, 1989, 1-36 (subreacción) y Werner FM De Bondt y Richard Thaler, "¿Reacciona de forma exagerada el mercado de valores?" *Journal of Finance*, Vol. 40, No. 3, julio de 1985, 793-805 y Werner FM De Bondt y Richard H.

Thaler, "Más evidencia sobre la sobrereacción de los inversores y la estacionalidad del mercado de valores", *Journal of Finance*, vol. 42, n.º 3, julio de 1987, 557-581 (sobreacción).

91 Nicholas C. Barberis, "Modelos basados en la psicología de los precios de los activos y el volumen de negociación", Documento de trabajo del NBER n.º 24723, junio de 2018.

92 Robin Greenwood y Andrei Shleifer, "Expectativas de rendimiento y rendimientos esperados", *Review of Financial Studies*, vol. 27, n.º 3, marzo de 2014, 714-746; Aleksandar Andonov y Joshua D. Rauh, "Las expectativas de rendimiento de los inversores institucionales", *Stanford University Graduate School of Business Research Paper* n.º

18-5, 19 de noviembre de 2018; y Nicola Gennaioli y Andrei Shleifer, *Una crisis de creencias: psicología del inversor y fragilidad financiera* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2018).

93 Campbell y Shiller, "Precios de las acciones, ganancias y dividendos esperados".

94 John H. Cochrane, "Tasas de descuento", *Journal of Finance*, vol. 66, n.º 4, agosto de 2011, 1047-1108.

95 Warren E. Buffett, "Carta a los accionistas", Informe anual de Berkshire Hathaway, 2017. Véase www.berkshirehathaway.com/letters/2017ltr.pdf.

96 Del discurso de Seth Klarman en la Escuela de Negocios de Columbia el 2 de octubre de 2008. Reproducido en *Outstanding Investor Digest*, Vol. 22, Nos. 1 y 2, 17 de marzo de 2009, 3.

97 Victor Haghani y Samantha McBride, "Return Chasing and Trend Following: Superficial Similarities Mask Fundamental Differences", SSRN Working Paper, 29 de enero de 2016. El momentum también tiene reversiones significativas.

Véase Kent Daniel y Tobias J. Moskowitz, "Momentum Crashes", *Journal of Financial Economics*, vol. 122, n.º 2 de noviembre de 2016, 221-247.

98 Frazzini y Lamont, "Dumb Money" y Amit Goyal, Antti Ilmanen y David Kabiller, "Bad Habits and Good Practices", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 41, No. 4, verano de 2015, 97-107.

99 Amit Goyal y Sunil Wahal, "La selección y terminación de empresas de gestión de inversiones por parte de los patrocinadores de planes", *Journal of Finance*, vol. 63, n.º 4, agosto de 2008, 1805-1847; Bradford Cornell, Jason Hsu y David

Nanigian, "¿Importa el rendimiento pasado en la selección de gestores de inversión?", *Journal of Portfolio Management*,

Vol. 43, No. 3, Verano 2017, 33-43; y Rob Arnott, Vitali Kalesnik y Lillian Wu, "La locura de contratar ganadores y despedir perdedores", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 45, No. 1, Otoño 2018, 71-84.

100 Scott D. Stewart, John J. Neumann, Christopher R. Knittel y Jeffrey Heisler, "Ausencia de valor: un análisis de las decisiones de asignación de inversiones por parte de los patrocinadores de planes institucionales", *Financial Analysts Journal*, vol. 65, n.º 6, noviembre/diciembre de 2009, 34-51. En la misma línea, los patrocinadores de planes no siempre son conscientes de los resultados de su selección porque no comparan sus

resultados con los del gerente contratado que habría tenido si hubieran permanecido con su gerente despedido. Véase Scott D. Stewart, "Rendimiento, percepción y gerente

Selección", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 48, No. 5, abril de 2022, 87-103.

101 De Long, J. Bradford, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers y Robert J. Waldmann, "Riesgo del operador ruidoso en los mercados financieros", *Journal of Political Economy*,

Vol. 98, No. 4, agosto de 1990, 703-738; Dashan Huang, Fuwei Jiang, Jun Tu y Guofu Zhou, "Alineación del sentimiento del inversor: un predictor poderoso de los rendimientos de las acciones", *Review of Financial Studies*, Vol. 28, No. 3, marzo de 2015, 791-837; Todd Feldman y Shuming Liu, "Sentimiento contagioso del inversor y mercados internacionales",

Journal of Portfolio Management, vol. 43, n.º 4, verano de 2017, 125-136; Paul Hribar y John McInnis, «Sentimiento de los inversores y errores en las previsiones de beneficios de los analistas», *Management Science*, vol. 58, n.º 2, febrero

2012, 293-307; Wenjie Ding, Khelifa Mazouz y Qingwei Wang, "Sentimiento del inversor y la sección transversal de los rendimientos de las acciones: nueva teoría y evidencia", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 53, n.º 2, agosto de 2019, 493-525; y Samuel P. Fraiburger, Do Lee, Damien Puy y Romain Ranciere, "Medios Sentimiento y precios de los activos internacionales", *Journal of International Economics*, vol. 133, noviembre de 2021, 103526.

102 Malcolm Baker y Jeffrey Wurgler, "Sentimiento del inversor y la sección transversal de los rendimientos de las acciones", *Journal of Finance*, vol. 61, n.º 4, agosto de 2006, 1645-1680; Malcolm Baker y Jeffrey Wurgler, "Sentimiento del inversor en el mercado de valores", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, n.º 2, primavera de 2007, 129-151; y Pengfei Sui, "Impacto variable en el tiempo del sentimiento del inversor", documento de trabajo, febrero de 2021.

103 Werner FM De Bondt y Richard H. Thaler, "Un paseo de reversión a la media por Wall Street", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, n.º 1, invierno de 1989, 189-202.

104 Tom Arnold, John H. Earl, Jr. y David S. North, "¿Son las historias de portada indicadores contrarios eficaces?" *Revista de analistas financieros*, vol. 63, n.º 2, marzo/abril de 2007, 70-75.

105 Lewis Melville, *La burbuja de los Mares del Sur* (Londres: Daniel O'Connor, 1921) y Helen J. Paul, *La burbuja de los Mares del Sur: una historia económica de sus orígenes y consecuencias* (Londres: Routledge, 2011).

106 Robert Z. Aliber, Charles P. Kindleberger y Robert N. McCauley, *Manías, pánicos y crisis: una historia de las crisis financieras*, 8.ª edición (Cham, Suiza: Palgrave Macmillan, 2023).

107 Jean-Paul Rodrigue, *La geografía de los sistemas de transporte*, 6.ª edición (Nueva York: Routledge, 2024).

108 Nicholas Barberis, Robin Greenwood, Lawrence Jin, Andrei Shleifer, "Extrapolación y burbujas", *Journal of Financial Economics*, vol. 129, n.º 2, agosto de 2018, 203-227; Anna Scherbina y Bernd Schlusche, "Burbujas de precios de activos: una revisión", *Quantitative Finance*, vol. 14, n.º 4, 2014, 589-604; y Francesca Bastianello y Paul Fontanier, "Pensamiento de equilibrio parcial, extrapolación y burbujas", *Review of Financial Studies*, de próxima publicación.

109 Owen Lamont, "Bubble Watch, Part 1: Firms Are The Smart Money", *Owenomics: Acadian Asset* Análisis de inversiones de la gerencia, 17 de noviembre de 2025.

¹¹⁰ Aliber, Kindleberger y McCauley, *Manías, pánicos y crisis*, 23.

111 John Geanakoplos, "El ciclo de apalancamiento", Documento de debate de la Fundación Cowles n.º 1715R, enero de 2010.

112 John Cassidy, "Entrevista con Eugene Fama", *The New Yorker*, 13 de enero de 2010.

113 Robin Greenwood, Andrei Shleifer y Yang You, "Burbujas para Fama", *Journal of Financial Economics*, Vol. 131, n.º 1, enero de 2019, 20-43.

114 Salman Arif y Edward Sul, "¿Identifica la información contable burbujas para Fama? Evidencia de los devengos", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 78, núms. 2-3, noviembre-diciembre de 2024, 101711. Los autores utilizan el término "devengos de activos operativos netos", que es esencialmente lo mismo que capital invertido.

¹¹⁵ Dilip Abreu y Markus Brunnermeier, "Burbujas y colapsos", *Econometrica*, vol. 71, n.º 1, enero de 2003, 173-204.

116 Carlota Pérez, *Revoluciones tecnológicas y capital financiero: la dinámica de las burbujas y las edades de oro* (Cheltenham, Reino Unido: Edward Elgar Publishing, 2002).

117 Michael J. Mauboussin y Dan Callahan, "Auge y caída de los nuevos negocios: cómo experimenta el capitalismo", *Consilient Observer: Perspectivas globales de Counterpoint*, 15 de junio de 2022.

¹¹⁸ Byrne Hobart y Tobias Huber, *Boom: Burbujas y el fin del estancamiento* (San Francisco: Stripe Press, 2024).

¹¹⁹ Philip Ball, *Masa crítica: Cómo una cosa lleva a otra* (Nueva York: Farrar, Straus and Giroux, 2004), 80-97.

120 Blake LeBaron, "Eficiencia del mercado financiero en un entorno coevolutivo", *Actas del taller sobre simulación de agentes sociales: arquitecturas e instituciones*, Laboratorio Nacional Argonne y Universidad de Chicago, octubre de 2000, Argonne 2001, 33-51.

¹²¹ *Ibid.*, 50.

122 Richard Evans, "Cómo invertir como... George Soros", *The Telegraph*, 8 de abril de 2014.

123 El CFA Institute encuestó a 774 inversionistas y el 78 por ciento afirmó que el riesgo profesional derivado de un desempeño deficiente es un factor en sus empresas. Véase Rebecca Fender, "El riesgo de inversión que nunca has calculado", *Enterprising Investor: CFA Institute*, 17 de junio de 2016.

124 “Los índices Novus 4C: convicción, concentración, consenso y hacinamiento”, Novus Research, segundo trimestre de 2018.

125 Lasse Heje Pedersen, “Cuando todos corren hacia la salida”, Revista Internacional de Banca Central, vol. 5, n.º 4, diciembre de 2009, 177-199.

126 Por ejemplo, véase Mark Granovetter, “Modelos de umbral del comportamiento colectivo”; Duncan J. Watts, “Un modelo simple de cascadas globales en redes aleatorias”, PNAS, vol. 99, n.º 9, 30 de abril de 2002, 5766-5771; Sushil Bikhchandani, David Hirshleifer e Ivo Welch, “Una teoría de las modas, la costumbre, el cambio cultural como cascadas informativas”, Journal of Political Economy, vol. 100, n.º 5, octubre de 1992, 992-1026; Todd Feldman y Shuming Liu, “Sentimiento contagioso de los inversores y mercados internacionales”, Journal of Portfolio Management, vol. 43, n.º 4, verano de 2017, 125-136; y Bing Han, David A. Hirshleifer y Johan Walden, “Sesgo de transmisión social y comportamiento del inversor”, Rotman School of Management Working Paper n.º 3053655, 19 de junio de 2002, 2018; y Scott E. Page, The Model Thinker: What You Need to Know to Make Data Work for You (Nueva York: Basic Books, 2018), 131-142.

127 Matthew J. Salganik, Peter Sheridan Dodds y Duncan J. Watts, “Estudio experimental de la desigualdad y la imprevisibilidad en un mercado cultural artificial”, Science, vol. 311, n.º 5762, 10 de febrero de 2006, 854-856.

128 William Goldman, Aventuras en el comercio de la pantalla: una visión personal de Hollywood y la escritura de guiones (Nueva York: Warner Books, 1983), 39.

129 SE Asch, “Efectos de la presión grupal sobre la modificación y distorsión de los juicios”, en Harold Guetzkow (ed.), Grupos, liderazgo y hombres (Pittsburgh, PA: Carnegie Press, 1951), 177-190; Gregory S.

Berns, Jonathan Chappelow, Caroline F. Zink, Giuseppe Pagnoni, Megan E. Martin-Skurski y Jim Richards, “Correlatos neurobiológicos de la conformidad social y la independencia durante la rotación mental”, Biological Psychiatry, vol. 58, n.º 3, agosto de 2005, 245-253; Robert Schnuerch y Henning Gibbons, “Una revisión de los mecanismos neurocognitivos de la conformidad social”, Social Psychology, vol. 45, n.º 6, noviembre de 2014, 466-478; y Xinling Chen, Jiayi Liu, Yue-Jia Luo y Chunliang Feng, “Sistemas cerebrales subyacentes a las motivaciones fundamentales de la conformidad social humana”, Neuroscience Bulletin, vol. 39, n.º 2, febrero de 2023, 328-342.

130 Shreenivas Kunte, “La mentalidad de manada: finanzas conductuales y sesgos de los inversores”, Enterprising Investor, 6 de agosto de 2015.

131 David C. Yang y Fan Zhang, “Tenga cuidado cuando los hogares son codiciosos: la participación del patrimonio familiar y los rendimientos esperados del mercado”, Documento de trabajo de SSRN, agosto de 2017.

132 Owen Lamont, “Bubble Watch, Parte 5: Lecheras y filósofos: ‘Democratizando las finanzas’ a través de los siglos” Owenomics: Perspectivas de inversión de Acadian Asset Management, 16 de diciembre de 2025.

133 Keith E. Stanovich, El sesgo que nos divide: la ciencia y la política del pensamiento de Myside (Cambridge, MA: MIT Press, 2021).

134 Michael J. Mauboussin y Alfred Rappaport, Expectations Investing: Reading Stock Prices for Better Returns—Revised and Updated (Nueva York: Columbia Business School Publishing, 2021).

¹³⁵ George Soros aborda este tema como parte de su teoría de la reflexividad. Afirma que la reflexividad es relevante cuando hay participantes pensantes, y que su pensamiento cumple lo que él denomina la función «cognitiva» y «manipuladora». Con la función cognitiva, la realidad moldea las perspectivas. Con la función manipuladora, las perspectivas moldean la realidad. Véase George Soros, «Teoría general de la reflexividad», Financial Times, 26 de octubre de 2009.

¹³⁶ Benjamin Graham, El inversor inteligente: Un libro de consejos prácticos, cuarta edición revisada (Nueva York: Harper & Row, 1973), 289.

137 Mark Bradshaw, Yonca Ertimur y Patricia O'Brien, “Los analistas financieros y su contribución al buen funcionamiento de los mercados de capitales”, Foundations and Trends in Accounting, vol. 11, n.º 3, 2016, 119-191.

138 Charles D. Ellis, “El juego del perdedor”, Financial Analysts Journal, vol. 31, n.º 4, julio/agosto de 1975, 19-26.

139 Una excepción se da cuando los inversores minoristas coordinaron su comportamiento comprando acciones con un alto volumen de posiciones cortas, presionando a las instituciones que estaban en posiciones cortas.

140 Brad M. Barber y Terrance Odean, “El comportamiento de los inversores individuales”, en George Constantinides, Milton Harris y René M. Stulz, eds., Manual de economía de las finanzas (Ámsterdam: Elsevier, 2013), 1533-1570.

141 Brad M. Barber, Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu y Terrance Odean, “¿Cuánto pierden los inversores individuales al operar?”, Review of Financial Studies, vol. 2, n.º 2, febrero de 2009, 609-632. Estas personas no

aprender eficazmente. Ver Brad M. Barber, Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, Terrance Odean y Ke Zhang, "Aprendizaje, Rápido o lento", *Revista de Estudios de Precios de Activos*, Vol. 10, No. 1, febrero de 2020, 61-93.

¹⁴² Randolph B. Cohen, Paul A. Gompers y Tuomo Vuolteenaho, "¿Quiénes reaccionan de forma insuficiente ante las noticias sobre el flujo de caja?" Evidencia del comercio entre individuos e instituciones", *Journal of Financial Economics*, vol. 66, núms. 2-3, noviembre-diciembre de 2002, 409-462.

143 Laura Casares Field y Michelle Lowry, "Inversión institucional versus inversión individual en OPI: la importancia de los fundamentos de la empresa", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 44, n.º 3, junio de 2009, 489-516.

144 J. Anthony Cookson y Marina Niessner, "¿Por qué no estamos de acuerdo? Evidencia de una red social de inversores", *Journal of Finance*, vol. 75, n.º 1, febrero de 2020, 173-228.

145 Ľuboš Pástor y Pietro Veronesi, "Learning in Financial Markets", *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 1, 2009, 361-381.

146 Dale Griffin y Amos Tversky, "The Weighing of Evidence and the Determinants of Confidence", *Cognitive Psychology*, vol. 24, n.º 3, julio de 1992, 411-435; Cade Massey y George Wu, "Detecting Regime Shifts: The Causes of Under- and Overreaction", *Management Science*, vol. 51, n.º 6, junio de 2005, 932-947; Pedro Bordalo, Nicola Gennaioli, Rafael La Porta, Andrei Shleifer, "Belief Overreaction and Stock Market Puzzles", *Journal of Political Economy*, vol. 132, n.º 5, mayo de 2024, 1450-1484; y Ned Augenblick, Eben Lazarus, Michael Thaler, "Overinference from Weak Signals and Underinference from Strong Signals", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 140, No. 1, febrero de 2025, 335-401.

147 Francesca Bastianello y Alex Imas, "Sesgos en la actualización de creencias dentro y entre dominios", Documento de trabajo, 12 de diciembre de 2025.

148 Amos Tversky y Daniel Kahneman, "Creencia en la ley de los números pequeños", *Boletín Psicológico*, vol. 76, n.º 2, agosto de 1971, 105-110.

149 Dan Lovallo y Daniel Kahneman, "Delusions of Success: How Optimism Undermines Executives' Decisions", *Harvard Business Review*, octubre de 2012, 46-56 y Michael J. Mauboussin, "The True Measures of Success", *Harvard Business Review*, vol. 90, n.º 10, octubre de 2012, 45-56.

¹⁵⁰ Philip Tetlock, "Perfeccionando las habilidades para pronosticar torneos: El arte y la ciencia de hacer buenas conjeturas", del curso *Cultivando tus habilidades de juicio: El arte y la ciencia de calibrar la confianza en los negocios, la política y la vida*. Conferencia impartida el 16 de enero de 2013.

151 Tim Koller, Marc Goedhart y David Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Octava edición (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2025), 597. Véase también Connor Lynagh, "¿Recompensa el mercado las transacciones que generan ganancias? Una investigación sobre el desempeño del adquirente y la acumulación de ganancias por acción", documento de trabajo del Instituto Glucksman para la Investigación de los Mercados de Valores, 1 de abril de 2014.

152 Mark L. Sirower y Jeffrey M. Weirens, *La solución de la sinergia: cómo las empresas ganan el juego de fusiones y adquisiciones* (Boston, MA: Harvard Business Review Press, 2022).

153 Samuel M. Hartzmark y Kelly Shue, "Un acto difícil de seguir: efectos de contraste en los mercados financieros", *Journal of Finance*, vol. 73, n.º 4, agosto de 2018, 1567-1613.

¹⁵⁴ Philip E. Tetlock y Dan Gardner, *Superpronóstico: El arte y la ciencia de la predicción* (Nueva York: Crown Publishers, 2015).

155 Welton Chang, Eva Chen, Barbara Mellers y Philip Tetlock, "Desarrollo del juicio político experto: el impacto de la capacitación y la práctica en la precisión del juicio en torneos de pronóstico geopolítico", *Juicio y toma de decisiones*, vol. 11, n.º 5, septiembre de 2016, 509-526.

156 Jack L. Treynor, "Inversión a largo plazo", *Financial Analysts Journal*, mayo/junio de 1976, 56-59.

157 John Maynard Keynes, *La teoría general del empleo, el interés y el dinero* (Nueva York: Harcourt Brace Jovanovich, Inc., 1936), 154-158.

158 Shlomo Benartzi y Richard H. Thaler, "Aversión a las pérdidas miope y el enigma de la prima de riesgo de las acciones", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, n.º 1, febrero de 1995, 73-92.

159 Daniel Kahneman y Amos Tversky, "Teoría de la perspectiva: un análisis de la decisión bajo riesgo", *Econometrica*, vol. 47, n.º 2, marzo de 1979, 263-292 y Alexander L. Brown, Taisuke Imai, Ferdinand M. Vieider y Colin F.

Camerer, "Metaanálisis de estimaciones empíricas de aversión a las pérdidas", *Journal of Economic Literature*, vol. 62, n.º 2 de junio de 2024, 485-516.

¹⁶⁰ Por otra parte, los inversores a largo plazo obtienen mayores rendimientos porque están dispuestos a asumir más riesgos. Véase Boram Lee y Yulia Veld-Merkoulova, «Aversión a las pérdidas miope e inversiones en acciones: un estudio empírico de inversores privados», *Journal of Banking & Finance*, vol. 70, septiembre de 2016, págs. 235-246.

¹⁶¹ Michael S. Haigh y John A. List, “¿Los operadores profesionales muestran aversión a las pérdidas miope? Un análisis experimental”, *Journal of Finance*, vol. 60, n.º 1, febrero de 2005, 523-534 y Francis Larson, John A. List, Robert D. Metcalfe, “¿Puede la aversión a las pérdidas miope explicar el enigma de la prima de riesgo de las acciones? Evidencia de un experimento de campo natural con operadores profesionales”, NBER Working Paper n.º 22605, septiembre de 2016.

¹⁶² David L. Donoho, Robert A. Crenian y Matthew H. Scanlan, “¿Es la paciencia una virtud? El argumento poco sentimental a favor de la perspectiva a largo plazo en la evaluación de rendimientos”, *Journal of Portfolio Management*, vol. 37, n.º 1, otoño de 2010, 105-120.

¹⁶³ Kalash Jain y Dian Jiao, “Explotando la miopía: los rendimientos de la inversión a largo plazo”, Documento de trabajo, septiembre de 2025.

¹⁶⁴ De un tuit del 27 de enero de 2017. Véase también Chunhua Lan, Fabio Moneta y Russell R. Wermers, “Holding Horizon: A New Measure of Active Investment Management”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 59, n.º 4, junio de 2024, 1471-1515.

¹⁶⁵ Robert J. Shiller “Narrative Economics”, *American Economic Review*, vol. 107, n.º 4, abril de 2017, 967-1004

y Robert J. Shiller, *Economía narrativa: cómo las historias se vuelven virales e impulsan los principales acontecimientos económicos* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2019).

¹⁶⁶ Aswath Damodaran, *Narrativa y números: El valor de las historias en los negocios* (Nueva York: Columbia Business School Publishing, 2017).

¹⁶⁷ Nicholas Mangee, *Cómo la novedad y las narrativas impulsan el mercado de valores: cisnes negros, espíritus animales y chivos expiatorios* (Cambridge: Cambridge University Press, 2021) y Nicholas Mangee, *Análisis narrativo y pronóstico del mercado de valores: cómo las historias populares ayudan a informar las estrategias de inversión* (Cheltenham, Reino Unido: Edward Elgar Publishing, 2025).

¹⁶⁸ Jennifer Elias, “Empleados de Google critican al CEO Sundar Pichai por el anuncio ‘apresurado y chapucero’ del competidor de GPT, Bard”, CNBC, 10 de febrero de 2023.

¹⁶⁹ Katherine Blunt, “Cómo Google recuperó su ritmo y superó a OpenAI”, *Wall Street Journal*, 6 de enero de 2026.

¹⁷⁰ Amos Tversky y Derek J. Koehler, “Teoría del soporte: una representación no extensional de la probabilidad subjetiva”, *Psychological Review*, vol. 101, n.º 4, octubre de 1994, 547-567.

¹⁷¹ Ferhat Akbas, Will J. Armstrong, Sorin Sorescu, Avanidhar Subrahmanyam, “Dinero inteligente, dinero tonto y anomalías del mercado de capitales”, *Journal of Financial Economics*, vol. 118, n.º 2, noviembre de 2015, 355-382.

¹⁷² Jonathan Gottschall, *El animal narrador: cómo las historias nos hacen humanos* (Nueva York: Houghton Mifflin Harcourt, 2012).

¹⁷³ Para un excelente ensayo sobre la historia de la recopilación y difusión de información en los mercados, véase *The Terminalist*, “Asymmetry is All You Need”, Substack, 17 de diciembre de 2025.

¹⁷⁴ Ling-Wei Kong, Lucas Gallart, Abigail G. Grassick, Jay W. Love, Amlan Nayak y Andrew M. Hein, “Una breve historia natural de la desinformación”, *Journal of the Royal Society Interface*, vol. 22, n.º 233, 1 de diciembre de 2025, 20250161.

¹⁷⁵ J. Anthony Cookson, Joseph E. Engelberg y William Mullins, “Cámaras de eco”, *Review of Financial Studies*, vol. 36, n.º 2, febrero de 2023, 450-500.

¹⁷⁶ Victor Haghani, James White y Jerry Bell, “Cuando una bola de cristal no es suficiente para hacerte rico”, *Elm Wealth Featured Insights*, 26 de septiembre de 2024.

¹⁷⁷ Si quieres probarlo, ve a <https://elmwealth.com/crystal-ball-challenge/>.

¹⁷⁸ Esta historia fue un imán para Matt Levine, columnista de Bloomberg. Véase Matt Levine, “¿Por qué no se permite el uso de información privilegiada en todas las empresas?”, *Bloomberg Opinion*, 11 de agosto de 2015.

¹⁷⁹ Pat Akey, Vincent Grégoire y Charles Martineau, “Revelación de precios a partir de información privilegiada: evidencia de noticias sobre ganancias pirateadas”, *Journal of Financial Economics*, vol. 143, n.º 3, marzo de 2022, 1162-1184.

¹⁸⁰ Chloe Xie, “Comercio informado sobre anuncios de ganancias”, *Journal of Accounting Research*, de próxima publicación.

¹⁸¹ Antonio Gargano, Alberto G. Rossi y Russ Wermers, “La Ley de Libertad de Información y la carrera hacia la adquisición de información”, *Review of Financial Studies*, vol. 30, n.º 6, junio de 2017, 2179-2228.

¹⁸² “¿Qué tan grande es el mercado de datos alternativos para los gestores de inversiones?: Blog de Neudata, 26 de febrero de 2025.

¹⁸³ Philip A. Fisher, *Acciones comunes y ganancias extraordinarias* (Nueva York: Harper & Brothers, 1958). Para un buen análisis de la intensidad de la información y la rentabilidad de los fondos mutuos, véase George Jiang, Ke Shen, Russ Wermers y Tong Yao, «Producción costosa de información, intensidad de la información y rendimiento de los fondos mutuos», documento de trabajo de SSRN, 21 de noviembre de 2018.

¹⁸⁴ Frank Heflin, KR Subramanyam y Yuan Zhang, «Regulación FD y el entorno de la información financiera: evidencia temprana», *Accounting Review*, vol. 78, n.º 1, enero de 2003, 1-37.

¹⁸⁵ Sanjeev Bhojraj, Young Jun Cho y Nir Yehuda, «Tamaño del fondo mutuo, tamaño de la familia de fondos y rendimiento del fondo mutuo: el papel de los cambios regulatorios», *Journal of Accounting Research*, vol. 50, n.º 3, junio de 2012, 647-684.

¹⁸⁶ Philippe Jorion, Zhu Liu y Charles Shi, «Efectos informativos de la regulación FD: evidencia de las agencias de calificación», *Journal of Financial Economics*, vol. 76, n.º 2, mayo de 2005, 309-330 y Louis H. Ederington, Jeremy Goh, Yen Teik Lee y Lisa Yang, «¿Son informativas las calificaciones de bonos? Evidencia de los cambios en el régimen regulatorio», *Journal of Fixed Income*, vol. 29, n.º 1, verano de 2019, 6-19.

¹⁸⁷ Amy Dittmar y Laura Casares Field, «¿Pueden los gerentes predecir el mercado? Evidencia utilizando datos de precios de recompra», *Journal of Financial Economics*, vol. 115, n.º 2, febrero de 2015, 261-282; Richard G. Sloan y Haifeng You, «Transferencias de riqueza a través de transferencias de acciones», *Journal of Financial Economics*, vol. 118, n.º 1, octubre de 2015, 93-112; Ilona Babenko, Yuri Tserlukevich y Pengcheng Wan, «¿Es beneficioso para los accionistas predecir el mercado?» *Management Science*, vol. 66, n.º 8, agosto de 2020, 3542-3560; Dinis Daniel Santos y Paulo Gama, «Timing the Market with Own Stock: An Extensive Analysis with Buying and Selling Evidence», *International Journal of Managerial Finance*, vol. 16, n.º 2, 2020, 141-164; y Michael J. Mauboussin y Dan Callahan, «Wealth Transfers: Redistribution of Value via Capital Allocation», *Consilient Observer: Counterpoint Global Insights*, 10 de mayo de 2022. Los informantes también son buenos vendiendo cuando los inversores son optimistas. Véase Sattar Mansi, Lin Peng, Jianping Qi y Han Shi, «Investor Attention and Insider Trading», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.

60, No. 5, agosto de 2025, 2293-2333.

¹⁸⁸ Sloan y usted, «Transferencias de riqueza mediante transferencias de capital», 93.

¹⁸⁹ Gina Kolata, «Esperanza en el laboratorio: Un asombro cauteloso recibe fármacos que erradican tumores en ratones», *New York Times*, 3 de mayo de 1998. EntreMed cambió su nombre a CASI Pharmaceuticals y aún cotiza en bolsa.

¹⁹⁰ Gur Huberman y Tomer Regev, «Especulación contagiosa y una cura para el cáncer: un no-evento que hizo dispararse los precios de las acciones», *Journal of Finance*, vol. 56, n.º 1, febrero de 2001, 387-396. Otras investigaciones que llegan a conclusiones similares incluyen Paul C. Tetlock, «Todas las noticias que merecen ser reimprimadas: ¿Reaccionan los inversores a la información obsoleta?», *Review of Financial Studies*, vol. 24, n.º 5, mayo de 2011, 1481-1512; Thomas Gilbert, Shimon Kogan, Lars Lochstoer y Ataman Ozyildirim, «La falta de atención del inversor y el impacto en el mercado de las estadísticas resumidas», *Management Science*, vol. 58, n.º 2, febrero de 2012, 336-350; y Anastassia Fedyk y James Hodson, «¿Cuándo puede el mercado identificar noticias antiguas?», *Journal of Financial Economics*, vol. 149, n.º 1, julio de 2023, 92-113.

¹⁹¹ Para un estudio excepcional de la atención en economía, véase George Loewenstein y Zachary Wojtowicz, «The Economics of Attention», *Journal of Economic Literature*, vol. 63, n.º 3, septiembre de 2025, 1038-1089. También Sonya S. Lim y Siew Hong Teoh, «Limited Attention», en H. Kent Baker y John R. Nofsinger, eds., *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2010), 295-312; David Hirshleifer y Siew Hong Teoh, «Limited Attention, Information Disclosure, and Financial Reporting», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 36, n.º 1-3, diciembre de 2003, 337-386; y Bin Miao, Siew Hong Teoh y Zinan Zhu, «Atención limitada, divulgación del estado de flujos de efectivo y valoración de los devengos», *Review of Accounting Studies*, vol. 21, n.º 2, junio de 2016, 473-515. La investigación muestra que una combinación de un factor a corto plazo basado en la sorpresa de ganancias y un modelo a largo plazo basado en la emisión o retiro de acciones genera rendimientos excesivos. Véase Kent Daniel, David Hirshleifer y Lin Sun, «Factores de comportamiento a corto y largo plazo»,

Revista de Estudios Financieros, Vol. 33, No. 4, abril de 2020, 1673-1736.

¹⁹² Anastassia Fedyk, «Noticias de primera plana: El efecto del posicionamiento de las noticias en los mercados financieros», *Journal of Finance*, vol. 79, n.º 1, febrero de 2024, 5-33.

¹⁹³ Brad M. Barber y Terrance Odean, «Todo lo que brilla: El efecto de la atención y las noticias en el comportamiento de compra de los inversores individuales e institucionales», *Review of Financial Studies*, vol. 21, n.º 2, marzo de 2008, 785-818.

- ¹⁹⁴ Joseph Engelberg, Caroline Sasseville y Jared Williams, “¿Locura en el mercado? El caso del ‘dinero loco’”. *Ciencias de la Gestión*, Vol. 58, No. 2, febrero de 2012, 351-364.
- ¹⁹⁵ Mark S. Seasholes y Guojun Wu, “Comportamiento predecible, ganancias y atención”, *Journal of Empirical Finance*, vol. 14, n.º 5, diciembre de 2007, 590-610.
- ¹⁹⁶ Lauren Cohen y Dong Lou, “Empresas complicadas”, *Journal of Financial Economics*, vol. 104, n.º 2, mayo de 2012, 383-400.
- ¹⁹⁷ Lauren Cohen y Andrea Frazzini, “Vínculos económicos y rendimientos predecibles”, *Journal of Finance*, vol. 63, n.º 4, agosto de 2008, 1977-2011; Anna D. Scherbina y Bernd Schlusche, “Sigue al líder: uso del mercado de valores para descubrir flujos de información entre empresas”, *Review of Finance*, vol. 24, n.º 1, febrero de 2020, 189-225; y Ling Cen, Michael G. Hertz, Christoph Schiller, “La velocidad importa: atención limitada y difusión de información en la cadena de suministro”, *Management Science*, vol. 71, n.º 10, octubre de 2025, 8097-8993; y Lauren Cohen, Christopher Malloy, Quoc Nguyen, “Precios perezosos”, *Journal of Finance*, vol. 75, n.º 3, junio de 2020, 1371-1415.
- ¹⁹⁸ Paul JH Schoemaker y George S. Day, “Cómo dar sentido a las señales débiles”, *MIT Sloan Management Review*, vol. 50, n.º 3, primavera de 2009, 80-89.
- ¹⁹⁹ William F. Sharpe, “La aritmética de la gestión activa”, *Financial Analysts Journal*, vol. 47, n.º 1, enero/febrero de 1991, 7-9.
- ²⁰⁰ Antti Petajisto, “La prima del índice y su coste oculto para los fondos indexados”, *Journal of Empirical Finance*, vol. 18, No. 2, marzo de 2011, 271-288; Ananth N. Madhavan y Kewei Ming, “Los costos ocultos del reequilibrio de índices”, *Journal of Investing*, vol. 12, no. 3, otoño de 2003, 29-35; Hendrix, Kaitlin, Jerry Liu y Trey Roberts, “Medición de los costos de la reconstitución de índices: una perspectiva de 10 años”, *Dimensional Fund Advisors Research*, julio de 2024; y Marco Sammon y John J. Shim, “Reequilibrio de índices y composición del mercado de valores: ¿los índices predicen el mercado?”, documento de trabajo, septiembre de 2025.
- ²⁰¹ Lasse Heje Pedersen, “Afilando la aritmética de la gestión activa”, *Financial Analysts Journal*, vol. 74, No. 1, Primer Trimestre de 2018, 21-36.
- ²⁰² Antti Petajisto, “Ineficiencias en la fijación de precios de los fondos cotizados en bolsa”, *Financial Analysts Journal*, primavera de 2017, 24-54.
- ²⁰³ Andrew Ellul, Chotibhak Jotikasthira y Christian T. Lundblad, “Presión regulatoria y ventas de liquidación en el mercado de bonos corporativos”, *Journal of Financial Economics*, vol. 101, n.º 3, septiembre de 2011, 596-620; Vikram Nanda, Wei Wu y Xing Zhou, “Similitudes de inversión entre compañías de seguros: riesgo de venta de liquidación y diferenciales de rendimiento corporativo”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 54, n.º 6, diciembre de 2019, 2543-2574; y Giovanni Cespa y Thierry Foucault, “Contagio de iliquidez y colapsos de liquidez”, *Revista de Estudios Financieros*, vol. 27, n.º 6, junio de 2014, 1615-1660.
- ²⁰⁴ John Geanakoplos, “El ciclo de apalancamiento”, Documento de debate de la Fundación Cowles n.º 1715R, enero de 2010.
- ²⁰⁵ El margen se define como $(\text{precio del activo} - \text{deuda})/\text{precio del activo}$. El requisito inicial es del 50 por ciento $= (\$100 - 50)/\100 . El requisito de mantenimiento es del 25 por ciento $= (\$66,67 - 50)/\$66,67$.
- ²⁰⁶ Andrei Shleifer y Robert Vishny, “Ventas de liquidación en finanzas y macroeconomía”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 25, n.º 1, invierno de 2011, 29-48.
- ²⁰⁷ Jesse Blocher, Xi Dong, Matthew C. Ringgenberg y Pavel Savor, “Short Covering”, Documento de trabajo, marzo de 2024 y Lorien Stice-Lawrence, Yu Ting Forester Wong, Wuyang Zhao, “Short Squeezes After Short-Selling Attacks”, *Journal of Accounting Research*, vol. 63, n.º 3, junio de 2025, 1187-1236.
- ²⁰⁸ Joshua Coval y Erik Stafford, “Ventas (y compras) de activos en los mercados de renta variable”, *Journal of Financial Economics*, vol. 86, n.º 2, noviembre de 2007, 479-512; Dong Lou, “Una explicación basada en el flujo para la predictibilidad del retorno”, *Review of Financial Studies*, vol. 25, n.º 12, diciembre de 2012, 3457-3489; y Geoffrey C. Friesen y Travis RA Sapp, “Flujos de fondos mutuos y rentabilidad de los inversores: un examen empírico de la capacidad de sincronización de los inversores en fondos”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 31, n.º 9, septiembre de 2007, 2796-2816.
- ²⁰⁹ Katja Ahoniemi y Petri Jylhä, “Flujos, presión sobre los precios y rentabilidad de los fondos de cobertura”, *Financial Analysts Journal*, vol. 70, n.º 5, septiembre/octubre de 2014, 73-93.
- ²¹⁰ Gabaix y Koijen, “En busca de los orígenes de las fluctuaciones financieras: la hipótesis del mercado inelástico”; Jean-Philippe Bouchaud, “La hipótesis del mercado inelástico: una interpretación microestructural”, *Quantitative Finance*, vol. 22, n.º 10, octubre de 2022, 1785-1795; Valentin Haddad, Paul Huebner y Erik Loualiche, “¿Qué tan competitivo es el mercado de valores? Teoría, evidencia de carteras e implicaciones para el auge de la inversión pasiva”, *American Economic Review*, vol. 115, n.º 3, marzo de 2025, 975-1018; Jiang, Vayanos, Zheng,

"La inversión pasiva y el auge de las megaempresas"; y von Moltke y Sløk, "Evaluación del impacto de la inversión pasiva a lo largo del tiempo".

211 Marco Sammon y John J. Shim, "¿Quién liquida el mercado cuando los inversores pasivos operan?" Documento de trabajo, noviembre de 2025; Felix Gerding y Jonathan S. Hartley, "La hipótesis de los mercados elásticos", Documento de trabajo, junio de 2025; y Gordon Gottsegen, "Uno de los inversores más respetados de Estados Unidos dice que los 'Siete Magníficos' no están sobrevalorados", MarketWatch, 14 de agosto de 2025.

212 Martin Rohleder, Dominik Schulte, Janik Syryca y Marco Wilkens, "Habilidad para seleccionar acciones de fondos mutuos: nuevas evidencias de la negociación motivada por la valoración frente a la motivada por la liquidez", *Financial Management*, vol. 47, n.º 2, verano de 2018, 309-347.

213 Joseph Chen, Samuel Hanson, Harrison Hong y Jeremy C. Stein, "¿Se benefician los fondos de cobertura de las dificultades de los fondos mutuos?", Documento de trabajo del NBER n.º 13786, febrero de 2008.

214 Andrei Shleifer y Robert W. Vishny, "Los límites del arbitraje", *Journal of Finance*, vol. 52, n.º 1, marzo de 1997, 35-55.

215 Donald MacKenzie, "Gestión de capital a largo plazo y sociología del arbitraje", *Economía y sociedad*, vol. 32, n.º 3, agosto de 2003, 349-380. Para un análisis más general de la concentración y el apalancamiento, véase Jeremy C.

Stein, "Discurso presidencial: inversores sofisticados y eficiencia del mercado", *Journal of Finance*, vol. 64, n.º 4, agosto de 2009, 1517-1548.

216 Donald MacKenzie, *Un motor, no una cámara: cómo los modelos financieros dan forma a los mercados* (Cambridge, MA: MIT Press, 2006), 233.

217 Joel Greenblatt, *Puedes ser un genio del mercado de valores (¡incluso si no eres muy inteligente!): Descubre los escondites secretos de las ganancias del mercado de valores* (Nueva York: Fireside, 1997), 61.

218 Patrick J. Cusatis, James A. Miles y Randall Woolridge, "Reestructuración a través de escisiones: la evidencia del mercado de valores", *Journal of Financial Economics*, vol. 33, n.º 3, junio de 1993, 293-311; Hemang Desai y Prem C.

Jain, "Firm Performance and Focus: Long-Run Stock Market Performance Following Spinoffs", *Journal of Financial Economics*, vol. 54, n.º 1, octubre de 1999, 75-101; John J. McConnell y Alexei V. Ovtchinnikov, "Predictability of Long-Term Spinoff Returns", *Journal of Investment Management*, vol. 2, n.º 3, tercer trimestre de 2004, 35-44; Marc Zenner, Evan Juneke y Ram Chivukula, "Shrinking to Grow: Evolving Trends in Corporate Spin-offs", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 27, n.º 3, verano de 2015, 131-136; John J. McConnell, Steven E. Sibley y Wei Xu, "El rendimiento del precio de las acciones de las subsidiarias escindidas, sus matrices y el ETF de escisión, 2001-2013", *Journal of Portfolio Management*, otoño de 2015, 143-152; Li Ma y Temi Oyeniyi, "Implicaciones de las escisiones en el mercado de capitales", *S&P Global Quantamental Research*, marzo de 2017; Puja Aggarwal y Sonia Garg, "Reestructuración a través de la escisión: impacto en la riqueza de los accionistas", *Managerial Finance*, vol. 45 n.º 10/11, 2019, 1458-1468.

219 Chris Veld y Yulia V. Veld-Merkoulova, "Creación de valor a través de spinoffs: una revisión de la evidencia empírica", *International Journal of Management Reviews*, vol. 11, n.º 4, diciembre de 2009, 407-420.

220 Mieszko Mazur, "Creating M&A Opportunities through Corporate Spin-Offs", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 27, No. 3, Summer 2015, 137-143 y John A. Pearce II y Pankaj C. Patel, "Reaping the Financial and Strategic Benefits of a Divestiture by Spin-Off", *Business Horizons*, Vol. 65, No. 3, May-June 2022, 291-301.

221 Marius Popescu y Zhaojin Xu, "Gestión de la liquidez de los fondos mutuos y afiliación familiar", *Finance Research Letters*, vol. 66, agosto de 2024, 105681.

222 David F. Swensen, *Gestión de carteras pionera: un enfoque no convencional de la gestión institucional* (Nueva York: Free Press, 2000), 74-79.

223 Michael J. Mauboussin y Dan Callahan, "Reducciones y recuperaciones: tasas base para mínimos y rebotes", *Consilient Observer: Counterpoint Global Insights*, 21 de mayo de 2025.

224 Gerard Hoberg, Nitin Kumar y Nagpuranand Prabhala, "Competencia en fondos mutuos, habilidad gerencial y persistencia alfa", *Review of Financial Studies*, vol. 31, n.º 5, mayo de 2018, 1896-1929.

225 Jack D. Schwager, *Magos del mercado de valores: Entrevistas con los mejores operadores de Estados Unidos* (Edición revisada y actualizada) (Nueva York: Harper Business, 2003), 257.

226 Kewei Hou, Chen Xue y Lu Zhang, "Replicating Anomalies", *Review of Financial Studies*, de próxima publicación; Guanhao Feng, Stefano Giglio, Dacheng Xiu, "Taming the Factor Zoo: A Test of New Factors", Documento de trabajo, 2 de enero de 2019; John PA Ioannidis, TD Stanley y Hristos Doucouliagos, "The Power of Bias in Economics

Investigación”, *Economic Journal*, Vol. 127, No. 605, octubre de 2017, F236-F265; y Guido Baltussen, Laurens Swinkels y Pim Van Vliet, “Primas de factores globales”, Documento de trabajo, enero de 2019.

227 John H. Cochrane, “Discurso presidencial: tasas de descuento”, *Journal of Finance*, vol. 66, n.º 4, agosto de 2001, 1047-1108.

Para obtener información útil sobre las fortalezas y debilidades de los factores, consulte Andrew Ang, *Asset Management: A Systematic Approach to Factor Investing* (Oxford, Reino Unido: Oxford University Press, 2014) y Antti Ilmanen, *Expected Returns: An Investor’s Guide to Harvesting Market Rewards* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2011).

228 William F. Sharpe, “Precios de los activos de capital: una teoría del equilibrio de mercado en condiciones de riesgo”, *Journal of Finance*, vol. 19, n.º 3, septiembre de 1964, 425-442.

229 Rolf W. Banz, “La relación entre el rendimiento y el valor de mercado de las acciones comunes”, *Journal of Financial Economics*, vol. 9, n.º 1, marzo de 1981, 3-18 y Eugene F. Fama y Kenneth R. French, “La sección transversal de los rendimientos esperados de las acciones”, *Journal of Finance*, vol. 47, n.º 2, junio de 1992, 427-465.

230 Mark M. Carhart, “Sobre la persistencia en el rendimiento de los fondos mutuos”, *Journal of Finance*, vol. 52, n.º 1, marzo de 1997, 57-82.

231 Robert Novy-Marx, “El otro lado del valor: la prima de rentabilidad bruta”, *Journal of Financial Economics*, vol. 108, n.º 1, abril de 2013, 1-28.

232 Michael J. Cooper, Huseyin Gulen y Michael J. Schill, “Asset Growth and the Cross-Section of Stock Returns”, *Journal of Finance*, vol. 63, n.º 4, agosto de 2008, 1609-1651; Akiko Watanabe, Yan Xu, Tong Yao y Tong Yu, “The Asset Growth Effect: Insights for International Equity Markets”, *Journal of Financial Economics*, vol. 108, n.º 2, mayo de 2013, 259-263; y Sheridan Titman, KC John Wei y Feixue Xie, “Market Development and the Asset Growth Effect: International Evidence”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 48, n.º 5, octubre de 2013, 1405-1432.

233 Eugene F. Fama y Kenneth R. French, “Un modelo de fijación de precios de activos de cinco factores”, *Journal of Financial Economics*, vol. 116, n.º 1, abril de 2015, 1-22.

234 Kent Daniel, David Hirshleifer y Siew Hong Teoh, “Psicología del inversor en los mercados de capitales: evidencia e implicaciones políticas”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, n.º 1, enero de 2002, 139-209; Kent Daniel y David Hirshleifer, “Inversores demasiado confiados, rendimientos predecibles y operaciones excesivas”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 29, n.º 4, otoño de 2015, 61-88; y Asness, Cliff y John Liew, “La gran división sobre la eficiencia del mercado”, *Institutional Investor*, 3 de marzo de 2014.

235 Andrew Ang, “Lista de verificación de factores: Cuatro requisitos para un factor robusto”, BlackRock, 5 de septiembre de 2017.

236 Josef Lakonishok, Andrei Shleifer y Robert Vishny, “Inversión contraria, extrapolación y riesgo”, *Journal of Finance*, vol. 49, n.º 5, diciembre de 1994, 1541-1578; Chi F. Ling y Simon GM Koo, “Sobre la prima de valor, parte II: las explicaciones”, *Journal of Mathematical Finance*, vol. 2, n.º 1, febrero de 2012, 66-74; Nicholas Barberis y Ming Huang, “Contabilidad mental, aversión a las pérdidas y rentabilidad de las acciones individuales”, *Journal of Finance*, vol. 56, n.º 4, agosto de 2001, 1247-1292.

237 Amil Dasgupta, Andrea Prat y Michela Verardo, “El impacto en los precios del comportamiento gregario institucional”, *Review of Financial Studies*, vol. 24, n.º 3, marzo de 2011, 892-925; Nicholas Barberis, Andrei Shleifer y Robert Vishny, “Un modelo de sentimiento del inversor”, *Journal of Financial Economics*, vol. 49, n.º 3, septiembre de 1998, 307-343; Kent Daniel, David Hirshleifer y Avanidhar Subrahmanyam, “Psicología del inversor y reacciones insuficientes y excesivas del mercado de valores”, *Journal of Finance*, vol. 53, n.º 6, diciembre de 1998, 1839-1885; y Harrison Hong, Terence Lim y Jeremy C. Stein, “Las malas noticias viajan lentamente: tamaño, cobertura de analistas y rentabilidad de las estrategias de impulso”, *Journal of Finance*, vol. 55, n.º 1, febrero de 2000, 265-295; Dimitri Vayanos y Paul Woolley, “Una teoría institucional del impulso y la reversión”, *Review of Financial Studies*, vol. 26, n.º 5, mayo de 2013, 1087-1145.

238 Alok Kumar, “¿Quién apuesta en el mercado de valores?” *Journal of Finance*, vol. 64, n.º 4, agosto de 2009, 1889-1933.

Referencias

Libros

Ang, Andrew, *Gestión de activos: un enfoque sistemático para la inversión basada en factores* (Oxford, Reino Unido: Oxford University Press, 2014).

Baker, H. Kent y John R. Nofsinger, eds., *Finanzas conductuales: inversores, corporaciones y mercados* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2010).

Baker, H. Kent, John R. Nofsinger y Víctor Ricciardi, *Introducción avanzada a las finanzas conductuales* (Cheltenham, Reino Unido: Edward Elgar Publishing, 2023).

Berle, Adolf A., y Gardiner C. Means, *La corporación moderna y la propiedad privada* (Nueva York: Macmillan, 1932).

Bernstein, Peter L., *Ideas de capital: Los orígenes improbables de la Wall Street moderna* (Nueva York: Free Press, 1992).

Bernstein, William J., *Los delirios de las multitudes: por qué la gente enloquece en grupo* (Nueva York: Atlantic Monthly Press, 2021).

Campbell, John Y., Andrew W. Lo y Craig MacKinlay, *La econometría de los mercados financieros* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 1997).

Constantinides, George, Milton Harris y René M. Stulz, eds., *Manual de Economía Financiera* (Ámsterdam: Elsevier, 2013).

Cootner, Paul H., ed., *El carácter aleatorio de los precios del mercado de valores* (Cambridge, MA: MIT Press, 1964).

Damodaran, Aswath, *Narrativa y números: El valor de las historias en los negocios* (Nueva York: Columbia Business School Publishing, 2017).

Fisher, Philip A., *Acciones comunes y ganancias extraordinarias* (Nueva York: Harper & Brothers, 1958).

Fox, Justin, *El mito del mercado racional: una historia de riesgo, recompensa e ilusión en Wall Street* (Nueva York: HarperCollins, 2009).

Friedman, Milton, *Ensayos de economía positiva* (Chicago, IL: University of Chicago Press, 1953).

Gennaioli, Nicola y Andrei Shleifer, *Una crisis de creencias: psicología del inversor y fragilidad financiera* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2018).

Graham, Benjamin, *El inversor inteligente: El texto clásico sobre inversión en valor, tercera edición* (Nueva York: HarperBusiness, 2005).

Greenblatt, Joel, *Puedes ser un genio de la bolsa (¡incluso si no eres muy inteligente!): Descubre los escondites secretos de las ganancias en la bolsa* (Nueva York: Fireside, 1997).

Grossman, Sanford J., *El papel informativo de los precios* (Cambridge, MA: MIT Press, 1989).

Guetzkow, Harold, ed., *Grupos, liderazgo y hombres* (Pittsburgh, PA: Carnegie Press, 1951).

Hutchinson, Alex, *Resistencia: Mente, cuerpo y los límites curiosamente elásticos del rendimiento humano* (Nueva York: HarperCollins, 2018).

Ibbotson, Roger G., Thomas M. Idzorek, Paul D. Kaplan y James X. Xiong, *Popularidad: Un puente entre las finanzas clásicas y las conductuales* (Charlottesville, VA: CFA Institute Research Foundation, 2018).

Ilmanen, Antti, *Rentabilidad esperada: una guía para inversores sobre cómo obtener beneficios del mercado* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2011).

_____, Invertir en medio de bajos rendimientos esperados: Cómo obtener el máximo provecho cuando los mercados ofrecen el mínimo (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2022).

Jacobs, Bruce I., Ideas de capital y realidades del mercado: replicación de opciones, comportamiento del inversor y caídas del mercado de valores (Malden, MA: Blackwell Publishers, 1999).

Jakab, Spencer, La revolución que no fue: GameStop, Reddit y el despojo de los pequeños inversores (Nueva York: Portfolio/Penguin, 2022).

Lo, Andrew W., y A. Craig MacKinley, Un paseo no aleatorio por Wall Street (Princeton, NJ: Princeton University Press, 1999).

Lo, Andrew W., y Ruixun Zhang, La hipótesis de los mercados adaptativos: un enfoque evolutivo para comprender la dinámica del sistema financiero (Oxford: Oxford University Press, 2024).

MacKenzie, Donald, Un motor, no una cámara: cómo los modelos financieros dan forma a los mercados (Cambridge, MA: MIT Press, 2006).

Mangee, Nicholas, Cómo la novedad y las narrativas impulsan el mercado de valores: cisnes negros, espíritus animales y chivos expiatorios (Cambridge: Cambridge University Press, 2021).

_____, Análisis narrativo y previsión del mercado bursátil: cómo las historias populares ayudan a fundamentar las inversiones. Estrategias (Cheltenham, Reino Unido: Edward Elgar Publishing, 2025).

Mauboussin, Michael J., Más de lo que crees: Cómo encontrar sabiduría financiera en lugares poco convencionales, edición actualizada y ampliada (Nueva York: Columbia Business School Publishing, 2008).

Mauboussin, Michael J., y Alfred Rappaport, Expectations Investing: Reading Stock Prices for Better Returns—Revised and Expanded (Nueva York: Columbia Business School Publishing, 2021).

Page, Scott E., La diferencia: cómo el poder de la diversidad crea mejores grupos, empresas, escuelas y sociedades (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2007).

_____, El pensador de modelos: lo que necesitas saber para que los datos trabajen para ti (Nueva York: Basic Books, 2018).

Pedersen, Lasse Heje, Eficientemente ineficiente: cómo invierte el dinero inteligente y cómo se determinan los precios del mercado (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2015).

Pepper, Gordon, con Michael J. Oliver, La teoría de la liquidez de los precios de los activos (Chichester, Inglaterra: John Wiley & Sons, 2006).

Polillo, Simone, El ascenso de la eficiencia del mercado: finanzas que no se pueden demostrar (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2020).

Read, Colin, La hipótesis del mercado eficiente: Bachelier, Samuelson, Fama, Ross, Tobin y Shiller (Londres: Palgrave Macmillan, 2013).

Schindler, Mark, Rumores en los mercados financieros: Perspectivas sobre las finanzas conductuales (Chichester, Inglaterra: John Wiley & Sons, 2007).

Schwager, Jack D., Magos del mercado de valores: Entrevistas con los mejores operadores de Estados Unidos — Edición revisada y actualizada (Nueva York: Harper Business, 2003).

_____, Hedge Fund Market Wizards: How Winning Traders Win (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2012).

Shiller, Robert J., Economía narrativa: cómo las historias se vuelven virales e impulsan los principales acontecimientos económicos (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2019).

Shleifer, Andrei, *Mercados ineficientes: una introducción a las finanzas conductuales* (Oxford: Oxford University Press, 2000).

Smith, Vernon L., *Artículos sobre economía experimental* (Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press, 1991).

Stanovich, Keith E., *El sesgo que nos divide: la ciencia y la política del pensamiento de Myside* (Cambridge, MA: MIT Press, 2021).

Sornette, Didier, *Por qué se desploman los mercados bursátiles: Eventos críticos en sistemas financieros complejos* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2003).

Surowiecki, James, *La sabiduría de las multitudes: por qué muchos son más inteligentes que pocos y cómo la sabiduría colectiva moldea los negocios, las economías, las sociedades y las naciones* (Nueva York: Doubleday, 2004).

Swensen, David F., *Gestión de carteras pionera: un enfoque poco convencional para la gestión institucional* (Nueva York: Free Press, 2000).

Tetlock, Philip E., *Juicio político experto: ¿Qué tan bueno es? ¿Cómo podemos saberlo?* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2005).

Tetlock, Philip E., y Dan Gardner, *Superpronóstico: El arte y la ciencia de la predicción* (Nueva York: Crown Publishers, 2015).

Thaler, Richard H., y Alex Imas, *La maldición del ganador: anomalías en la economía del comportamiento, antes y ahora* (Nueva York: Simon & Schuster, 2025).

Wigglesworth, Robin, *Billones: Cómo un grupo de rebeldes de Wall Street invirtió en fondos indexados y cambió las finanzas para siempre* (Nueva York: Portfolio/Penguin, 2021).

Zacks, Leonard, ed., *Manual de anomalías del mercado de valores: cómo convertir las ineficiencias del mercado en estrategias de inversión eficaces* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2011).

Papeles

Abarbanell, Jeffrey S., y Brian J. Bushee, "Análisis fundamental, ganancias futuras y precios de las acciones", *Journal of Accounting Research*, vol. 35, n.º 1, primavera de 1997, 1-24.

Abreu, Dilip y Markus Brunnermeier, "Burbujas y colapsos", *Econometrica*, vol. 71, n.º 1, enero de 2003, 173-204.

Adrian, Tobias, Erko Etula y Tyler Muir, "Intermediarios financieros y la sección transversal de los rendimientos de los activos", *Revista de Finanzas*, Vol. 69, No. 6, diciembre de 2014, 2557-2596.

Agarwal, Vikas y Honglin Ren, "Fondos de cobertura: rendimiento, gestión de riesgos e impacto en los mercados de activos", *Enciclopedia de Investigación Económica y Financiera de Oxford*, febrero de 2023.

Aggarwal, Dhruv, Albert H. Choi y Yoon-Ho Alex Lee. "Inversores minoristas y gobierno corporativo: evidencia del comercio sin comisiones", Documento de trabajo de ECGI Finance n.º 957/2024, febrero de 2024.

Ahn, Byung Hyun y Panos N. Patatouka, "Identificación del efecto de la indexación bursátil: ¿impulso o impedimento para el arbitraje y la determinación de precios?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 57, n.º 5, agosto de 2022, 2022-2062.

Ahoniemi, Katja y Petri Jylhä, "Flujos, presión sobre los precios y rentabilidad de los fondos de cobertura", *Financial Analysts Journal*, vol. 70, n.º 5, septiembre/octubre de 2014, 73-93.

Akbas, Ferhat, Will J. Armstrong, Sorin Sorescu, Avanidhar Subrahmanyam, "Dinero inteligente, dinero tonto y anomalías del mercado de capitales", *Journal of Financial Economics*, vol. 118, n.º 2, noviembre de 2015, 355-382.

Akey, Pat, Vincent Grégoire y Charles Martineau, "Revelación de precios a partir de información privilegiada: evidencia de noticias sobre ganancias pirateadas", *Journal of Financial Economics*, vol. 143, n.º 3, marzo de 2022, 1162-1184.

Allen, Franklin, "Discurso presidencial: ¿Importan las instituciones financieras?" *Journal of Finance*, vol. 56, n.º 4, agosto de 2001, 1165-1175.

Allen, Franklin, Marlene D. Haas, Eric Nowak y Angel Tengelov, "Eficiencia del mercado y límites al arbitraje: evidencia del Short Squeeze de Volkswagen", *Journal of Financial Economics*, vol. 142, n.º 1, octubre de 2021, 166-194.

Amihud, Yakov "Ilíquidez y rentabilidad de las acciones: una revisión", *Critical Finance Review*, vol. 8, núms. 1-2, 2019, 203-221

Amihud, Yakov, Allaudeen Hameed, Wenjin Kang, Huiping Zhang, "The Illiquidity Premium: International Evidence", *Journal of Financial Economics*, vol. 117, N° 2, agosto de 2015, 350-368.

Andonov, Aleksandar y Joshua D. Rauh, "Las expectativas de retorno de los inversores institucionales", Documento de investigación n.º 18-5 de la Escuela de Negocios de la Universidad de Stanford, 19 de noviembre de 2018.

Ang, Andrew, "Lista de verificación de factores: Cuatro requisitos para un factor robusto", BlackRock, 5 de septiembre de 2017.

Ang, Andrew, William N. Goetzmann y Stephen M. Schaefer, "La teoría del mercado eficiente y la evidencia: implicaciones para la gestión activa de inversiones", *Foundations and Trends in Accounting*, vol. 5, n.º 3, 2010, 157-242.

Arif, Salman y Edward Sul, "¿Identifica la información contable burbujas para Fama? Evidencia de los devengos", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 78, núms. 2-3, noviembre-diciembre de 2024, 101711.

Arnold, Tom, John H. Earl, Jr. y David S. North, "¿Son las historias de portada indicadores contrarios eficaces?" *Financial Analysts Journal*, vol. 63, n.º 2, marzo/abril de 2007, 70-75.

Arnott, Rob, Vitali Kalesnik y Lillian Wu, "La insensatez de contratar a los ganadores y despedir a los perdedores", *Journal of Portfolio Management*, vol. 45, n.º 1, otoño de 2018, 71-84.

Asness, Clifford, "La hipótesis del mercado menos eficiente", *Journal of Portfolio Management*, vol. 51, n.º 1, 2024, 68-89.

Asness, Clifford S., Tobias J. Moskowitz y Lasse Heje Pedersen, "Value and Momentum Everywhere", *Revista de Finanzas*, Vol. 68, No. 3, junio de 2013, 929-985.

Asness, Cliff y John Liew, "La gran división en torno a la eficiencia del mercado", *Institutional Investor*, 3 de marzo de 2014.

Augenblick, Ned, Eben Lazarus, Michael Thaler, "Sobreinferencia a partir de señales débiles y subinferencia a partir de señales fuertes", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 140, n.º 1, febrero de 2025, 335-401.

Ba, Cuimin, J. Aislinn Bohren y Alex Imas, "Reacción excesiva e insuficiente a la información: actualización de creencias con restricciones cognitivas", documento de trabajo, agosto de 2025.

Baker, Malcolm y Jeffrey Wurgler, "El sentimiento de los inversores y la sección transversal de los rendimientos de las acciones", *Journal of Finance*, vol. 61, n.º 4, agosto de 2006, 1645-1680.

_____, "Sentimiento de los inversores en el mercado de valores", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, n.º 2, primavera, 2007, 129-151.

Bali, Turan G., Nusret Cakici, Robert F. Whitelaw, "Maxing Out: Stocks as Lotteries and the Cross-Section of Expected Returns", *Journal of Financial Economics*, Vol. 99, No. 2, febrero de 2011, 427-446.

Baltussen, Guido, Laurens Swinkels y Pim Van Vliet, "Global Factor Premiums", *Journal of Financial Economics*, vol. 142, N° 3, diciembre de 2021, 1128-1154.

Banz, Rolf W., "La relación entre el rendimiento y el valor de mercado de las acciones comunes", *Journal of Financial Economics*, vol. 9, n.º 1, marzo de 1981, 3-18.

Barber, Brad M., y John D. Lyon, "Detección de rendimientos anormales de acciones a largo plazo: el poder empírico y la especificación de las estadísticas de prueba", *Journal of Financial Economics*, vol. 43, n.º 3, marzo de 1997, 341-372.

Barber, Brad M., y Terrance Odean, "Los chicos serán chicos: género, exceso de confianza e inversión en acciones comunes", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, n.º 1, febrero de 2001, 261-292.

_____, "Todo lo que brilla: El efecto de la atención y las noticias en el comportamiento de compra de individuos e instituciones" «Inversores», *Revista de Estudios Financieros*, vol. 21, n.º 2, marzo de 2008, 785-818.

_____, "El comportamiento de los inversores individuales", en George Constantinides, Milton Harris y René M. Stulz, eds., *Manual de Economía Financiera* (Ámsterdam: Elsevier, 2013), 1533-1570.

Barber, Brad M., Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, Terrance Odean y Ke Zhang, "Aprendizaje, rápido o lento", *Review of Asset Pricing Studies*, vol. 10, n.º 1, febrero de 2020, 61-93.

Barber, Brad M., Xing Huang, Terrance Odean y Christopher Schwarz, "Comercio y rentabilidad inducidos por la atención: evidencia de los usuarios de Robinhood", *Journal of Finance*, vol. 77, n.º 6, diciembre de 2022, 3141-3190.

Barberis, Nicholas C., "Modelos basados en la psicología de los precios de los activos y el volumen de negociación", en *Manual de economía del comportamiento: aplicaciones y fundamentos 1*, B. Douglas Bernheim, Stefano DellaVigna y David Laibson, eds. (Ámsterdam: North-Holland Publishing Company, 2018), 79-175.

Barberis, Nicholas, Andrei Shleifer y Robert Vishny, "Un modelo de sentimiento del inversor", *Journal of Financial Economics*, vol. 49, n.º 3, septiembre de 1998, 307-343.

Barberis, Nicholas, Ming Huang y Tano Santos, "Teoría de la perspectiva y precios de los activos", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, n.º 1, febrero de 2001, 1-53.

Barberis, Nicholas y Richard H. Thaler, "Un estudio de las finanzas conductuales" en George Constantinides, Milton Harris y René M. Stulz, eds., *Manual de economía de las finanzas* (Ámsterdam: Elsevier, 2003), 1053-1128.

Barberis, Nicholas y Ming Huang, "Contabilidad mental, aversión a las pérdidas y rentabilidad de las acciones individuales", *Journal of Finance*, vol. 56, n.º 4, agosto de 2001, 1247-1292.

Baruch, Shmuel y Xiaodi Zhang, "La distorsión en los precios debido a la inversión pasiva", *Management Science*, vol. 68, n.º 8, agosto de 2022, 5557-6354.

Bastianello, Francesca y Paul Fontanier, "Pensamiento de equilibrio parcial, extrapolación y burbujas", *Review of Financial Studies*, de próxima publicación.

Bastianello, Francesca y Alex Imas, "Sesgos en la actualización de creencias dentro y entre dominios", Documento de trabajo, 12 de diciembre de 2025.

Bayraktar, Mehmet K., Stuart Doole, Altaf Kassam y Stan Radchenko, "¿Perdidos entre la multitud? Identificación y medición de estrategias y operaciones concurrencias", MSCI, junio de 2015.

Ben-David, Itzhack, Francesco Franzoni y Rabih Moussawi, "¿Los ETF aumentan la volatilidad?" *Journal of Finance*, vol. 73, n.º 6, diciembre de 2018, 2471-2535.

Ben-Rephael, Azi, Shmuel Kandel y Avi Wohl, "Medición del sentimiento de los inversores con los flujos de fondos mutuos", *Revista de Economía Financiera*, Vol. 104, No. 2, mayo de 2012, 363-382.

Benartzi, Shlomo y Richard H. Thaler, "Aversión a las pérdidas miope y el enigma de la prima de riesgo de las acciones", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, n.º 1, febrero de 1995, 73-92.

Beneish, Messod D., "La detección de la manipulación de ganancias", *Financial Analysts Journal*, vol. 55, n.º 5, septiembre/octubre de 1999, 24-36.

Berk, Jonathan B., "Cinco mitos de la gestión activa de carteras", *Journal of Portfolio Management*, primavera de 2005, 27-31.

Berk, Jonathan B., y Richard C. Green, "Flujos de fondos mutuos y rendimiento en mercados racionales", *Journal of Political Economy*, vol. 112, n.º 6, diciembre de 2004, 1269-1295.

Berk, Jonathan B., y Jules H. van Binsbergen, "Medición de la habilidad en la industria de los fondos mutuos", *Journal of Financial Economics*, vol. 118, n.º 1, octubre de 2015, 1-20.

Bernard, Darren, Elsa Maria Juliani y Alastair Lawrence, "¿Pueden los ejecutivos predecir cómo se relacionan las noticias de la empresa con el precio de las acciones? Un estudio de campo al comienzo de la COVID-19", *Review of Accounting Studies*, vol. 29, n.º 4, diciembre de 2024, 3176-3217.

Bernard, Victor L., y Jacob K. Thomas, "Deriva posterior al anuncio de ganancias: ¿Respuesta tardía del precio o prima de riesgo?" *Journal of Accounting Research*, vol. 27, 1989, 1-36.

Berns, Gregory S., Jonathan Chappelow, Caroline F. Zink, Giuseppe Pagnoni, Megan E. Martin-Skurski y Jim Richards, "Correlatos neurobiológicos de la conformidad social y la independencia durante la rotación mental", *Psiquiatría Biológica*, Vol. 58, No. 3, agosto de 2005, 245-253.

Bessembinder, Hendrik, "¿Las acciones superan a las letras del Tesoro?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 129, No. 3 de septiembre de 2018, 440-457.

_____, "Acciones con un rendimiento excepcional en el mercado de valores, Parte I: Prepárese para algunas caídas", Documento de trabajo, julio de 2020.

_____, «Acciones con rendimiento excepcional en bolsa, Parte II: ¿Dominan las acciones tecnológicas?» Documento de trabajo, julio 2020.

_____, "Ejemplos de valores con un rendimiento excepcional en bolsa, Parte III: ¿Cuáles son sus características observables?" Documento de trabajo, julio de 2020.

_____, "Ejemplos de desempeño excepcional en el mercado de valores, Parte IV: ¿Pueden las características observables predecir los resultados?" Documento de trabajo, julio de 2020.

_____, "Creación de riqueza en los mercados bursátiles públicos de EE. UU. 1926–2019", *Journal of Investing*, vol. 30, n.º 3, abril 2021, 47-61.

_____, "El papel del crecimiento de los ingresos netos en la explicación de la rentabilidad de las acciones a largo plazo", Documento de trabajo, agosto 2022.

Bessembinder, Hendrik, Te-Feng Chen, Goeun Choi y KC John Wei, "Rentabilidad a largo plazo para los accionistas: evidencia de 64.000 acciones globales", *Financial Analysts Journal*, vol. 79, n.º 3, tercer trimestre de 2023, 33-63.

Bessembinder, Hendrik, Michael J. Cooper y Feng Zhang, "Rendimiento de los fondos mutuos a largo plazo", *Revista de Economía Financiera*, Vol. 147, No. 1, enero de 2023, 132-158.

Bhojraj, Sanjeev, Partha Mohanram y Suning Zhang, "ETF y transferencia de información entre empresas", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 70, núms. 2-3, noviembre-diciembre de 2020, 101336.

Bhojraj, Sanjeev, Ashish Ochani y Shiva Rajgopal, "Precios de las acciones de las empresas, rentabilidad de las acciones y ganancias restantes a lo largo de la vida útil", *Management Science*, de próxima publicación.

Bikhchandani, Sushil, David Hirshleifer e Ivo Welch, "Una teoría de las modas, la costumbre y el cambio cultural como cascadas informativas", *Journal of Political Economy*, vol. 100, n.º 5, octubre de 1992, 992-1026.

Birru, Justin, Sinan Gokkaya, Xi Liu y René M. Stulz, "¿Son valiosas las ideas de inversión a corto plazo de los analistas?" *Journal of Finance*, vol. 77, n.º 3, junio de 2022, 1829-1875.

Black, Fischer, "Ruido", *Journal of Finance*, vol. 41, n.º 3, julio de 1986, 529-543.

Blanchard, Olivier J., y Mark W. Watson, "Burbujas, expectativas racionales y mercados financieros", Documento de trabajo del NBER n.º 9115, julio de 1982.

Blocher, Jesse, Xi Dong, Matthew C. Ringgenberg y Pavel Savor, "Cobertura corta", Documento de trabajo, marzo de 2024.

Bond, Philip y Diego García, "Consecuencias de equilibrio de la indexación", *Review of Financial Studies*, vol. 35, n.º 7, julio de 2022, 3175-3230.

Bonne, George, Leon Roisenberg, Roman Kouzmenko y Peter Zangari, "MSCI Integrated Factor Crowding Model: Assessing Crowding Risks in Equity Factor Strategies", MSCI, junio de 2018.

Bordalo, Pedro, Nicola Gennaioli y Andrei Shleifer, "Reacción exagerada y expectativas diagnósticas en macroeconomía", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 36, n.º 3, verano de 2022, 223-244.

Bordalo, Pedro, Nicola Gennaioli, Rafael La Porta, Andrei Shleifer, "Belief Overreaction and Stock Market Puzzles", *Journal of Political Economy*, vol. 132, n.º 5, mayo de 2024, 1450-1484.

Bouchaud, Jean-Philippe, "La hipótesis del mercado inelástico: una interpretación microestructural", *Quantitative Finance*, vol. 22, n.º 10, octubre de 2022, 1785-1795.

Boyson, Nicole, Jean Helwege y Jan Jindra, "Crisis, choques de liquidez y ventas de liquidación en bancos comerciales", *Gestión Financiera*, Vol. 43, No. 4, Invierno 2014, 857-884.

Bradshaw, Mark, Yonca Ertimur y Patricia O'Brien, "Los analistas financieros y su contribución al buen funcionamiento de los mercados de capitales", *Foundations and Trends in Accounting*, vol. 11, n.º 3, 2016, 119-191.

Brown, David C., Shaun William Davies y Matthew C. Ringgenberg, "Arbitraje de ETF, demanda no fundamental y previsibilidad de los rendimientos", *Review of Finance*, vol. 25, n.º 4, julio de 2021, 937-972.

Brunnermeier, Markus K., y Stefan Nagel, "Fondos de cobertura y la burbuja tecnológica", *Journal of Finance*, vol. 59, n.º 5, octubre de 2004, 2013-2040.

Brygalova, Svetlana, Anna Pavlova, Taisiya Sikorskaya, "Comercio minorista de opciones y el auge de los tres grandes mayoristas", *Journal of Finance*, vol. 78, n.º 6, diciembre de 2023, 3465-3514.

Buffett, Warren E., "Carta a los accionistas", Informe anual de Berkshire Hathaway, 1987.

Cahan, Rochester y Yin Luo, "Destacar entre la multitud: medir el hacinamiento en estrategias cuantitativas", *Revista de Gestión de Carteras*, Vol. 39, No. 4, Verano de 2013, 14-23.

Campbell, John Y., y Robert J. Shiller, "Precios de las acciones, ganancias y dividendos esperados", *Journal of Finance*, vol. 43, n.º 3, julio de 1988, 661-676.

Cao, Charles, Bing Liang, Andrew W. Lo y Lubomir Petrusek, "Participaciones de fondos de cobertura y eficiencia del mercado de valores", *Review of Asset Pricing Studies*, vol. 8, n.º 1, junio de 2018, 77-116.

Carhart, Mark M., "Sobre la persistencia en el rendimiento de los fondos mutuos", *Journal of Finance*, vol. 52, n.º 1, marzo de 1997, 57-82.

Cassella, Stefano, Te-Feng Chen, Huseyin Gulen y Yan Liu, "Extracción de creencias extrapolativas a partir de precios de mercado: un enfoque de valor presente aumentado", *Journal of Financial Economics*, vol. 164, febrero de 2025, 103986.

Cen, Ling, Michael G. Hertz y Christoph Schiller, "La velocidad importa: atención limitada y difusión de información en la cadena de suministro", *Management Science*, vol. 71, n.º 10, octubre de 2025, 8097-8993.

Chang, Welton, Eva Chen, Barbara Mellers y Philip Tetlock, "Desarrollo del juicio político experto: el impacto del entrenamiento y la práctica en la precisión del juicio en torneos de pronóstico geopolítico", *Judgment and Decision Making*, vol. 11, n.º 5, septiembre de 2016, 509-526.

Chapkovski, Philipp, Mariana Khapko y Marius Zoican, "Gamified Risk-Taking", *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, Vol. 46, junio de 2025, 101049.

_____, "Gamificación del trading y comportamiento del inversor", *Management Science*, de próxima publicación.

Chaudhry, Aditya, "El impacto de los precios en las expectativas de flujo de caja de los analistas: conciliando los datos de creencias subjetivas con la variación racional de la tasa de descuento", *Journal of Financial Economics*, Volumen 171, septiembre de 2025, 104095.

Chen, M. Keith, Venkat Lakshminarayanan y Laurie R. Santos, "¿Qué tan básicos son los sesgos conductuales? Evidencia del comportamiento comercial de los monos capuchinos", *Journal of Political Economy*, vol. 114, n.º 3, junio de 2006, 517-537.

Chen, Yong, Bryan Kelly y Wei Wu, "Inversores sofisticados y eficiencia del mercado: evidencia de un experimento natural", *Journal of Financial Economics*, vol. 138, n.º 2, noviembre de 2020, 316-341.

Chen, Xinling, Jiayi Liu, Yue-Jia Luo y Chunliang Feng, "Sistemas cerebrales subyacentes a las motivaciones fundamentales de la conformidad social humana", *Neuroscience Bulletin*, vol. 39, n.º 2, febrero de 2023, 328-342.

Chen, Zhongdong y Karen Ann Craig, "Atención activa, base de inversores minoristas y rentabilidad de las acciones", *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, vol. 39, septiembre de 2023, 100820.

Chinco, Alex y Marco Sammon, "La participación de la propiedad pasiva es el doble de lo que crees", *Journal of Financial Economics*, vol. 157, julio de 2024, 103860.

Chordia, Tarun, Amit Goyal, Yoshio Nozawa, Avanidhar Subrahmanyam y Qing Tong, "¿Son comunes las anomalías del mercado de capitales en los mercados de acciones y bonos corporativos? Una investigación empírica", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 52, n.º 4, agosto de 2017, 1301-1342.

Christoffersen, Susan EK, David K. Musto y Russ Wermers, "Flujos de inversores hacia gestores de activos: causas y consecuencias", *Annual Review of Financial Economics*, vol. 6, 2014, 289-310.

Cho, Thummim y Christopher Polk, "Poniendo el precio en la fijación de precios de activos", *Journal of Finance*, vol. 79, n.º 6, diciembre de 2024, 3943-3984.

Chu, Yongqiang, David A. Hirshleifer y Liang Ma, "El efecto causal de los límites al arbitraje en las anomalías de la fijación de precios de los activos", *Journal of Finance*, vol. 75, n.º 5, octubre de 2020, 2631-2672.

Cochrane, John H., "Discurso presidencial: Tasas de descuento", *Journal of Finance*, vol. 66, n.º 4, agosto de 2001, 1047-1108.

Cohen, Lauren y Andrea Frazzini, "Vínculos económicos y rendimientos predecibles", *Journal of Finance*, vol. 63, n.º 4, agosto de 2008, 1977-2011.

Cohen, Lauren y Dong Lou, "Empresas complicadas", *Journal of Financial Economics*, vol. 104, n.º 2, mayo de 2012, 383-400.

Cohen, Lauren, Christopher Malloy, Quoc Nguyen, "Precios perezosos", *Journal of Finance*, vol. 75, n.º 3, junio de 2020, 1371-1415.

Coles, Jeffrey L., Davidson Heath y Matthew C. Ringgenberg, "Sobre la inversión en índices", *Journal of Financial Economics*, vol. 145, n.º 3, septiembre de 2022, 665-683.

Cookson, J. Anthony y Marina Niessner, "¿Por qué no estamos de acuerdo? Evidencia de una red social de inversores", *Journal of Finance*, vol. 75, n.º 1, febrero de 2020, 173-228.

Cookson, J. Anthony, Joseph E. Engelberg y William Mullins, "Cámaras de eco", *Review of Financial Studies*, vol. 36, n.º 2, febrero de 2023, 450-500.

Cooper, Michael J., Huseyin Gulen y Michael J. Schill, "Crecimiento de los activos y la sección transversal de los rendimientos de las acciones", *Journal of Finance*, vol. 63, n.º 4, agosto de 2008, 1609-1651.

Copeland, Tom, Aaron Dolgoff y Alberto Moel, "El papel de las expectativas en la explicación de la sección transversal de los rendimientos de las acciones", *Review of Accounting Studies*, vol. 9, núms. 2-3, junio de 2004, 149-188.

Cornell, Bradford, "Qué influye en los precios de las acciones: otra perspectiva", *Journal of Portfolio Management*, vol. 39, n.º 3, primavera de 2013, 32-38.

_____, "¿Cuál es la hipótesis alternativa a la eficiencia del mercado?" *Journal of Portfolio Management*, Vol. 44, N.º 7, verano de 2018, 3-6.

Cornell, Bradford y Richard Roll, "Un modelo de fijación de precios de activos con agente delegado", *Financial Analysts Journal*, vol. 61, n.º 1, enero/febrero de 2005, 57-69.

Cornell, Bradford, Jason Hsu y David Nanigian, "¿Importa el rendimiento pasado en la selección de gestores de inversión?", *Journal of Portfolio Management*, vol. 43, n.º 3, verano de 2017, 33-43.

Cremers, Martijn, Miguel A. Ferreira, Pedro Matos y Laura Starks, "Indexación y gestión activa de fondos: evidencia internacional", *Journal of Financial Economics*, vol. 120, n.º 3, junio de 2016, 539-560.

Cusatis, Patrick J., James A. Miles y Randall Woolridge, "Reestructuración a través de escisiones: la evidencia del mercado de valores", *Journal of Financial Economics*, vol. 33, n.º 3, junio de 1993, 293-311.

Cusick, Philip A., "Efectos en los precios de la adición o eliminación del índice Standard & Poor's 500: evidencia de una mayor eficiencia del mercado", *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 11, n.º 4, noviembre de 2002, 349-383.

Cutler, David M., James M. Poterba y Lawrence H. Summers, "¿Qué mueve los precios de las acciones?" *Journal of Portfolio Management*, Vol. 15, No. 3, Primavera de 1989, 4-12.

Da, Zhi. Vivian W. Fang, Wenwei Lin, "Comercio fraccional", *Revista de estudios financieros*, vol. 38, n.º 3, marzo de 2025, 623-660.

Daniel, Kent, David Hirshleifer y Avandhar Subrahmanyam, "Psicología del inversor y reacciones insuficientes y excesivas del mercado de valores", *Journal of Finance*, vol. 53, n.º 6, diciembre de 1998, 1839-1885.

Daniel, Kent, David Hirshleifer y Siew Hong Teoh, "Psicología del inversor en los mercados de capitales: evidencia e implicaciones políticas", *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, n.º 1, enero de 2002, 139-209.

Daniel, Kent y David Hirshleifer, "Inversores demasiado confiados, rentabilidad predecible y operaciones excesivas", *Revista de Perspectivas Económicas*, Vol. 29, No. 4, Otoño de 2015, 61-88.

Daniel, Kent y Tobias J. Moskowitz, "Frenadas del impulso", *Journal of Financial Economics*, vol. 122, n.º 2, noviembre de 2016, 221-247.

Daniel, Kent, David Hirshleifer y Lin Sun, "Factores de comportamiento a corto y largo plazo", *Review of Financial Studies*, vol. 33, n.º 4, abril de 2020, 1673-1736.

Daniel, Kent, Alexander Klos y Simon Rottke, "Optimistas, pesimistas y precios de las acciones", *Annual Review of Financial Economics*, vol. 16, 2024, 61-87.

_____, "Ineficiencias en el mercado de préstamos de valores", documento de trabajo, 28 de octubre de 2025.

Dasgupta, Amil, Andrea Prat y Michela Verardo, "El impacto en los precios del comportamiento gregario institucional", *Review of Financial Studies*, vol. 24, n.º 3, marzo de 2011, 892-925.

Dave, Chetan y Katherine W. Wolfe, "Sobre el sesgo de confirmación y las desviaciones de la actualización bayesiana", Documento de trabajo, 21 de marzo de 2003.

De Bondt, Werner FM y Richard H. Thaler, "Un paseo de reversión a la media por Wall Street", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, n.º 1, invierno de 1989, 189-202.

De Long, J. Bradford, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers y Robert J. Waldmann, "Estrategias de inversión de retroalimentación positiva y especulación racional desestabilizadora", *Journal of Finance*, vol. 45, n.º 2, junio de 1990, 379-395.

_____, "Riesgo del operador especulativo en los mercados financieros", *Journal of Political Economy*, vol. 98, n.º 4, agosto de 1990, 703-738.

Del Guercio, Diane y Jonathan Reuter, "Rendimiento de los fondos mutuos y el incentivo para generar alfa", *Revista de Finanzas*, Vol. 69, No. 4, agosto de 2014, 1673-1704.

Delao, Ricardo y Sean Myers, "Expectativas subjetivas sobre el flujo de caja y la tasa de descuento", *Journal of Finance*, vol. 76, n.º 3, junio de 2021, 1339-1387.

Delao, Ricardo, Xiao Han y Sean Myers, "La sección transversal de las expectativas subjetivas: comprensión de los precios y las anomalías", documento de trabajo, diciembre de 2024.

_____, "El retorno del dominio del retorno: Descomponiendo la sección transversal de los precios", *Journal of Financial Economía*, vol. 169, julio de 2025, 104059.

Desai, Hemang y Prem C. Jain, "Desempeño y enfoque de la empresa: desempeño del mercado de valores a largo plazo después de las escisiones", *Journal of Financial Economics*, vol. 54, n.º 1, octubre de 1999, 75-101.

Dimson, Elroy y Massoud Mussavia, "Una breve historia de la eficiencia del mercado", *European Financial Management*, vol. 4, n.º 1, marzo de 1998, 91-103.

Ding, Wenjie, Khelifa Mazouz y Qingwei Wang, "Sentimiento del inversor y sección transversal de los rendimientos de las acciones: nueva teoría y evidencia", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 53, n.º 2, agosto de 2019, 493-525.

Dong, Ming, David Hirshleifer y Siew Hong Teoh, "Sobrevaloración de las acciones y decisiones de financiación", *Review of Financial Studies*, vol. 25, n.º 12, diciembre de 2012, 3645-3683.

Donoho, David L., Robert A. Crenian y Matthew H. Scanlan, "¿Es la paciencia una virtud? El argumento objetivo a favor de la perspectiva a largo plazo en la evaluación de rendimientos", *Journal of Portfolio Management*, vol. 37, n.º 1, otoño de 2010, 105-120.

Dyck, Alexander, Karl V. Lins y Lukasz Pomorski, "¿Compensa la gestión activa? Nueva evidencia internacional", *Review of Asset Pricing Studies*, vol. 3, n.º 2, diciembre de 2013, 200-228.

Eaton, Gregory W., T. Clifton Green, Brian S. Roseman y Yanbin Wu, "Inversores individuales sin comisiones, operadores de alta frecuencia y calidad del mercado de valores", Documento de trabajo, marzo de 2021.

Ederington, Louis H., Jeremy Goh, Yen Teik Lee y Lisa Yang, "¿Son informativas las calificaciones de bonos? Evidencia de los cambios en el régimen regulatorio", *Journal of Fixed Income*, vol. 29, n.º 1, verano de 2019, 6-19.

Eliner, Liran y Botir Kobilov, «A la luna o nada: ¿Se benefician los inversores minoristas de las operaciones bursátiles inducidas por las redes sociales?», Documento de trabajo, diciembre de 2024.

Ellis, Charles D., "El juego del perdedor", *Financial Analysts Journal*, vol. 31, n.º 4, julio/agosto de 1975, 19-26.

_____, "¿El éxito empresarial perjudicará la profesión de gestión de inversiones?" *Revista de Gestión de Carteras*, primavera de 2001, 11-15.

Ellul, Andrew, Chotibhak Jotikasthira y Christian T. Lundblad, "Presión regulatoria y ventas de liquidación en el mercado de bonos corporativos", *Journal of Financial Economics*, vol. 101, n.º 3, septiembre de 2011, 596-620.

Engelberg, Joseph, "Procesamiento costoso de la información: evidencia de los anuncios de ganancias", Documento presentado en las reuniones de la AFA de San Francisco de 2009, 18 de enero de 2008.

Engelberg, Joseph, Caroline Sasseville y Jared Williams, "¿Locura de mercado? El caso del 'dinero loco'", *Ciencias de la Gestión*, Vol. 58, No. 2, febrero de 2012, 351-364.

Engelberg, Joseph, R. David McLean y Jeffrey Pontiff, "Anomalías y noticias", *Journal of Finance*, vol. 73, n.º 5, octubre de 2018, 1971-2001.

Fama, Eugene F., "Paseos aleatorios en los precios del mercado de valores", *Financial Analysts Journal*, vol. 21, n.º 5, septiembre/octubre de 1965, 55-59.

_____, "Mercados de capitales eficientes: una revisión de la teoría y el trabajo empírico", *Journal of Finance*, vol. 25, n.º 2, Mayo de 1970, 383-417.

_____, "Mercados de capitales eficientes: II", *Journal of Finance*, vol. 46, n.º 5, diciembre de 1991, 1575-1617.

_____, "Eficiencia del mercado, rentabilidad a largo plazo y finanzas conductuales", *Journal of Financial Economics*, vol. 49, n.º 3, septiembre de 1998, 283-306.

Fama, Eugene F., y Kenneth R. French, "La sección transversal de los rendimientos esperados de las acciones", *Journal of Finance*, vol. 47, n.º 2, junio de 1992, 427-465.

_____, "Un modelo de fijación de precios de activos de cinco factores", *Journal of Financial Economics*, vol. 116, n.º 1, abril de 2015, 1-22.

_____, "Rentabilidad a largo plazo", *Revista de estudios de precios de activos*, vol. 8, n.º 2, diciembre de 2018, 232-252.

Frago, Adam y Erik Hjalmarsson, "La rentabilidad de las acciones a largo plazo presenta una asimetría positiva", *Review of Finance*, vol. 27, n.º 2, marzo de 2023, 495-538.

Farboodi, Maryam, Dhruv Singal, Laura Veldkamp y Venky Venkateswaran, "Valuing Financial Data", *Review of Financial Studies*, vol. 38, núm. 3, marzo de 2025, 938-980.

Fedyk, Anastassia, "Noticias de primera plana: El efecto del posicionamiento de las noticias en los mercados financieros", *Journal of Finance*, vol. 79, n.º 1, febrero de 2024, 5-33.

Fedyk, Anastassia y James Hodson, "¿Cuándo puede el mercado identificar noticias antiguas?" *Journal of Financial Economics*, vol. 149, n.º 1, julio de 2023, 92-113.

Feng, Guan hao, Stefano Giglio, Dacheng Xiu, "Domesticando el zoológico de factores: una prueba de nuevos factores", *Journal of Finance*, vol. 75, n.º 3, junio de 2020, 1327-1370.

Feng, Lei y Mark S. Seasholes, "¿La sofisticación del inversor y la experiencia en el comercio eliminan los sesgos conductuales en los mercados financieros?" *Review of Finance*, vol. 9, n.º 3, 2005, 305-351.

Feldman, Todd y Shuming Liu, "Sentimiento contagioso de los inversores y mercados internacionales", *Journal of Portfolio Management*, vol. 43, n.º 4, verano de 2017, 125-136.

Fraiberger, Samuel P., Do Lee, Damien Puy y Romain Ranciere, "Sentimiento de los medios y precios internacionales de los activos", *Journal of International Economics*, vol. 133, noviembre de 2021, 103526.

Frazzini, Andrea, Owen A. Lamont, "Dinero tonto: flujos de fondos mutuos y la sección transversal de los rendimientos de las acciones", *Revista de Economía Financiera*, Vol. 88, No. 2, mayo de 2008, 299-322.

Frazzini, Andrea, Ronen Israel y Tobias Moskowitz, "Costos de transacción", Documento de trabajo de SSRN, agosto de 2018.

French, Kenneth R., "El costo de la inversión activa", *Journal of Finance*, vol. 63, n.º 4, agosto de 2008, 1537-1573.

Friesen, Geoffrey C., y Travis RA Sapp, "Flujos de fondos mutuos y rentabilidad de los inversores: un examen empírico de la capacidad de sincronización de los inversores de fondos", *Journal of Banking & Finance*, vol. 31, n.º 9, septiembre de 2007, 2796-2816.

Frydman, Roman, Nicholas Mangee y Josh Stillwagon, "Cómo el sentimiento del mercado impulsa las previsiones de rentabilidad de las acciones", *Journal of Behavioral Finance*, vol. 22, n.º 4, octubre-diciembre de 2021, 351-367.

Gabaix, Xavier y Ralph SJ Koijen, "En busca de los orígenes de las fluctuaciones financieras: la hipótesis del mercado inelástico", Documento de trabajo del NBER n.º 28967, junio de 2021.

Gao, Wenlian, "Duración del flujo de caja y reacciones del mercado a los anuncios de ganancias", *Revista de finanzas y contabilidad cuantitativas*, vol. 63, n.º 2, agosto de 2024, 679-714.

Gargano, Antonio, Alberto G. Rossi y Russ Wermers, "La Ley de Libertad de Información y la carrera hacia la adquisición de información", *Review of Financial Studies*, vol. 30, n.º 6, junio de 2017, 2179-2228.

Gârleanu, Nicolae y Lasse Heje Pedersen, "Mercados eficientemente ineficientes para activos y gestión de activos", *Revista de Finanzas*, Vol. 73, No. 4, agosto de 2018, 1663-1712.

_____, "Inversión activa y pasiva: Entendiendo el aforismo de Samuelson", *Revista de Estudios de Precios de Activos*, vol. 12, n.º 2, junio de 2022, 389-446.

Geanakoplos, John, "El ciclo del apalancamiento", *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 24, n.º 1, 2009, 1-66.

Gerding, Felix y Jonathan S. Hartley, "La hipótesis de los mercados elásticos", documento de trabajo, junio de 2025.

Gilbert, Thomas, Shimon Kogan, Lars Lochstoer y Ataman Ozyildirim, "La falta de atención de los inversores y el impacto en el mercado de las estadísticas resumidas", *Management Science*, vol. 58, n.º 2, febrero de 2012, 336-350.

Gilson, Ronald J., y Reinier H. Kraakman, "Los mecanismos de eficiencia del mercado", *Virginia Law Review*, vol. 70, No. 4, mayo de 1984, 549-644.

Glossner, Simon Alexander, Pedro Pablo Kuczynski, Stefano Ramello y Stefano Rossi, "¿Los inversores institucionales los mercados de renta variable en períodos de crisis? Evidencia de la COVID-19", *Management Science*, vol. 71, n.º 10, octubre de 2025, 8097-8993.

Glosten, Lawrence, Suresh Nallareddy y Yuan Zou, "Actividad de los ETF y eficiencia informativa de los valores subyacentes", *Management Science*, vol. 67, n.º 1, enero de 2021, págs. 22-47.

Gode, Dhananjay y Shyam Sunder, "Eficiencia asignativa de los mercados con operadores de inteligencia cero", *Journal of Political Economy*, vol. 101, n.º 1, febrero de 1993, 119-137.

Gödker, Katrin, Peiran Jiao y Paul Smeets, "Memoria del inversor", *Review of Financial Studies*, vol. 38, n.º 6, junio de 2025, 1595-1640.

Gompers, Paul A., y Andrew Metrick, "Inversores institucionales y precios de las acciones", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, n.º 1, febrero de 2001, 229-259.

Goyal, Amit y Sunil Wahal, "La selección y terminación de empresas de gestión de inversiones por parte de los patrocinadores de planes", *Journal of Finance*, vol. 63, n.º 4, agosto de 2008, 1805-1847.

Goyal, Amit, Antti Ilmanen y David Kabiller, "Malos hábitos y buenas prácticas", *Journal of Portfolio Management*, vol. 41, n.º 4, verano de 2015, 97-107.

Goyenko, Ruslan, Bryan Kelly, Tobias Moskowitz, Yinan Su y Chao Zhang, "Trading Volume Alpha", Documento de trabajo del NBER n.º w33037, octubre de 2025.

Granovetter, Mark, "Modelos de umbral del comportamiento colectivo", *American Journal of Sociology*, vol. 83, n.º 6, mayo de 1978, 1420-1443.

Greenwood, Robin "Curvas de demanda a corto y largo plazo para acciones: teoría y evidencia sobre la dinámica del arbitraje", *Journal of Financial Economics*, vol. 75, n.º 3, marzo de 2005, 607-649.

Greenwood, Robin y Andrei Shleifer, "Expectativas de rendimiento y rendimientos esperados", *Review of Financial Studies*, vol. 27, n.º 3, marzo de 2014, 714-746.

Greenwood, Robin y Annette Vissing-Jorgensen, "El impacto de las pensiones y los seguros en las curvas de rendimiento globales", Documento de trabajo 18-109 de la Harvard Business School, 29 de diciembre de 2018.

Greenwood, Robin, Andrei Shleifer y Yang You, "Burbujas para Fama", *Journal of Financial Economics*, Vol. 131, n.º 1, enero de 2019, 20-43.

Greenwood, Robin, Toomas Laarits y Jeffrey Wurgler, "Estímulo al mercado de valores", *Review of Financial Studies*, vol. 36, n.º 10, octubre de 2023, 4082-4112.

Greenwood, Robin y Marco Sammon, "El efecto del índice que desaparece", *Journal of Finance*, vol. 80, n.º 2, abril de 2025, 657-698.

Greenwood, Robin y Christian Stolborg, "Creencias de burbuja", Documento de trabajo, noviembre de 2025.

Griffin, Dale y Amos Tversky, "La ponderación de la evidencia y los determinantes de la confianza", *Psicología Cognitiva*, vol. 24, n.º 3, julio de 1992, 411-435.

Grinblatt, Mark y Matti Keloharju, "Búsqueda de sensaciones, exceso de confianza y actividad comercial", *Journal of Finance*, vol. 64, n.º 2, abril de 2009, 549-578.

Grossman, Sanford J., y Joseph E. Stiglitz, "Sobre la imposibilidad de mercados informacionalmente eficientes", *Revista Económica Estadounidense*, vol. 70, n.º 3, junio de 1980, 393-408.

Guo, Wei y Tieying Yu, "¿Qué valoran los inversores? Una revisión multidisciplinaria", *Journal of Management*, vol. 50, n.º 1, enero de 2024, 216-263.

Gurley, Bill, "Cómo perder por mucho: una perspectiva alternativa sobre el tamaño potencial del mercado de Uber", *Above the Crowd*, 11 de julio de 2014.

Haddad, Valentin, Paul Ho y Erik Loualiche, "Burbujas y el valor de la innovación", *Journal of Financial Economics*, vol. 145, n.º 1, julio de 2022, 69-84.

Haddad, Valentin y Tyler Muir, "¿Importan los intermediarios para los precios agregados de los activos?" *Journal of Finance*, vol. 76, n.º 6, diciembre de 2021, 2719-2761.

_____, "Macroestructura del mercado: instituciones y precios de los activos", *Annual Review of Financial Economics*, vol. 17, 2025, 133-150.

Haddad, Valentin, Paul Huebner y Erik Loualiche, "¿Qué tan competitivo es el mercado de valores? Teoría, evidencia de carteras e implicaciones para el auge de la inversión pasiva", *American Economic Review*, vol. 115, n.º 3 de marzo de 2025, 975-1018.

Haghani, Victor y Samantha McBride, "Return Chasing and Trend Following: Superficial Similarities Mask Fundamental Differences", Documento de trabajo de SSRN, 29 de enero de 2016.

Haigh, Michael S., y John A. List, "¿Los operadores profesionales muestran aversión a las pérdidas miope? Un análisis experimental", *Journal of Finance*, vol. 60, n.º 1, febrero de 2005, 523-534.

Han, Bing, David A. Hirshleifer y Johan Walden, "Sesgo de transmisión social y comportamiento del inversor", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 57, n.º 1, febrero de 2022, 390-412.

Hartzmark, Samuel M., y Kelly Shue, "Un acto difícil de seguir: efectos de contraste en los mercados financieros", *Journal of Finance*, vol. 73, n.º 4, agosto de 2018, 1567-1613.

Hartzmark, Samuel M. y Abigail B. Sussman, "Demanda independiente del precio", Documento de investigación de Chicago Booth n.º 25-12, julio de 2025.

Harvey, Campbell R., Yan Liu y Heqing Zhu, "... y la sección transversal de los rendimientos esperados", *Review of Financial Studies*, vol. 29, n.º 1, enero de 2016, 5-68.

Hayman, Genevieve y Raymond Ka-Kay Pang, "Replantar los mercados financieros como sistemas complejos: herramientas para el análisis del riesgo sistémico, la gestión de carteras y la inversión a nivel de sistema", Centro de Investigación y Políticas del CFA Institute, octubre de 2025.

Heimer, Rawley, Zwetelina Iliewa, Alex Imas y Martin Weber, "Inconsistencia dinámica en la elección arriesgada: evidencia del laboratorio y del campo", *American Economic Review*, vol. 115, n.º 1, enero de 2025, 330-363.

Hendershott, Terrence, Albert J Menkveld, Rémy Praz, Mark Seasholes, "Dinámica de los precios de los activos con atención limitada", *Review of Financial Studies*, vol. 35, n.º 2, febrero de 2022, 962-1008.

Hendrix, Kaitlin, Jerry Liu y Trey Roberts, "Medición de los costos de la reconstitución de índices: una perspectiva a 10 años", *Dimensional Fund Advisors Research*, julio de 2024.

Heston, Steven L., y Nitish Ranjan Sinha, "Noticias vs. Sentimiento: Predicción de la rentabilidad de las acciones a partir de noticias", *Revista de analistas financieros*, vol. 73, n.º 3, tercer trimestre de 2017, 67-83.

Hirshleifer, David, "Finanzas conductuales", *Annual Review of Financial Economics*, vol. 7, 2015, 133-159.

Hirshleifer, David y Siew Hong Teoh, "Atención limitada, divulgación de información e informes financieros", *Revista de Contabilidad y Economía*, Vol. 36, No. 1-3, diciembre de 2003, 337-386.

Hoberg, Gerard, Nitin Kumar y Nagpuranand Prabhala, "Competencia en fondos mutuos, habilidad gerencial y persistencia alfa", *Review of Financial Studies*, vol. 31, n.º 5, mayo de 2018, 1896-1929.

Hong, Harrison y Jeremy C. Stein, "Una teoría unificada de la subreacción, el trading de impulso y la sobrereacción en los mercados de activos", *Journal of Finance*, vol. 54, n.º 6, diciembre de 1999, 2143-2184.

Hong, Harrison, Terence Lim y Jeremy C. Stein, "Las malas noticias se propagan lentamente: tamaño, cobertura de los analistas y rentabilidad de las estrategias de impulso", *Journal of Finance*, vol. 55, n.º 1, febrero de 2000, 265-295.

_____, "Desacuerdo y el mercado de valores", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, n.º 2, primavera de 2007, 109-128.

Hou, Kewei, Chen Xue y Lu Zhang, "Replicando anomalías", *Revista de estudios financieros*, vol. 33, n.º 5, mayo de 2020, 2019-2133.

Hribar, Paul y John McInnis, "Sentimiento de los inversores y errores en las previsiones de beneficios de los analistas", *Management Science*, vol. 58, n.º 2, febrero de 2012, 293-307.

Huang, Da, "El auge de la inversión pasiva y la habilidad en la gestión activa de fondos mutuos", Documento de trabajo, junio de 2024.

Huang, Dashan, Fuwei Jiang, Jun Tu y Guofu Zhou, "Alineación del sentimiento de los inversores: un predictor poderoso de la rentabilidad de las acciones", *Review of Financial Studies*, vol. 28, n.º 3, marzo de 2015, 791-837.

Huberman, Gur y Tomer Regev, "Especulación contagiosa y una cura para el cáncer: un suceso inexistente que disparó los precios de las acciones", *Journal of Finance*, vol. 56, n.º 1, febrero de 2001, 387-396.

Ilmanen, Antti, "¿Quién está al otro lado?" Presentación en el Grupo Q, otoño de 2016.

Imas, Alex, "El efecto de realización: toma de riesgos después de pérdidas realizadas versus pérdidas en papel", *American Economic Review*, vol. 106, n.º 8, agosto de 2016, 2086-2109.

Jensen, Theis Ingerslev, Bryan Kelly y Lasse Heje Pedersen, "¿Existe una crisis de replicación en las finanzas?" *Revista de Finanzas*, Vol. 78, No. 5, octubre de 2023, 2465-2518.

Ioannidis, John PA, TD Stanley y Hristos Doucouliagos, "El poder del sesgo en la investigación económica", *Revista Económica*, Vol. 127, No. 605, octubre de 2017, F236-F265.

Iqbal, Kazi, Asadul Islam, John A. List y Vy Nguyen, "Aversión a las pérdidas miope y decisiones de inversión: del laboratorio al campo", Documento de trabajo NBER 28730, abril de 2021.

Israel, Ronen, Tobias Moskowitz, Adrienne Ross, Laura Serban, "Implementando Momentum: ¿Qué hemos aprendido?" Documento de trabajo de SSRN, diciembre de 2017.

Jacobs, Heiko y Sebastian Müller, "Anomalías en todo el mundo: antes públicas, ahora inexistentes", *Journal of Financial Economics*, vol. 135, n.º 1, enero de 2020, 213-230.

Jain, Kalash y Dian Jiao, "Aprovechando la miopía: la rentabilidad de la inversión a largo plazo", documento de trabajo, septiembre de 2025.

Jensen, Michael C., "Algunas evidencias anómalas sobre la eficiencia del mercado", *Journal of Financial Economics*, vol. 6, núms. 2-3, junio-septiembre de 1978, 95-101.

Jiang, George, Ke Shen, Russ Wermers y Tong Yao, "Intensidad de la información y rendimiento de los fondos mutuos", Documento de trabajo de SSRN, 13 de noviembre de 2025.

Jiang, Hao, Dimitri Vayanos y Lu Zheng, "Inversión pasiva y el auge de las megaempresas", *Revista de Estudios Financieros*, vol. 38, n.º 12, diciembre de 2025, 3461-3496.

Jung, Jeeman y Robert J. Shiller, "El aforismo de Samuelson y el mercado de valores", *Economic Inquiry*, vol. 43, n.º 2, abril de 2005, 221-228.

Kacperczyk, Marcin, Clemens Sialm y Lu Zheng, "Acciones no observadas de fondos mutuos", *Review of Financial Studies*, vol. 21, núm. 6, noviembre de 2008, 2379-2416.

Kacperczyk, Marcin, Stijn Van Nieuwerburgh y Laura Veldkamp, "A Rational Theory of Mutual Funds' Attention Allocation", *Econometrica*, Vol. 84, No. 2, marzo de 2016, 571-626.

Kahneman, Daniel y Amos Tversky, "Teoría de la perspectiva: un análisis de la toma de decisiones bajo riesgo", *Econometrica*, vol. 47, n.º 2, marzo de 1979, 263-292.

Kaul, Aditya, Vikas Mehrotra, Randall Morck, "Las curvas de demanda de acciones sí tienen pendiente descendente: nuevas evidencias de un ajuste de ponderaciones de índices", *Journal of Finance*, vol. 55, n.º 2, abril de 2000, 893-912.

Kogan, Shimon, Tobias J. Moskowitz, Marina Niessner, "Noticias falsas en los mercados financieros", Documento de trabajo, abril de 2021.

Kolata, Gina, "Esperanza en el laboratorio: Un asombro cauteloso recibe a los fármacos que erradican tumores en ratones", *New York Times*, 3 de mayo de 1998.

Kong, Ling-Wei, Lucas Gallart, Abigail G. Grassick, Jay W. Love, Amlan Nayak y Andrew M. Hein, "Una breve historia natural de la desinformación", *Journal of the Royal Society Interface*, vol. 22, n.º 233, 1 de diciembre de 2025, 20250161.

Kothari, SP y Jerold B. Warner, "Econometría de los estudios de eventos", en *Manual de finanzas corporativas empíricas*, vol. 1, Bjørn Espen Eckbo, ed. (Ámsterdam: North Holland Publishing Company, 2007), 3-36.

Kruttili, Mathias S., Phillip J. Monin, Lubomir Petrasek y Sumudu W. Watugala, "¿LTCM Redux? Negociación de tesorería de fondos de cobertura, fragilidad de la financiación y restricciones de riesgo", *Journal of Financial Economics*, vol. 169, julio de 2025, 104017.

Kumar, Alok, "¿Quién apuesta en el mercado de valores?" *Journal of Finance*, vol. 64, n.º 4, agosto de 2009, 1889-1933.

Kunte, Shreenivas, "La mentalidad de manada: finanzas conductuales y sesgos de los inversores", *Enterprising Investor*, 6 de agosto de 2015.

Laarits, Toomas y Jeffrey Wurgler, "El comportamiento de investigación de los inversores individuales", Documento de trabajo del NBER n.º 33625, marzo de 2025.

Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer y Robert Vishny, "Inversión contraria, extrapolación y riesgo", *Journal of Finance*, vol. 49, n.º 5, diciembre de 1994, 1541-1578.

Lamont, Owen, "No culpes a la indexación de tus problemas" *Owenomics: Acadian Asset Management*, 27 de febrero de 2024.

Lamont, Owen A., y Richard H. Thaler, "Anomalías: La ley de un solo precio en los mercados financieros", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, n.º 4, otoño de 2003, 191-202.

Lan, Chunhua, Fabio Moneta y Russell R. Wermers, "Holding Horizon: A New Measure of Active Investment Management", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 59, n.º 4, junio de 2024, 1471-1515.

Larson, Francis, John A. List, Robert D. Metcalfe, "¿Puede la aversión a las pérdidas miope explicar el enigma de la prima de riesgo de las acciones? Evidencia de un experimento de campo natural con operadores profesionales", Documento de trabajo del NBER n.º 22605, septiembre de 2016.

LeBaron, Blake, "Eficiencia del mercado financiero en un entorno coevolutivo", Actas del Taller sobre Simulación de Agentes Sociales: Arquitecturas e Instituciones, Laboratorio Nacional Argonne y Universidad de Chicago, octubre de 2000, Argonne 2001, 33-51.

Lee, Boram y Yulia Veld-Merkoulova, "Aversión a las pérdidas miope e inversiones en acciones: un estudio empírico de inversores privados", *Journal of Banking & Finance*, vol. 70, septiembre de 2016, 235-246.

Lee, Charles MC, "Eficiencia del mercado con información costosa", en Weili Ge, Allison Koester, Sarah McVay, eds., *Manual sobre el entorno de la información financiera* (Cheltenham: Reino Unido, Edward Elgar Publishing, 2025).

Lee, Charles MC y Eric So, "Alphanomics: Los fundamentos informacionales de la eficiencia del mercado", *Fundamentos y tendencias en contabilidad*, vol. 9, n.º 2-3, 2014, 59-258.

Leuz, Christian, Steffen Meyer, Maximilian Muhn, Eugene Soltes y Andreas Hackethalg, "¿Quién cae presa del Lobo de Wall Street? La participación de los inversores en la manipulación del mercado", *Management Science*, de próxima publicación.

Lev, Baruch, "Sobre la utilidad de las ganancias y la investigación de ganancias: lecciones y direcciones de dos Décadas de investigación empírica", *Revista de Investigación Contable*, Vol. 27, 1989, 153-192.

Li, Jun y Jianfeng Yu, "Atención del inversor, anclas psicológicas y predictibilidad del retorno de las acciones", *Journal of Financial Economics*, vol. 104, n.º 2, mayo de 2012, 401-419.

Lim, Sonya S., y Siew Hong Teoh, "Atención limitada", en H. Kent Baker y John R. Nofsinger, eds., *Finanzas conductuales: inversores, corporaciones y mercados* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2010), 295-312.

Ling, Chi F., y Simon GM Koo, "Sobre la prima de valor, Parte II: Las explicaciones", *Journal of Mathematical Finance*, Vol. 2, No. 1, febrero de 2012, 66-74.

Linnainmaa, Juhani T., "Sesgo de supervivencia inverso", *Journal of Finance*, vol. 68, núm. 3, junio de 2013, 789-813.

Liu, Hong y Yajun Wang, "Inversión en índices y determinación de precios", Documento de trabajo, septiembre de 2018.

Liu, Jing y Jacob Thomas, "Rentabilidad de las acciones y ganancias contables". *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, No. 1, Primavera 2000, 71-101.

Loewenstein, George y Zachary Wojtowicz, "La economía de la atención", *Journal of Economic Literature*, vol. 63, n.º 3, septiembre de 2025, 1038-1089.

Lorenz, Jan, Heiko Rauhut, Frank Schweitzer y Dirk Helbing, "Cómo la influencia social puede socavar la sabiduría del efecto de la multitud", *PNAS*, vol. 108, n.º 22, 31 de mayo de 2011, 9020-9025.

Lou, Dong, "Una explicación basada en el flujo para la predictibilidad del retorno", *Review of Financial Studies*, vol. 25, n.º 12, diciembre de 2012, 3457-3489.

Ma, Yiming, Kairong Xiao y Yao Zeng, "Transformación de la liquidez de los fondos mutuos y fuga inversa hacia la liquidez", *Revista de Estudios Financieros*, Vol. 35, No. 10, octubre de 2022, 4674-4711.

MacKenzie, Donald, "Gestión de capital a largo plazo y sociología del arbitraje", *Economía y Sociedad*, vol. 32, n.º 3, agosto de 2003, 349-380.

MacKinley, A. Craig, "Estudios de eventos en economía y finanzas", *Journal of Economic Literature*, vol. 35, n.º 1, marzo de 1997, 13-39.

Madden, Gerald P., Kenneth P. Nunn Jr. y Alan Wiemann, "Rendimiento de los fondos mutuos y capitalización de mercado", *Financial Analysts Journal*, vol. 42, n.º 4, julio-agosto de 1986, 67-70.

Madhavan, Ananth N., y Kewei Ming, "Los costos ocultos del reequilibrio de índices", *Journal of Investing*, vol. 12, n.º 3, otoño de 2003, 29-35.

Malkiel, Burton G., "Reflexiones sobre la hipótesis del mercado eficiente: 30 años después", *Financial Review*, vol. 40, n.º 1, febrero de 2005, 1-9.

Mancini, Anna, Antonio Desiderio, Riccardo Di Clemente y Giulio Cimini, "Consenso autoinducido de los usuarios de Reddit para caracterizar la presión a corto plazo de GameStop", *Nature Scientific Reports*, vol. 12, agosto de 2022, 13780.

Mandelbrot, Benoit, "Pronósticos de precios futuros, mercados imparciales y modelos de 'martingala'", *Journal of Business*, vol. 39, n.º 1, enero de 1966, 242-255.

Mangee, Nicholas, "Swings and Fundamentals of Stock Price Swings and The Role of Knightian Uncertainty," *International Review of Financial Analysis*, Vol. 91, enero de 2024, 102987.

Mann, Richard P., y Dirk Helbing, "Incentivos óptimos para la inteligencia colectiva", *PNAS*, vol. 114, n.º 20, 16 de mayo de 2017, 5077-5082.

Mansi, Sattar, Lin Peng, Jianping Qi y Han Shi, "Atención del inversor y uso de información privilegiada", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 60, n.º 5, agosto de 2025, 2293-2333.

Martin, Ian WR y Stefan Nagel, "Eficiencia del mercado en la era del Big Data", *Journal of Financial Economics*, vol. 145, n.º 1, julio de 2022, 154-177.

Massey, Cade y George Wu, "Detección de cambios de régimen: las causas de la reacción insuficiente y excesiva", *Ciencias de la Gestión*, Vol. 51, No. 6, junio de 2005, 932-947.

Mauboussin, Michael J., "Revisando la eficiencia del mercado: El mercado de valores como un sistema adaptativo complejo", *Revista de Finanzas Corporativas Aplicadas*, Vol. 14, No. 4, Invierno de 2002, 47-55.

_____, "Las verdaderas medidas del éxito", *Harvard Business Review*, vol. 90, n.º 10, octubre de 2012, 45-56.

Maurin, Vincent, David T. Robinson y Per Strömberg, "Una teoría de la liquidez en el capital privado", *Management Science*, vol. 69, n.º 10, octubre de 2023, 5695-6415.

Mazur, Mieszko, "Creación de oportunidades de fusiones y adquisiciones a través de escisiones corporativas", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 27, n.º 3, verano de 2015, 137-143.

Mbanga, Cedric, Ali F. Darrat, Jung Chul Park, "Sentimiento del inversor y rentabilidad agregada de las acciones: el papel de la atención del inversor", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 53, n.º 2, agosto de 2019, 397-428.

McConnell, John J., y Alexei V. Ovtchinnikov, "Previsibilidad de los rendimientos de las escisiones a largo plazo", *Journal of Investment Management*, vol. 2, n.º 3, tercer trimestre de 2004, 35-44.

McConnell, John J., Steven E. Sibley y Wei Xu, "El rendimiento del precio de las acciones de las subsidiarias escindidas, sus matrices y el ETF escindido, 2001-2013", *Journal of Portfolio Management*, vol. 42, n.º 1, otoño de 2015, 143-152.

McLean, R. David y Jeffrey Pontiff, "¿Destruye la investigación académica la predictibilidad de la rentabilidad de las acciones?" *Journal of Finance*, vol. 71, n.º 1, febrero de 2016, 5-32.

Miao, Bin, Siew Hong Teoh y Zinan Zhu, "Atención limitada, divulgación del estado de flujos de efectivo y valoración de devengos", *Review of Accounting Studies*, vol. 21, n.º 2, junio de 2016, 473-515.

Miao, Hannah, "¿A quién llamas dinero tonto? A los inversores comunes les va muy bien", *Wall Street Journal*, 23 de octubre de 2023.

Moore, Don A., y Derek Schatz, "Las tres caras del exceso de confianza", *Social and Personality Psychology Compass*, vol. 11, n.º 8, agosto de 2017, e12331.

Moskowitz, Tobias J., "Valoración de activos y apuestas deportivas", *Journal of Finance*, vol. 76, n.º 6, diciembre de 2021, 3153-3209.

Moskowitz, Tobias J., y Kaushik Vasudevan, "Apostar sin beta", Documento de trabajo, mayo de 2022.

Moskowitz, Tobias J., y Robert F. Stambaugh, "Fijación de precios sin precios erróneos", Documento de trabajo del NBER n.º 29016, septiembre de 2025.

Nadauld, Taylor D., Berk A. Sensoy, Keith Vorkink y Michael S. Weisbach, "El costo de liquidez de las inversiones de capital privado: evidencia de transacciones en el mercado secundario", *Journal of Financial Economics*, vol. 132, n.º 3, junio de 2019, 158-181.

Nanda, Vikram, Wei Wu y Xing Zhou, "Similitudes de inversión entre compañías de seguros: riesgo de venta en caso de incendio y diferenciales de rendimiento corporativo", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 54, n.º 6, diciembre de 2019, 2543-2574

Nanigian, David, "El historial de rendimiento de los fondos mutuos activos frente a los pasivos", *Journal of Investing*, vol. 31, n.º 3, abril de 2022, 10-22.

Naranjo, Andy, Mahendrarajah Nimalendran y Yanbin Wu, "Apostando por rendimientos esquivos: el comercio minorista de opciones complejas", Documento de trabajo, octubre de 2025.

Novy-Marx, Robert, "La otra cara del valor: la prima de rentabilidad bruta", *Journal of Financial Economics*, vol. 108, n.º 1, abril de 2013, 1-28.

Ozik, Gideon, Ronnie Sadka y Siyi Shen, "Aplanar la curva de iliquidez: Comercio minorista durante el confinamiento por COVID-19", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 56, n.º 7, noviembre de 2021, 2356-2388.

Pagano, Michael S., John Sedunov y Raisa Velthuis, "¿Cómo respondieron los inversores minoristas a la pandemia de COVID-19? El efecto de los clientes de corretaje de Robinhood en la calidad del mercado", *Finance Research Letters*, vol. 43, noviembre de 2021, 101946.

Palia, Darius y Stanislav Sokolinski, "Préstamos estratégicos de inversores pasivos", *Review of Finance*, vol. 28, n.º 5, septiembre de 2024, 1537-1573.

Patel, Nimesh e Ivo Welch, "Rentabilidad extendida de las acciones en respuesta a los cambios del índice S&P 500", *Review of Asset Pricing Studies*, vol. 7, n.º 2, diciembre de 2017, 172-208.

Pedersen, Lasse Heje, "Cuando todos corren hacia la salida", *Revista Internacional de Banca Central*, Vol. 5, No. 4 de diciembre de 2009, 177-199.

_____, "Afilando la aritmética de la gestión activa", *Financial Analysts Journal*, vol. 74, n.º 1, primer trimestre de 2018, 21-36.

_____, "Que empiece el juego: Redes sociales y mercados", *Revista de Economía Financiera*, vol. 146, n.º 3, diciembre 2022, 1097-1119.

Petajisto, Antti, "¿Por qué las curvas de demanda de acciones tienen pendiente descendente?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 44, No. 5, octubre de 2009, 1013-1044.

_____, "La prima del índice y su coste oculto para los fondos indexados", *Journal of Empirical Finance*, vol. 18, n.º 2, Marzo de 2011, 271-288.

_____, "Ineficiencias en la fijación de precios de los fondos cotizados en bolsa", *Financial Analysts Journal*, vol. 73, n.º 1, Primavera de 2017, 24-54.

Pástor, Ľuboš y Robert F Stambaugh, "Riesgo de liquidez y rentabilidad esperada de las acciones", *Journal of Political Economy*, vol. 111, n.º 3, junio de 2003, 642-685.

_____, "Riesgo de liquidez después de 20 años", *Critical Finance Review*, vol. 8, núms. 1-2, 2019, 277-299.

Pástor, Ľuboš y Pietro Veronesi, "Aprendizaje en los mercados financieros", *Annual Review of Financial Economics*, vol. 1, 2009, 361-381.

Patton, Andrew J., y Brian M. Weller, "Lo que ves no es lo que obtienes: los costos de operar con anomalías del mercado", *Journal of Financial Economics*, vol. 137, n.º 2, agosto de 2020, 515-549.

Petersson, Ingrid Alexandra Louise y Kasper SR Thomsen, "El efecto de la inversión pasiva en la eficiencia del mercado: un estudio empírico del mercado de valores estadounidense (1989-2018)", Tesis de maestría de la Escuela de Negocios de Copenhague, 15 de mayo de 2019.

Popescu, Marius y Zhaojin Xu, "Gestión de la liquidez de los fondos mutuos y afiliación familiar", *Finance Research Letters*, vol. 66, agosto de 2024, 105681.

Raddatz, Claudio E., "Restricciones regulatorias y límites de los participantes autorizados al arbitraje de ETF durante la turbulencia del mercado: evidencia del episodio de la carrera por el efectivo", *Journal of Banking & Finance*, vol. 179, octubre de 2025, 107499.

Roberts, Harry V., "Patrones del mercado de valores y análisis financiero: sugerencias metodológicas", *Journal of Finance*, vol. 14, n.º 1, marzo de 1959, 1-10.

Rohleder, Martin, Dominik Schulte, Janik Syryca y Marco Wilkens, "Habilidad para la selección de acciones en fondos mutuos: nuevas evidencias de la negociación motivada por la valoración frente a la motivada por la liquidez", *Financial Management*, vol. 47, n.º 2, verano de 2018, 309-347.

Roll, Richard, "Discurso presidencial: R2", *Journal of Finance*, vol. 43, n.º 3, julio de 1988, 541-566.

Russo, J. Edward y Paul JH Schoemaker, "Gestión del exceso de confianza", *Sloan Management Review*, vol. 33, No. 2, Invierno de 1992, 7-17.

Salganik, Matthew J., Peter Sheridan Dodds y Duncan J. Watts, "Estudio experimental de la desigualdad y la imprevisibilidad en un mercado cultural artificial", *Science*, vol. 311, n.º 5762, 10 de febrero de 2006, 854-856.

Sammon, Marco, "Propiedad pasiva e información sobre precios", Documento de trabajo, marzo de 2024.

Sammon, Marco y John J. Shim, "Reequilibrio de índices y composición del mercado bursátil: ¿Los índices anticipan los movimientos del mercado?", Documento de trabajo, septiembre de 2025.

_____, "¿Quién equilibra el mercado cuando operan los inversores pasivos?" Documento de trabajo, noviembre de 2025.

Scherbina, Anna D. y Bernd Schlusche, "Burbujas de precios de activos: una encuesta", *Finanzas cuantitativas*, vol. 14, núm. 4, 2014, 589-604.

_____, "Sigue al líder: Utilizando el mercado de valores para descubrir flujos de información entre empresas", *Revista de Finanzas*, vol. 24, n.º 1, febrero de 2020, 189-225.

Schmidt-Engelbertz, Paul y Kaushik Vasudevan, "Especulando sobre creencias de orden superior", *Review of Financial Studies*, vol. 38, n.º 8, agosto de 2025, 2434-2466.

Schnuerch, Robert y Henning Gibbons, "Una revisión de los mecanismos neurocognitivos de la conformidad social", *Psicología Social*, Vol. 45, No. 6, noviembre de 2014, 466-478.

Schoemaker, Paul JH y George S. Day, "Cómo interpretar señales débiles", *MIT Sloan Management Review*, vol. 50, n.º 3, primavera de 2009, 80-89.

Schwartz, Marcel y Matthias X. Hanauer, "Formula Investing", *Journal of Portfolio Management*, vol. 51, núm. 6 de abril de 2025, 28-50.

Seasholes, Mark S., y Guojun Wu, "Comportamiento predecible, ganancias y atención", *Journal of Empirical Finance*, vol. 14, n.º 5, diciembre de 2007, 590-610.

Shao, Shuai, Robert Stoumbos y Frank Zhang, "El poder de la información fundamental de la empresa para explicar la rentabilidad de las acciones", *Review of Accounting Studies*, vol. 26, n.º 4, diciembre de 2021, 1249-1289.

Sharpe, William F., "Precios de los activos de capital: una teoría del equilibrio de mercado en condiciones de riesgo", *Journal of Finance*, vol. 19, n.º 3, septiembre de 1964, 425-442.

_____, "La aritmética de la gestión activa", *Financial Analysts Journal*, vol. 47, n.º 1, enero/febrero. 1991, 7-9.

Shiller, Robert J., "¿Los precios de las acciones fluctúan demasiado como para justificarse por los cambios posteriores en los dividendos?" *Revista Económica Estadounidense*, vol. 71, n.º 3, junio de 1981, 421-436.

_____, "Precios de las acciones y dinámica social", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2, 1984, 457-510.

_____, "Economía narrativa", *American Economic Review*, vol. 107, n.º 4, abril de 2017, 967-1004.

Shiv, Baba, George Loewenstein, Antoine Bechara, Hanna Damasio y Antonio R. Damasio, "Comportamiento de inversión y el lado negativo de la emoción", *Psychological Science*, vol. 16, n.º 6, junio de 2005, 435-439.

Shleifer, Andrei y Robert W. Vishny, "Los límites del arbitraje", *Journal of Finance*, vol. 52, n.º 1, marzo de 1997, 35-55.

_____, "Liquidaciones en finanzas y macroeconomía", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 25, n.º 1, invierno. 2011, 29-48.

Sloan, Richard G., y Haifeng You, "Transferencias de riqueza a través de transacciones de acciones", *Journal of Financial Economics*, vol. 118, n.º 1, octubre de 2015, 93-112.

Smith, Vernon L., Gerry L. Suchanek y Arlington W. Williams, "Burbujas, colapsos y expectativas endógenas en mercados experimentales de activos al contado", *Econometrica*, vol. 56, n.º 5, septiembre de 1988, 1119-1151.

Soros, George, "Teoría general de la reflexividad", *Financial Times*, 26 de octubre de 2009.

Stambaugh, Robert F., "Ruido y tendencias de inversión", *Journal of Finance*, vol. 69, n.º 4, agosto de 2014, 1415-1453.

Stein, Jeremy C., "Inversores y eficiencia del mercado", *Journal of Finance*, vol. 64, n.º 4, agosto de 2009, 1517-1548.

Stewart, Scott D., "Rendimiento, percepción y selección de gerentes", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 48, n.º 5, abril de 2022, 87-103.

Stewart, Scott D., John J. Neumann, Christopher R. Knittel y Jeffrey Heisler, "Ausencia de valor: un análisis de las decisiones de asignación de inversiones por parte de los patrocinadores de planes institucionales", *Financial Analysts Journal*, vol. 65, n.º 6, noviembre/diciembre de 2009, 34-51.

Stice-Lawrence, Lorien, Yu Ting Forester Wong, Wuyang Zhao, "Apriete de posiciones cortas tras ataques de venta en corto", *Revista de Investigación Contable*, Vol. 63, No. 3, junio de 2025, 1187-1236.

Sui, Pengfei, "Impacto variable en el tiempo del sentimiento de los inversores", Documento de trabajo, febrero de 2021.

Tasitsiomi, Iro, "Sobre los costes ocultos de la inversión pasiva", Documento de trabajo, junio de 2025.

Tetlock, Paul C., "Todas las noticias que merecen ser reimprimas: ¿Reaccionan los inversores ante la información obsoleta?", *Review of Financial Studies*, vol. 24, n.º 5, mayo de 2011, 1481-1512.

Thaler, Richard H., "Economía del comportamiento: pasado, presente y futuro", *American Economic Review*, vol. 106, n.º 7, julio de 2016, 1577-1600.

Titman, Sheridan, KC John Wei y Feixue Xie, "Desarrollo del mercado y el efecto del crecimiento de los activos: evidencia internacional", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 48, n.º 5, octubre de 2013, 1405-1432.

Treynor, Jack L., "Inversión a largo plazo", *Financial Analysts Journal*, vol. 32, n.º 3, mayo/junio de 1976, 56-59.

Tversky, Amos y Daniel Kahneman, "Creencia en la ley de los números pequeños", *Psychological Bulletin*, vol. 76, n.º 2, agosto de 1971, 105-110.

van Binsbergen, Jules H. y Christian Opp, "Real Anomalies", *Journal of Finance*, vol. 74, n.º 4, agosto de 2019, 1659-1706.

van Binsbergen, Jules H., Martijn Boons, Christian C. Opp y Andrea Tamoni, "Valoración (incorrecta) dinámica de activos: anomalías de acumulación versus resolución", *Journal of Financial Economics*, vol. 147, n.º 2, febrero de 2023, 406-431.

Vayanos, Dimitri y Paul Woolley, "Una teoría institucional del momentum y la reversión", *Review of Financial Studies*, vol. 26, n.º 5, mayo de 2013, 1087-1145.

Veld, Chris y Yulia V. Veld-Merkoulova, "Creación de valor a través de spinoffs: una revisión de la evidencia empírica", *International Journal of Management Reviews*, vol. 11, n.º 4, diciembre de 2009, 407-420.

Verrecchia, Robert E., "Creencias consensuales, adquisición de información y eficiencia de la información de mercado", *Revista Económica Estadounidense*, vol. 70, n.º 5, diciembre de 1980, 874-884.

von Beschwitz, Bastian, Sandro Lunghi y Daniel Schmidt, "Arbitraje fundamental bajo el microscopio: evidencia a partir de datos detallados de transacciones de fondos de cobertura", *Review of Asset Pricing Studies*, vol. 12, n.º 1, marzo de 2022, 199-242.

von Beschwitz, Bastian, Pekka Honkanen y Daniel Schmidt, "Propiedad pasiva y venta en corto", *Review of Finance*, vol. 29, n.º 4, julio de 2025, 1137-1188.

Von Moltke, Felix y Torsten Sløk, "Evaluación del impacto de la inversión pasiva a lo largo del tiempo: mayor volatilidad, menor liquidez y mayor concentración", *Apollo Academy*, noviembre de 2024.

Vuolteenaho, Tuomo, "¿Qué impulsa la rentabilidad de las acciones a nivel de empresa?" *Journal of Finance*, vol. 57, n.º 1, febrero de 2002, 233-264.

Warnock, Francis E., y Veronica Cacadac Warnock, "Flujos de capital internacionales y tasas de interés en EE. UU." Documento de debate de la Reserva Federal, número 840, septiembre de 2005.

Watanabe, Akiko, Yan Xu, Tong Yao y Tong Yu, "El efecto del crecimiento de los activos: perspectivas para los mercados internacionales de renta variable", *Journal of Financial Economics*, vol. 108, n.º 2, mayo de 2013, 259-263.

Watts, Duncan J., "Un modelo simple de cascadas globales en redes aleatorias", *PNAS*, vol. 99, n.º 9, 30 de abril de 2002, 5766-5771.

Wei, Jason, "Sesgos de comportamiento en el mercado de bonos corporativos", *Journal of Empirical Finance*, vol. 46, marzo de 2018, 34-55.

Welch, Ivo, "Comportamiento gregario entre analistas de valores", *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n.º 3, diciembre de 2000, 369-396.

Wermers, Russ, "Rendimiento de los fondos mutuos: una descomposición empírica en talento para la selección de acciones, estilo, costos de transacción y gastos", *Journal of Finance*, vol. 55, n.º 4, agosto de 2000, 1655-1695.

Wurgler, Jeffrey, "Mercados financieros y asignación de capital", *Journal of Financial Economics*, vol. 58, núms. 1-2, diciembre de 2000, 187-214.

Wurgler, Jeffrey y Ekaterina Zhuravskaya, "¿El arbitraje aplana las curvas de demanda de acciones?" *Journal of Business*, vol. 75, n.º 4, octubre de 2002, 583-608.

Xie, Chloe, "Comercio informado a partir de anuncios de ganancias", *Journal of Accounting Research*, de próxima publicación.

Yang, David C., y Fan Zhang, "Hay que tener cuidado cuando los hogares son codiciosos: la participación del patrimonio familiar y la rentabilidad esperada del mercado", Documento de trabajo de SSRN, septiembre de 2017.

Yeh, Chia-Hsuan y Shu-Heng Chen, "Diversidad de mercado y eficiencia de mercado: el enfoque basado en programación genética", *AISB Journal*, vol. 1, n.º 1, diciembre de 2001, 147-167.

Zenner, Marc, Evan Junek y Ram Chivukula, "Reducirse para crecer: tendencias en evolución en las escisiones corporativas", *Revista de Finanzas Corporativas Aplicadas*, Vol. 27, No. 3, Verano de 2015, 131-136.

Zhong, Ligang, Xiaoya (Sara) Ding y Nicholas SP Tay, "El impacto en los rendimientos de las acciones de la concentración de fondos mutuos", *Journal of Portfolio Management*, vol. 43, n.º 4, verano de 2017, 87-99.

Zuninoa, Luciano, Massimiliano Zanin, Benjamin M. Tabak, Darío G. Pérez y Osvaldo A. Rosso, "Plano de causalidad complejidad-entropía: un enfoque útil para cuantificar la ineficiencia del mercado de valores", *Physica A*, vol. 389, n.º 9, 1 de mayo de 2010, 1891-1901.

Zweig, Jason, "Las lecciones del Primero de Mayo de 1975 siguen vigentes hoy: El inversor inteligente", *Wall Street Journal*, 30 de abril de 2015.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Las opiniones, puntos de vista y/o análisis expresados son los del autor a la fecha de elaboración de este material y están sujetos a cambios en cualquier momento debido a las condiciones del mercado o la economía, y no necesariamente se materializarán. Asimismo, dichas opiniones no se actualizarán ni revisarán para reflejar información que se disponga posteriormente, circunstancias existentes o cambios que se produzcan después de la fecha de publicación.

Las opiniones expresadas no reflejan las opiniones de todo el personal de inversión de Morgan Stanley Investment Management (MSIM) y sus subsidiarias y afiliadas (en adelante, "la Firma"), y pueden no estar reflejadas en todas las estrategias y productos que ofrece la Firma.

Las previsiones y/o estimaciones aquí presentadas están sujetas a cambios y es posible que no lleguen a cumplirse.

La información relativa a la rentabilidad esperada y las perspectivas del mercado se basa en la investigación, el análisis y las opiniones de los autores o del equipo de inversión. Estas conclusiones son de carácter especulativo, podrían no materializarse y no pretenden predecir el rendimiento futuro de ninguna estrategia o producto específico que ofrezca la empresa.

Los resultados futuros pueden diferir significativamente dependiendo de factores como cambios en los mercados de valores o financieros o las condiciones económicas generales.

El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este material se ha elaborado a partir de información pública, datos internos y otras fuentes externas consideradas fiables. Sin embargo, no se ofrece ninguna garantía sobre la fiabilidad de dicha información, y la Firma no ha verificado de forma independiente la información obtenida de fuentes públicas y externas. Las opiniones expresadas en los libros y artículos citados en este documento técnico no son necesariamente compartidas por la Firma.

Este material es una comunicación general, no imparcial, elaborada únicamente con fines informativos y educativos. No constituye una oferta ni una recomendación para comprar o vender ningún valor en particular, ni para adoptar ninguna estrategia o producto de inversión específico. El material aquí contenido no se basa en la consideración de las circunstancias individuales de ningún cliente y no constituye asesoramiento de inversión, ni debe interpretarse como asesoramiento fiscal, contable, legal o regulatorio. Por lo tanto, los inversores deben buscar asesoramiento legal y financiero independiente, incluyendo asesoramiento sobre las consecuencias fiscales, antes de tomar cualquier decisión de inversión.

Los gráficos y diagramas que se incluyen en este documento tienen fines meramente ilustrativos. Cualquier valor mencionado en este documento se incluye únicamente con fines ilustrativos y no debe interpretarse como una recomendación de inversión.

El índice S&P 500® mide el rendimiento del segmento de grandes capitalizaciones del mercado de renta variable estadounidense, que abarca aproximadamente el 80 % del mismo. El índice incluye 500 empresas líderes en los sectores más importantes de la economía estadounidense. El índice no está gestionado y no incluye gastos, comisiones ni cargos por venta. No es posible invertir directamente en un índice. Los índices a los que se hace referencia en este documento son propiedad intelectual (incluidas las marcas registradas) de los licenciantes correspondientes. Ningún producto basado en un índice está patrocinado, respaldado, vendido ni promocionado por el licenciante correspondiente, quien no tendrá responsabilidad alguna al respecto.

Este material no es un producto del Departamento de Investigación de Morgan Stanley y no debe considerarse como material de investigación ni como una recomendación.

La Firma no ha autorizado a los intermediarios financieros a utilizar ni distribuir este material, salvo que dicho uso y distribución se realicen de conformidad con la legislación y normativa aplicables. Asimismo, los intermediarios financieros deben asegurarse de que la información contenida en este material sea apropiada para la persona a la que se la proporcionen, teniendo en cuenta sus circunstancias y objetivos. La Firma no se responsabiliza del uso o mal uso de este material por parte de dichos intermediarios financieros.

Esta obra, en su totalidad o en parte, no podrá ser reproducida, copiada, modificada, utilizada para crear una obra derivada, representada, exhibida, publicada, difundida, licenciada, enmarcada, distribuida ni transmitida, ni divulgada a terceros, sin el consentimiento expreso y por escrito de MSIM. Queda prohibido enlazar a esta obra, salvo para uso personal y no comercial. Toda la información aquí contenida es propiedad exclusiva de MSIM y está protegida por derechos de autor y demás legislación aplicable.

Eaton Vance forma parte de Morgan Stanley Investment Management. Morgan Stanley Investment Management es la división de gestión de activos de Morgan Stanley.

Este material puede traducirse a otros idiomas. En caso de traducción, la versión en inglés seguirá siendo la definitiva. Si existe alguna discrepancia entre la versión en inglés y cualquier otra versión de este material en otro idioma, prevalecerá la versión en inglés.

DISTRIBUCIÓN

Esta comunicación está destinada únicamente a personas residentes en jurisdicciones donde dicha distribución o disponibilidad no sea contraria a las leyes o regulaciones locales, y solo se distribuirá a dichas personas.

MSIM, la división de gestión de activos de Morgan Stanley (NYSE: MS), y sus filiales cuentan con acuerdos para la comercialización mutua de sus productos y servicios. Cada filial de MSIM está regulada según corresponda en la jurisdicción donde opera. Las filiales de MSIM son: Eaton Vance Management (International) Limited, Eaton Vance Advisers International Ltd, Calvert Research and Management, Eaton Vance Management, Parametric Portfolio Associates LLC y Atlanta Capital Management LLC.

Este material ha sido publicado por una o varias de las siguientes entidades:

EMEA

Este material está dirigido exclusivamente a clientes profesionales/inversores acreditados.

En la UE, los materiales de MSIM y Eaton Vance son emitidos por MSIM Fund Management (Ireland) Limited ("FMIL").

FMIL está regulada por el Banco Central de Irlanda y está constituida en Irlanda como una sociedad privada de responsabilidad limitada por acciones con el número de registro mercantil 616661 y tiene su domicilio social en 24-26 City Quay, Dublín 2, DO2 NY19, Irlanda.

Fuera de la UE, los materiales de MSIM son emitidos por Morgan Stanley Investment Management Limited (MSIM Ltd), entidad autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera (Financial Conduct Authority). Registrada en Inglaterra con el número 1981121. Domicilio social: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA.

En Suiza, los materiales de MSIM son emitidos por Morgan Stanley & Co. International plc, Londres (Sucursal de Zúrich). Autorizado y regulado por el Eidgenössische Finanzmarktaufsicht ("FINMA"). Domicilio social: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Suiza.

Fuera de EE. UU. y la UE, los materiales de Eaton Vance son emitidos por Eaton Vance Management (International) Limited ("EVMIL"), 125 Old Broad Street, Londres, EC2N 1AR, Reino Unido, que está autorizada y regulada en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera.

Italia: MSIM FMIL (Sucursal de Milán), (Sede Secundaria di Milano) Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milán, Italia. Países Bajos: MSIM FMIL (Sucursal de Ámsterdam), Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Países Bajos. Francia: MSIM FMIL (Sucursal de París), 61 rue de Monceau 75008 París, Francia. España: MSIM FMIL (Sucursal de Madrid), Calle Serrano 55, 28006, Madrid, España. Alemania: MSIM FMIL Sucursal de Fráncfort, Große Gallusstraße 18, 60312 Fráncfort del Meno, Alemania (Categoría: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). Dinamarca: MSIM FMIL (sucursal de Copenhague), Gorrissen Federspiel, Axel Towers, Axeltorv2, 1609 Copenhague V, Dinamarca.

ORIENTE MEDIO

Dubái: MSIM Ltd (Oficina de representación, Unidad Precinct 3, 7.ª planta, Unidades 701 y 702, Nivel 7, Edificio Gate Precinct 3, Centro Financiero Internacional de Dubái, Dubái, 506501, Emiratos Árabes Unidos. Teléfono: +97 (0)14 709 7158).

Este documento se distribuye en el Centro Financiero Internacional de Dubái por Morgan Stanley Investment Management Limited (Oficina de Representación), entidad regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái (DFSA). Está destinado exclusivamente a clientes profesionales y contrapartes del mercado. Este documento no está destinado a clientes minoristas, quienes no deben basarse en la información que contiene.

A NOSOTROS

NO ESTÁ ASEGURADO POR LA FDIC | NO OFRECE GARANTÍA BANCARIA | PUEDE PERDER VALOR | NO ESTÁ ASEGURADO POR NINGUNA AGENCIA DEL GOBIERNO FEDERAL | NO ES UN DEPÓSITO

ASIA PACÍFICO

Hong Kong: Este material es distribuido por Morgan Stanley Asia Limited para su uso en Hong Kong y solo estará disponible para "inversores profesionales" según la definición de la Ordenanza de Valores y Futuros de Hong Kong (Capítulo 571). El contenido de este material no ha sido revisado ni aprobado por ninguna autoridad reguladora.

incluyendo la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. Por consiguiente, salvo que exista una exención en virtud de la legislación pertinente, este material no podrá ser emitido, distribuido, dirigido ni puesto a disposición del público en Hong Kong. Singapur: Este material es difundido por Morgan Stanley Investment Management Company y no debe considerarse una invitación a la suscripción o compra, ya sea directa o indirectamente, al público o a cualquier miembro del público en Singapur, salvo (i) a un inversor institucional en virtud del artículo 304 de la Ley de Valores y Futuros, Capítulo 289 de Singapur («SFA»); (ii) a una «persona pertinente» (que incluye a un inversor acreditado) de conformidad con el artículo 305 de la SFA, y dicha distribución se realice de acuerdo con las condiciones especificadas en el artículo 305 de la SFA; o (iii) de otro modo de conformidad con, y de acuerdo con, cualquier otra disposición aplicable de la SFA. Esta publicación no ha sido revisada por la Autoridad Monetaria de Singapur. Australia: Este material es proporcionado por Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Ltd ABN 22122040037, AFSL n.º 314182 y sus filiales, y no constituye una oferta de participaciones. Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited gestiona que las filiales de MSIM presten servicios financieros a clientes mayoristas australianos. Las participaciones solo se ofrecerán en circunstancias en las que no se requiera divulgación conforme a la Ley de Sociedades de 2001 (Cth) (la «Ley de Sociedades»). Ninguna oferta de participaciones pretenderá ser una oferta de participaciones en circunstancias en las que se requiera divulgación conforme a la Ley de Sociedades y solo se realizará a personas que califiquen como «clientes mayoristas» (según se define en la Ley de Sociedades). Este material no se presentará ante la Comisión Australiana de Valores e Inversiones.

Japón

Este material no podrá ser distribuido, ya sea directa o indirectamente, a personas en Japón que no sean (i) un inversor profesional según se define en el Artículo 2 de la Ley de Instrumentos Financieros y Bolsas («FIEA») o (ii) de otro modo de conformidad con, y de acuerdo con las condiciones de, cualquier otra disposición aplicable de la FIEA.

Este material es difundido en Japón por Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd., registrada con el número 410 (Director de la Oficina Financiera Local de Kanto (Empresas de Instrumentos Financieros)), miembro de: la Asociación Japonesa de Agentes de Valores, la Asociación Japonesa de Fondos de Inversión, la Asociación Japonesa de Asesores de Inversión y la Asociación de Empresas de Instrumentos Financieros de Tipo II.