

Un mayor nivel de formación personal en finanzas redundaría en niveles superiores de bienestar individual. Simultáneamente, la evidencia empírica muestra que las decisiones de los inversores tienden a estar más condicionadas por sesgos emocionales que por su conocimiento. ¿Falta conocimiento, es difícil adquirirlo o simplemente se desprecia? ¿Por qué?

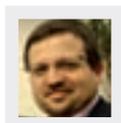
CONOCIMIENTO FINANCIERO: ARdua TAREA PARA LOS INVERSORES

Las decisiones financieras, y económicas en general, adquieren día tras día mayor relevancia para los individuos, tanto a nivel privado como social. Sin embargo, la mayoría de ellos perciben el conocimiento financiero como un entramado de conceptos (intermediarios financieros, mercados bursátiles, tasas de inflación, tipos de interés, derivados, commodities, expectativas, productos estructurados, apalancamiento, primas de riesgo...), relaciones entre estos conceptos y reglas de funcionamiento de difícil comprensión. En este artículo desentrañamos los porqués de esta dificultad y concluimos que la falta de conocimiento financiero podría definirse como ignorancia racional.



MANEL ANTELO

Departamento de Fundamentos da Análise Económica, Universidade de Santiago de Compostela



DAVID PEÓN

Grupo BBVA y Departamento de Economía Financeira e Contabilidade, Universidade da Coruña

De acuerdo con la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), la educación financiera es el proceso por el que consumidores e inversores poseen conocimiento de los diferentes productos financieros, en términos de beneficios y riesgos, y desarrollan habilidades para mejorar sus decisiones, lo cual redundaría en un mayor nivel de bienestar económico (OCDE, 2005). ¿Se ve refrendada esta definición en la práctica? La evidencia empírica muestra que en épocas de bonanza económica la aversión al riesgo de los individuos disminuye acusadamente⁽¹⁾ y la mayoría de ellos incurren en deudas y pagos a plazo sin valorar con un mínimo de rigor los riesgos que arrostran. Ajenos a la existencia de ciclos económicos, nadie echa cuentas y casi todo es asumible, ya sea el sobreendeudamiento o los errores en procesos de inversión temerarios; una regularidad empírica que se ha vuelto a constatar con la crisis financiera de 2007 y que ha puesto de relieve algunas de las –a menudo ninguneadas– clásicas teorías sobre la inestabilidad del crédito (Minsky, 1982) o la formación de burbujas financieras (Kindleberger, 1978).

El exceso de confianza que caracteriza las fases económicas expansivas hace menos obvio el déficit de conocimiento financiero y enmascara los perniciosos efectos que acarrea. Es en las épocas de recesión cuando este déficit se hace más patente y se visualizan las grandes carencias que existen para, entre otras cosas,

distinguir un fondo de un depósito, qué es la tasa anual equivalente cuando ofertas de financiación al 0% de interés nominal fueron aceptadas sin reparar en los gastos y comisiones inherentes, qué coste implica la posesión de un tarjeta de crédito (si es o no de pago aplazado, qué comisión conlleva) o entender anuncios financieros.

La ignorancia en materia económico-financiera puede provocar que quienes la sufren se conviertan en individuos con mayor propensión al riesgo por no entender adecuadamente los riesgos que en realidad afrontan y sucumbir después al llamado efecto mordedura de serpiente (*snake-bit*), un sesgo emocional motivado por pérdidas no esperadas en activos de riesgo que convierte a estos individuos en gatos escaldados, pues luego rehúsan participar en futuras inversiones racionalmente atractivas (Antelo y Peón, 2011b). Más aún, estos efectos son tanto más notorios cuanto que la desconfianza y la volatilidad que acompañan a las recesiones siempre generan especulación y desconcierto.

En este contexto, tres son los objetivos del presente artículo. En primer lugar, desarrollar el concepto de conocimiento financiero. En segundo lugar, averiguar el nivel de conocimiento financiero que posee la población en general. Y por último, indagar en la dificultad que para el público, e incluso los inversores más dinámicos, supone la adquisición de este conocimiento. En particular, proponemos razones explicativas de



esta carencia de conocimiento y argumentamos que, dadas las singularidades de los mercados financieros, probablemente los consumidores estén instalados en una situación de ignorancia racional.

La importancia del conocimiento financiero es innegable ya que puede influir de forma significativa en los niveles de ahorro de los individuos, el sobreendeudamiento o la asunción de inversiones más o menos arriesgadas (Braunstein y Welch, 2002). Asimismo, un mejor conocimiento financiero podría reportar importantes beneficios sociales al contribuir a la estabilidad financiera y a la suavización del ciclo económico en general. También podría ayudar a contrarrestar la influencia de los sesgos emocionales en la adopción de decisiones, aunque este aspecto es más controvertido, por cuanto no es infrecuente que individuos con mayor y menor formación exhiban estos sesgos sin diferencias significativas entre ellos.

CONOCIMIENTO (FINANCIERO) Y NIVEL DE CONOCIMIENTO DE LA POBLACIÓN

¿Qué es el conocimiento financiero?

Si pensamos por ejemplo en un producto financiero tan simple como un préstamo, el que el prestatario tenga educación financiera ¿significa que es hábil para

conseguir un tipo de interés más bajo? ¿O, por el contrario, que es consciente de que la cuantía de las cuotas no puede superar un determinado porcentaje de sus ingresos? Sin duda, la respuesta adecuada es la última. Más detalladamente, conocimiento financiero en este caso es la elección del préstamo basada en decisiones racionales e informadas que tengan en cuenta en qué medida dicho préstamo se ajusta a las necesidades. Sin embargo, la evidencia muestra que –tanto en este caso como en otros activos financieros–, es frecuente adoptar decisiones basadas en hábitos, falsas creencias, consejos no profesionales o conductas gregarias, lo cual es cuestionable desde el punto de vista de la cultura financiera. Se pone así de manifiesto una divergencia entre decisiones y necesidades, que simboliza a las claras un nivel insuficiente de conocimiento financiero.

En la práctica, educación financiera equivale a saber navegar con cierta soltura –no necesariamente con autosuficiencia– en los aspectos fundamentales de los mercados financieros. Sin pretender ser exhaustivos, en la lista de destrezas deberíamos incluir: saber cómo funcionan los mercados⁽²⁾, en qué es aconsejable invertir y en qué no, cuándo y cómo conviene gastar y cuándo y cómo ahorrar, cómo organizar un fondo de reserva para imprevistos, entender que acudir desmesuradamente al crédito es más caro que ahorrar (por una simple cuestión de margen financiero)⁽³⁾, comprender

NOTAS

(1) Shiller (2000), por ejemplo, ofrece datos de cuestionarios que él mismo realiza anualmente entre una muestra aleatoria de ciudadanos americanos con elevado poder adquisitivo. Mientras que en la década de 1980 la mayoría de ciudadanos preferían la inversión en el sector inmobiliario o la deuda soberana, en 1999, en plena fase alcista bursátil, un 96% de los entrevistados decía estar totalmente o bastante de acuerdo con la afirmación “la bolsa es la mejor inversión a largo plazo”. Además, a la pregunta de “si el índice Dow Jones perdiese un 3% en la sesión de mañana, apostaría a que al día siguiente...”, en 1999 un 56% apostaba por una subida bursátil, frente a solo el 35% en 1989 (pp. 45-47).

(2) Véase, por ejemplo, Antelo y Peón (2011a).

(3) Si bien es cierto que la principal virtud del crédito frente al ahorro estriba en ofrecer al agente la posibilidad de disfrutar hoy –y no cuando complete el ahorro necesario– del bien de consumo o inversión deseado. Pensemos por ejemplo en el individuo que aplaza la compra de vivienda hasta tener ahorrado el importe necesario y que con 70 años y toda la vida pagando un alquiler consigue dicho ahorro; pero entonces puede decidir que ya no merece la pena. Análogamente, podemos pensar en empresas que, optando por aplazar una inversión hasta obtener de forma orgánica los recursos necesarios (vía reservas acumuladas), desaprovechan oportunidades de inversión y crecimiento hoy.

(4) Que un individuo tenga expectativas realistas significa que, por ejemplo, es consciente de que, por mucho que lo intente, no podrá trabajar durante toda su vida, incluso si no ahorró para la etapa de jubilación.

(5) Markets in Financial Instruments Directive (Directiva sobre mercados de instrumentos financieros). El objetivo de esta normativa europea es armonizar la legislación europea y crear un mercado único europeo de productos y servicios financieros basado en una mayor transparencia en la negociación de un amplio abanico de productos y servicios y una mayor protección al inversor, ajustándola a sus características, experiencia y conocimientos financieros. Sustituyó, en el año 2004, a la Directiva sobre servicios de inversión y en España se transpuso mediante la ley 47/2007 de 19 de diciembre.

(6) Por ejemplo, en países como el Reino Unido las matronas tienen formación financiera que ponen a disposición de los padres ante su nueva situación familiar. En otros como Alemania los sindicatos cumplen una función primordial en términos de asesoramiento financiero.

(7) Por ejemplo, mecanismos como la hipoteca inversa se utilizarán cada vez con más asiduidad.

(8) En otras palabras, las economías domésticas se ven obligadas a asumir cada vez más riesgos.

(9) El problema suele radicar en que las innovaciones nacen para un segmento de inversores reducido, con alto conocimiento financiero y elevado patrimonio, y a los se les puede explicar de forma personalizada los riesgos de cada producto. Luego se popularizan y la capacidad de explicar sus características se reduce notablemente, porque las redes de distribución son limitadas y/o la complejidad técnica de los productos impide explicarlos si no es mediante el trato personal (Ureta y Sánchez-Quiñones, 2011).



los impuestos que habrá que pagar cuando se traslada la inversión de un producto financiero a otro más rentable para comprobar si, efectivamente, la rentabilidad es mayor o no y conocer el perfil propio como inversor.

En esta lista tampoco debería faltar saber cómo relacionarse con las entidades financieras, especialmente si vamos a guiarnos por sus consejos y sugerencias. En particular, conocer el producto de inversión o ahorro ofertado por una entidad requiere conocer si se trata de un producto complejo o no complejo, los costes directos e indirectos, el riesgo, si el capital está garantizado o no y en qué plazos, la rentabilidad y si ésta es bruta o neta de comisiones y otros costes de transacción, si la inversión es líquida o no y bajo qué condiciones (si se podrá salir de la inversión, cuándo y a qué coste), etc. El conocimiento financiero también pasa por saber evaluar la situación personal y financiera con expectativas realistas sobre la corriente de rentas futuras y durante la etapa de jubilación⁽⁴⁾, así como los objetivos perseguidos con la compra del producto. Y por último, aunque no menos importante, por ser conscientes de las obligaciones que, de acuerdo con la normativa MiFID⁽⁵⁾, se asumen cuando se contratan productos financieros. En este sentido, un individuo de amplia cultura financiera procurará siempre contrastar toda información y recomendación de su entidad financiera habitual con las de la competencia, buscando además el asesoramiento externo en organismos independientes como la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), el Banco de España, la Dirección General de Seguros o las asociaciones de consumidores⁽⁶⁾.

Con la década de 1990 se ha abierto un periodo en el que es más necesario que nunca que la población en general posea mayor conocimiento financiero

(OCDE, 2005). Por varias razones. En primer lugar, porque la mayor esperanza de vida de los individuos les obliga a gestionar (nuevos) riesgos asociados a la longevidad, el crédito y los mercados financieros⁽⁷⁾. En segundo lugar, porque hasta esa década el Estado del bienestar venía ocupándose de decisiones importantes para los ciudadanos como la jubilación, la atención sanitaria o la educación de sus hijos; sin embargo, los recortes presupuestarios de los gobiernos y el adelgazamiento del sector público que a partir de entonces se iniciaron –procesos que en la actualidad continúan cada vez con más intensidad– incrementan de forma gradual la responsabilidad individual en la gestión del ahorro para atender dichas necesidades⁽⁸⁾. Y finalmente porque en las décadas de 1980 y 1990 se ha iniciado una acelerada expansión de los mercados financieros, surgiendo un abanico amplio de productos sofisticados y complejos con el objetivo de moderar el impacto de la volatilidad en las carteras de inversión (o para aprovechar la propia volatilidad), con la consiguiente necesidad de que los clientes entiendan en qué consisten y qué riesgos conllevan⁽⁹⁾. De lo contrario, quedarán rezagados respecto a la innovación financiera y expuestos a la exclusión de los mercados financieros formales, aumentando así la probabilidad y los riesgos de recurrir a prestamistas informales y no regulados.

En definitiva, la adquisición de conocimiento financiero por el público es un asunto de la máxima prioridad, máxime cuando los estudios realizados en diversos países sugieren que existe un nexo entre la capacidad de la población de navegar en un sistema financiero complejo y sus posibilidades de mejorar la calidad de vida, en términos de un acceso más fácil a la propiedad, una buena planificación de la jubilación o un mejor control de las pérdidas inesperadas en el

valor de sus activos financieros (Braunstein y Welch, 2002). Es más, una mejor educación financiera de la gente podría reportar también beneficios colectivos: a mayor nivel de conocimiento por parte de los ciudadanos de un país, más conscientes serán de lo que significa endeudarse y de la importancia del ahorro. En consecuencia, el país tendrá tasas de ahorro mayores y de mejor calidad, más capacidad para rentabilizar dicho ahorro y mejor control de su nivel de endeudamiento. Y este comportamiento puede contribuir, a la postre, a una mayor estabilidad financiera y económica a lo largo del tiempo, lo que representa uno de los objetivos macroeconómicos de cualquier regulador. ¿Qué hubiese ocurrido en la economía española desde el año 2008 si el ahorro no se hubiese destinado con tanta intensidad a la adquisición de viviendas? Nunca llegaremos a saberlo, pero lo podemos intuir⁽¹⁰⁾.

¿Qué nivel de conocimiento (financiero) tiene la población española?

Los estudios revelan que el nivel de conocimiento financiero de la población española es deficiente. Algunos ejemplos que permiten obtener dicha radiografía son los siguientes. Según una encuesta realizada en el año 2007 por la Asociación de Usuarios de Bancos, Cajas y Seguros de España (ADICAE), el 92% de los consumidores desconocen las condiciones de su hipoteca, lo que significa que carecen de información fundamental sobre un producto tan básico e importante en sus vidas como los préstamos hipotecarios. Y más preocupante aún, a menudo las ofertas que vinculan un menor coste de la hipoteca a la contratación de productos como seguros de vida o de hogar (no obligatorios), así como otras campañas publicitarias, pueden sesgar de forma importante su criterio decisor.

Otro estudio similar lo llevó a cabo el Observatorio Inverco, de la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones, en octubre del año 2010 mediante 1.900 entrevistas a hogares con capacidad de ahorro. La conclusión es que solo el 15% de la población afirma poseer un conocimiento financiero elevado de los productos financieros (los depósitos, los fondos de inversión, los planes de pensiones, la bolsa y los seguros), mientras que el 53% dice tener un conocimiento medio. Aunque estos porcentajes varían con el tipo de inversor (dinámico/moderado/conservador) y con el nivel de estudios, en la práctica se constata que inversores populares víctimas de pirámides no se comportan de forma muy distinta a cómo lo hicieron asesores financieros estafados por Bernard Madoff. En definitiva, la incapacidad para descifrar aspectos cruciales como los extractos bancarios, la letra pequeña de una hipoteca o la gestión del impuesto del valor añadido parece afectar tanto a tenderos como a personas con formación universitaria.

En otra encuesta, realizada también en el año 2010 por la Confederación Española de Organizaciones de Amas de Casa, Consumidores y Usuarios (CEACCU) a 1.700 consumidores en toda España, llama la atención que más del 60% de los españoles no contratan ningún producto de inversión. Las razones sugeridas para explicar este comportamiento incluirían tanto la dificultad de los ciudadanos para ahorrar, como la vulnerabilidad que afirman tener debido a su ignorancia sobre las características básicas de cualquier producto (liquidez y riesgo) y la responsabilidad que la normativa MiFID les impone en el seguimiento y adecuada comprensión de sus inversiones. Además, la población española muestra una falta de información notable que se manifiesta de varias formas. Primera, solo el 16,5% de los encuestados es consciente de que, al firmar un cuestionario MiFID, se pierde el derecho a reclamar en caso de que la inversión no ofrezca los resultados esperados⁽¹¹⁾. Segunda, la fuente de información más influyente en la contratación de un producto es la propia entidad financiera que lo oferta. Tercera, nueve de cada diez inversores nunca contrastan la información de la entidad financiera con la de fuentes como la CNMV, la Dirección General de Seguros o las asociaciones de consumidores, de lo cual se infiere un exceso de confianza y/o la percepción de que los costes de búsqueda son demasiado cuantiosos.

En la misma línea de investigación una encuesta de Fidelity International realizada en 2010 a 9.000 ahorradores de once países europeos revela notables diferencias entre los inversores españoles y los del resto de Europa. Mientras que, en promedio, el 47% de los europeos reconoce tener un conocimiento financiero pobre, en el caso de España esa cifra asciende hasta el 59%, doce puntos porcentuales más⁽¹²⁾.

Por último, un sondeo realizado en el año 2011 por el grupo ING sobre una muestra de más de 5.000 consumidores de diez países (entre ellos, España) concluye que el 92% de los españoles querría mejorar sus conocimientos financieros. Sin embargo, el 25% no sabe por dónde empezar, el 23% prefiere dejarlo para más adelante y el 19% no sabe dónde encontrar ayuda. Por otra parte, y a la hora de contratar un producto financiero, sólo el 44% de la población analiza y compara diversas opciones.

¿Cuál es la situación en otros países de nuestro entorno? En general algo menos desalentadora que en el caso de España. Así por ejemplo, la Agencia Estadística de Canadá elaboró, en el año 2011, un test con 14 preguntas sobre conocimiento financiero de los canadienses al que respondieron 8.319 individuos de entre 18 y 64 años. A modo de ejemplo, la pregunta más sencilla era⁽¹³⁾: “¿Qué situación puede perjudicar su calificación crediticia?: demorarse en

(10) Aunque la gran mayoría de las familias españolas exhiben aversión al riesgo, en los años previos a la crisis infravaloraron el impacto de los costes financieros o, lo que es lo mismo, sobreestimaron su capacidad para atender el nivel de endeudamiento asumido. Una posible explicación a esta paradoja es que el efecto rebote haya sido el dominante.

(11) De hecho, el 63,5% de los entrevistados desconocen que el objetivo del llamado test de conveniencia es justamente conocer su perfil inversor para evaluar la idoneidad o no del producto que le están ofreciendo.

(12) Este porcentaje baja hasta el 25% en el caso del Reino Unido.

(13) Pregunta número 12 del cuestionario.

El conocimiento financiero de los compradores de productos financieros es una condición necesaria (aunque no suficiente) para conseguir dos objetivos: aumentar su nivel de bienestar individual y mejorar la estabilidad financiera de la economía, lo cual redundaría a la postre en la suavización del ciclo económico. La evidencia empírica muestra, sin embargo, que dicho conocimiento es en general deficiente.

los pagos de un préstamo o deuda, permanecer en el mismo trabajo mucho tiempo, vivir en el mismo sitio demasiado tiempo, utilizar con frecuencia la tarjeta de crédito para comprar?”. Mientras que la más complicada era⁽¹⁴⁾: “¿En qué caso es financieramente ventajoso pedir prestado para comprar algo hoy y devolver el préstamo con un ingreso futuro?: cuando lo que se compra a crédito está en liquidación, cuando el interés del préstamo es mayor que el de un depósito, cuando lo que se compra a crédito permite obtener un empleo mucho mejor remunerado, siempre es más beneficioso pedir prestado para comprar hoy y devolver el préstamo con un ingreso futuro”.

Pues bien, la primera pregunta la acertó el 94% de las personas examinadas; la segunda, solo el 30%. En general, el 67% de los encuestados reveló tener un conocimiento medio, ya que contestó correctamente a 9 de las 14 preguntas planteadas. Además, se constató que el porcentaje de “aprobados” aumentaba entre las personas con mayor nivel de ingresos y/o de estudios (Keown, 2011).

En otros países en los que se ha testado el conocimiento financiero de la población, los resultados son dispares en función del segmento poblacional estudiado. Así, una encuesta realizada en el año 2000 en EE.UU. para evaluar el nivel de educación financiera de los estudiantes de secundaria, mostró que algo más del 40% carecía de conocimiento financiero. Sin embargo, en Japón, y también en el año 2000, una encuesta de similares características pero realizada a personas adultas reveló que el 57% desconocía los productos financieros en general y el 71% productos concretos como acciones y bonos (Red, 2008).

En suma, por diferentes vías se constata que el conocimiento financiero de los ciudadanos, tanto en España como en otros países del entorno, es escaso, lo cual nos lleva a plantearnos la pregunta del millón: ¿por qué ocurre esto?

LA DIFICULTAD PARA ADQUIRIR CONOCIMIENTO FINANCIERO

Aunque no es la única causa de la crisis financiera y económica que sufrimos desde mediados de 2007, la carencia de conocimiento financiero ha jugado un

papel importante en su génesis. Si tenemos en cuenta la magnitud del problema provocado por las hipotecas basura⁽¹⁵⁾, las hipotecas crecientes⁽¹⁶⁾ o los sistemas piramidales –como el fraude de Bernard Madoff que prometía rendimientos espectaculares y eternos– es natural preguntarse ¿por qué ocurren estos fenómenos que, además, acaban afectando a toda la población? Aunque tal vez incompleta, una respuesta puede ser por el comportamiento gregario que tienden a exhibir los inversores y la carencia de conocimiento financiero que acaba distorsionando mucho la adopción de decisiones financieras. Una carencia que se explica por aspectos relacionados con las matemáticas de las finanzas, las singularidades del sector financiero que lo separan del sector productivo de la economía, la temporalidad e incertidumbre, las cuales constituyen la esencia de toda decisión financiera, y la ventaja informativa de los proveedores de productos financieros.

Las matemáticas de las finanzas (y la economía en general)

La capacidad aritmética de las personas es limitada. Si considerásemos, por ejemplo, una empresa participada por dos socios al 25% y 75% que repartiese un beneficio de 1 millón de euros y preguntásemos cuánto le correspondería a cada uno, mucha gente no sabría responder con exactitud. Algo parecido sucedería si preguntásemos por cuestiones que involucran conceptos básicos como la inflación (si la tasa de inflación es del 3% y el rendimiento que se percibe por un producto financiero es el 2%, la cantidad de cosas que se pueden comprar al cabo de un año ¿es mayor, la misma o menor?), el interés compuesto (si uno ahorra, cada año sigue ahorrando por encima de los ahorros del año anterior y la base crece) o la relación inversa entre el precio de un bono y su rentabilidad (¿por qué su rendimiento baja al aumentar el precio?), que deberían condicionar la toma de decisiones financieras pero que a menudo no son tenidos en cuenta. Tal vez por desconocimiento, por una deficiente formación en temas financieros, por comodidad mental o porque se perciben como conceptos macroeconómicos que “quedan muy alejados” del ámbito de decisión individual y por tanto “no afectan” al mismo.

Tiempo, incertidumbre y expectativas

Otro aspecto que dificulta la adquisición de conocimiento financiero es que las decisiones se toman en contextos multiperiodo en los que es preciso tener en cuenta la interacción simultánea de varios elementos, a saber, el horizonte de planificación vital de consumo e inversión, la inducción hacia atrás en la que se incorporan tanto las expectativas, la anticipación como el descuento (“es necesario mirar hacia adelante y resolver el problema hacia atrás para tomar deci-

(14) Pregunta número 10 del cuestionario.

(15) Otorgadas por muchas entidades financieras –en un claro ejemplo de riesgo moral, persiguiendo únicamente beneficios a corto plazo y obviando el riesgo (sistémico) al que abocaban a todos– a clientes sin recursos ni rentas suficientes. Un comportamiento agravado además por el hábito de otorgar crédito por el valor íntegro de tasación e incluso más.

(16) En las que las cuotas a pagar aumentan con el tiempo, con independencia de la evolución del mercado.

siones”), la tasa marginal de preferencia temporal y la incertidumbre, entre otros.

El conocimiento que explica la conducta de los agentes económicos es razonablemente accesible e intuitivo cuando el contexto decisorio es estático y cierto. Sin embargo, cuando las decisiones son adoptadas en contextos dinámicos y rodeados de incertidumbre, la visualización del conocimiento que podamos tener se torna más árida e inaccesible⁽¹⁷⁾. (Sin ir más lejos, a muchos inversores les resulta muy costoso hacer inferencias de cuáles serán sus rentas y sus necesidades financieras a largo plazo.) Esta dificultad no tendría mayor trascendencia si no fuera porque... la temporalidad y la incertidumbre constituyen la esencia misma de las finanzas; sin ellas no se conciben los mercados financieros.

Consideremos, a modo de ejemplo, un individuo con 30.000 euros que puede depositar en una cuenta de ahorro con un rendimiento del 2% anual o invertir “en un producto a tres años que garantiza el capital y el 3% de rendimiento, más la posibilidad de ganar hasta el 36% si una determinada cesta de acciones se revaloriza mensualmente por encima del 5%”. ¿Optaría usted por este producto en detrimento del primero? Es posible que sí, ya que suena interesante: con un cálculo mental rápido, comprueba que obtiene 30.900 euros con certeza más la (atractiva) posibilidad de un 36% adicional. Y acepta creyendo que es una oportunidad que no debe dejar pasar. ¿Ha hecho una buena elección? Depende. Si la probabilidad de que la cesta de acciones se revalorice lo estipulado es mínima, su decisión habrá sido desacertada: acaba de perder dinero, pues lo más probable es que solo

obtenga el 1% anual⁽¹⁸⁾. En la capacidad de nuestro individuo para tomar la decisión adecuada influirán tanto su actitud –dejarse llevar exclusivamente por la idea de obtener una rentabilidad estratosférica sin considerar la probabilidad de obtenerla (el riesgo)– como el buen hacer de su asesor o entidad financiera. Huelga decir que en ese caso existe un claro problema de información asimétrica entre cliente y entidad financiera⁽¹⁹⁾; una situación que herramientas analíticas como el *backtesting*⁽²⁰⁾ y otras similares podrían aliviar, ayudando al cliente a calcular la rentabilidad esperada de su inversión. Ahora bien, ¿interpretamos con naturalidad lo qué significa la rentabilidad esperada?

Esta pregunta nos conduce a otra dificultad para adquirir conocimiento financiero: su complejidad intrínseca. Los rendimientos futuros están expresados en valores esperados surgidos de distribuciones de probabilidad *ex-ante*, las cuales son el resultado de la interacción entre la información disponible y las expectativas. Dicho de otra forma, no existen reglas fijas de lo que va a ocurrir, sino estimaciones probabilísticas. Y las implicaciones de las probabilidades pueden ser difíciles de visualizar para la gente de la calle e incluso los inversores avezados. Por ejemplo, mientras que una situación con dos estados posibles (uno malo y otro bueno) en la que el malo ocurrirá con probabilidad 0,1 y el bueno con probabilidad 0,9, podríamos catalogarla como *cuasi-cierto*, desde hace décadas se ha comprobado la habitual tendencia –conocida como *sesgo favorito-apuesta arriesgada* (*favourite-longshot bias*)⁽²¹⁾ – de sobreestimar la ocurrencia de eventos de baja probabilidad. Alternativamente, si la situación es tal que los valores de las probabilidades



(17) Por ejemplo, un activo Arrow-Debreu –uno de los conceptos más importantes en economía financiera–, que no es más que un activo que paga un euro si un determinado estado de la naturaleza ocurre y nada en caso contrario, es la ampliación del concepto de bono clásico al caso en el que existe incertidumbre caracterizada por los estados de la naturaleza. Sin embargo, su “visualización” se torna mucho más difícil.

(18) Ha perdido dinero con respecto a la alternativa del depósito fijo. En realidad, esto no agota el concepto de coste de oportunidad, ya que para calcularlo habría que valorar todas las alternativas perdidas. Ahora bien, ¿cómo valorar alternativas que nunca llegan a ser adoptadas y, por tanto, son meros eventos contrafactuales?

(19) La parte informada o agente (el diseñador y oferente del producto, que acaba “invirtiendo en nombre del inversor”) tiene más y mejor información sobre la probabilidad de éxito del producto.

(20) Esta técnica consiste en realizar múltiples simulaciones del resultado de la inversión en base a datos históricos. Obviamente, la fiabilidad del análisis dependerá de su tamaño (número de simulaciones históricas), recogiendo ciclos económicos y bursátiles tanto favorables como desfavorables. Y siempre, por supuesto, reconociendo la limitación de esta herramienta por cuanto utiliza datos históricos. Y es que ya se sabe, “rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras”.

(21) La primera evidencia empírica de este efecto fue aportada por Griffith (1949), quien observó este comportamiento en las apuestas de carreras de caballos en EE.UU. Desde entonces ha sido contrastado en numerosas ocasiones y en múltiples ámbitos.

(22) La respuesta ofrecida por teorías descriptivas del comportamiento de los inversores ante el riesgo como la Teoría de la Perspectiva (Prospect Theory) es que no: la percepción del riesgo se correspondería más con la posibilidad de sufrir pérdidas con respecto a un nivel de referencia (habitualmente el valor de compra del activo) que con la posible desviación del resultado de la inversión respecto a la media (i.e., la varianza). Véase Kahneman y Tversky (1979) y Tversky y Kahneman (1992).

(23) En cualquier parte del mundo por el efecto contagio y la perfecta movilidad del capital.

(24) En su artículo de 1981, Robert Shiller mostró de forma teórica y empírica que los precios de las acciones en bolsa son demasiado volátiles para estar justificados por la información disponible en el mercado sobre futuros dividendos (tal y como predicen los modelos de descuento de dividendos, DDM). Utilizando datos de los índices S&P 500 y Dow Jones durante más de 150 años, Shiller mostró que la volatilidad de la serie de precios es entre cinco y trece veces más grande que la máxima volatilidad posible si los inversores basasen realmente sus transacciones en datos fundamentales (dividendos esperados) y no en simple especulación.

(25) Pensemos por ejemplo en el mercado inmobiliario. Si observamos una tendencia decreciente en el precio de la vivienda, alguien con una segunda vivienda podría plantearse venderla lo más rápidamente posible para limitar las minusvalías. Si todos los vendedores en esta situación pudiesen vender instantáneamente sus viviendas, el precio bajaría aún más. Ahora bien, vender una vivienda es un proceso largo y costoso (la convergencia de la oferta y la demanda consume tiempo y otros recursos) y para cuando el vendedor encuentre un comprador dispuesto a aceptar su pretensión, tal vez el precio de mercado haya subido lo suficiente como para desistir de venderla ante la expectativa de que se revalorice algo más.

son 0,5 y 0,5, respectivamente, el inversor podría quedar totalmente indeciso, al enfrentarse a dos posibles eventos igualmente probables, pero de signo contrario. Además, la varianza —la forma tradicional de medir el riesgo— es mayor en este caso. Pero ¿interpretan las personas realmente el riesgo como lo que mide la varianza⁽²²⁾?

En definitiva, la incertidumbre que rodea siempre a los mercados hace que las herramientas de análisis y predicción disten de ser exactas. Adicionalmente, el papel de las expectativas en la valoración de los activos es crucial. Sin ir más lejos, descontar el efecto de (previsibles) eventos políticos, económicos, sociales o tecnológicos es la norma en los índices bursátiles, las tasas de interés, el rendimiento de la deuda pública o los tipos de cambio. Estas expectativas reflejan el estado de opinión predominante que se configura a partir de información (veraz o no) sobre cualquier evento en cualquier parte del mundo⁽²³⁾. Pues bien, para un individuo de la calle estar al corriente de estas perspectivas e interiorizar de forma natural y mecánica que la volatilidad financiera está ligada en gran medida al monto de información existente en cada momento y a los cambios en las expectativas parece una tarea hercúlea.

En efecto, desde la década de 1980 el precio de las cosas (la materias primas, las empresas) está expuesto a una volatilidad difícil de explicar (Shiller, 1981⁽²⁴⁾) y no menos de entender. Aceptando que el valor de un activo como por ejemplo las acciones de una empresa es su precio de mercado, si dichas acciones cotizan hoy a 10 euros, mañana a 10,5, al otro día a 10, al siguiente a 9,5... es un fenómeno comprensible, pues se infiere que existe un cierto consenso acerca del valor real de la empresa, justificado por su capacidad para generar dividendos. Pero ¿qué sucede cuando estas acciones hoy valen 10 euros, mañana 15, pasado 5...? Ante mercados tan volátiles el precio deja de ser referente del valor de la empresa, pues difícilmente se justifica que éste cambie tan rápida y bruscamente. Lo mismo sucede con (la elevada volatilidad en) la cotización del petróleo y las materias primas en general. En cierta medida, esta volatilidad cuestionaría la consistencia del conocimiento financiero o, lo que es lo mismo, aumentaría la sensación de carencia de conocimiento válido.

En realidad, el círculo es vicioso, ya que los mercados financieros funcionan de manera *sui generis*. Prácticamente de forma continua, millones de participantes en ellos conocen al minuto cualquier detalle y pueden transmitir de forma instantánea sus órdenes de compra y venta, las cuales muchas veces responden a impulsos motivados por informaciones, noticias o estados de opinión. Por último, basta con que estos impulsos los sigan millones de personas al

mismo tiempo, para que aceleren y amplifiquen los movimientos de los mercados y originen dinámicas que se autoalimentan. En general, estas dinámicas no se deben a cambios en la economía real, pero generan movimientos bruscos que afectan a los inversores e incrementan extraordinariamente la volatilidad de los mercados. Y en este entorno de gran volatilidad, surgen productos financieros para moderar el impacto de la misma, pero que acaban exacerbándolo (Ureta y Sánchez-Quiñones, 2011).

Las oscilaciones de precios y el distinto efecto que provocan en la economía financiera y en la real también añaden complejidad al conocimiento financiero. En los mercados de bienes patrimoniales los inversores se comportan de manera opuesta a como lo hacen habitualmente en los de bienes de consumo; solo así se explica que, a menudo, la demanda en los mercados bursátiles o los inmobiliarios se incrementa al aumentar el precio de las acciones o los inmuebles (atraída por las rentabilidades que la subida de precios provoca y por el deseo de que la tendencia se mantenga en el futuro). Ahora bien, mientras que en mercados como el inmobiliario los retardos en efectuar las transacciones pueden amortiguar los efectos de un aumento de la oferta⁽²⁵⁾, en el financiero no existen tales retardos. Tal como hemos comentado, el seguimiento de los principales mercados mundiales, el análisis de oportunidades financieras y la ejecución de órdenes se realizan de forma (casi) instantánea. Todo ello aumenta la inestabilidad de los precios y desencadena a su vez dinámicas especulativas, las cuales vuelven a exacerbar la complejidad del proceso y la dificultad de comprensión por parte del inversor.

Las aparentes contradicciones cuando nos quedamos en la superficie

El conocimiento económico pretende explicar cómo las personas han decidido organizar sus vidas, tanto a nivel individual como social. Millones de individuos, cada uno persiguiendo su propio objetivo y tomando decisiones financieras configuran lo que se llaman mercados financieros. Entender este puzle pasa, en primer lugar, por construir modelos analíticos de validez contrastada y, en segundo lugar, por comprender “qué hay debajo” de las relaciones de causalidad entre variables económicas que se descubran. Aunque en apariencia la fase que entraña mayor dificultad es la primera, sin la segunda podemos obtener conclusiones contradictorias. Y dado que la segunda etapa —la de comprender de forma rigurosa qué subyace— es la más costosa, la comodidad mental puede impedirnos llegar a ella y quedarnos con interpretaciones incoherentes. Veámoslo a través de un ejemplo.

Es un hecho aceptado que existe una relación positiva entre la rentabilidad que los inversores esperan

obtener con un activo incierto y el riesgo que soportan. En teoría, la coherencia de esta relación es innegable: dado que el rendimiento es un bien y el riesgo un mal, la forma de compensar un mayor riesgo es exigir un mayor rendimiento. Pues bien, si nos limitamos a este razonamiento y no indagamos qué subyace en él, podemos caer en una suerte de contradicción, lo cual erosiona la validez del conocimiento financiero. Consideremos un país que emite bonos del Tesoro al 5% para financiar su deuda y supongamos que, por las expectativas de los mercados de deuda y el riesgo que perciben, los inversores no los compran; como resultado, el rendimiento de los bonos aumenta hasta, digamos, el 6% y ahora los inversores sí los compran. Alguien podría preguntarse: ¿cómo es posible que al 5% no compren los bonos porque no confían en el país y sí al 6% cuando, en principio, le va a resultar más difícil pagar un interés más alto?

En rigor, la contradicción anterior no es tal y se desvanece si analizamos lo que subyace en la relación riesgo-rendimiento. No es verdad que los compradores confíen más en las posibilidades del país cuando el tipo de interés de su deuda es mayor (su nivel de confianza es el mismo de antes o incluso menor); lo que sí es cierto es que la expectativa de rendimiento de la operación ponderado por riesgo (o valor actualizado neto, si se quiere) es mayor, y por eso compran los bonos.

En definitiva, en el conocimiento financiero no es infrecuente que, para comprender los hechos estilizados, haya que analizar con detalle el argumento que subyacen en ellos. Pero claro, efectuar este análisis suele ser costoso. Y la gente tiende a evitar costes.

Las singularidades de la economía financiera y su desconexión de la economía productiva

Una razón adicional que podría dificultar la adquisición de conocimiento financiero por parte de los individuos es la separación existente –y cada vez mayor– entre el sector productivo de la economía y el financiero. En efecto, mientras que el funcionamiento del sector productivo puede ser fácilmente comprensible (al fin y al cabo es el que transforma inputs en bienes y genera valor “tangible”⁽²⁶⁾), el del financiero puede resultar más difícil de visualizar por la percepción de que este sector presenta singularidades y está cada vez más separado del productivo⁽²⁷⁾.

Estas singularidades pueden explicar que los índices financieros de las acciones de las empresas se basen más en las expectativas de los inversores que en el peso real de las empresas, el empleo que crean o el valor que generan. La primera singularidad es que, aunque el límite de los rendimientos del sector financiero está determinado por el rendimiento medio del sector real, la rotación del capital financiero puede

Muchos clientes acaban adquiriendo productos y servicios financieros

influidos por dos motivos: porque otros clientes también los adquieren y/o por indicación de la oferta; no en función de sus intereses o necesidades.

El instinto de rebaño –junto con el miedo y la avaricia– son los tres sesgos emocionales que influyen en las decisiones de los inversores y que explicarían buena parte de la volatilidad existente en los mercados financieros.

llegar a ser muy alta, mientras que esa rotación es muy pequeña en el sector productivo, donde los costes fijos de producción –e incluso hundidos– son muy elevados⁽²⁸⁾.

La segunda singularidad es el propio funcionamiento de los mercados de capitales. Desde la década de 1980 funcionan de manera continua, con millones de participantes que saben en todo momento qué sucede en ellos, que realizan las transacciones de forma instantánea y que toman decisiones respondiendo a informaciones, rumores o estados de opinión⁽²⁹⁾; impulsos que al ser reproducidos por millones de individuos a la vez tienden a exacerbar los movimientos de los mercados y a crear dinámicas que se autoalimentan. Aunque esas dinámicas no suelen reflejar cambios en la economía real, provocan movimientos bruscos, es decir, una gran volatilidad. Y los mercados financieros reaccionan diseñando nuevos productos, los cuales suelen provocar aun más volatilidad. En cualquier caso, el crecimiento del sector financiero, medido como expansión del crédito vía innovación, es muy superior al crecimiento del sector real.

Pues bien, cuando el sector financiero crece a mayor velocidad que el real es necesario pagar a los ahorradores unas rentabilidades superiores a las generadas en el sector real, con lo cual el sector financiero deja de estar respaldado por el productivo: el valor creado en éste no basta para pagar los rendimientos que el sector financiero detrae. Y aunque en apariencia el problema se “resuelve” separando aún más el sector real del financiero y dejando que éste deje de estar respaldado por aquél, dicha solución conduce a un problema mayor: el de la deuda, que los deudores –las familias y las empresas– pagarán en el futuro y que supone una creciente transferencia de renta del sector real al financiero⁽³⁰⁾.

Talento, ingeniería financiera y asimetría de información

Un último aspecto que explicaría el déficit de conocimiento financiero del público en general, así como la dificultad para subsanarlo es la acumulación en el sector de profesionales con amplia formación y capital humano (Antelo, 2011). La gran creatividad de estos individuos genera dos procesos que se retroa-

(26) La transformación de recursos en productos finales es un proceso superaditivo, ya que el valor del producto final es mayor que la suma de los valores de los recursos utilizados.

(27) Para dilucidar si existe relación o no entre la economía productiva y la financiera, deberíamos analizar la evolución del índice de confianza de los consumidores o las empresas (como buen indicador del estado de la economía real) y el del índice bursátil (como indicador del sector financiero), teniendo en cuenta que los efectos estacionales de ambas series pueden ser distintos.

(28) Por ejemplo, una operación de derivados puede ofrecer una ganancia infinitamente mayor que una operación con acciones de una empresa líder del sector productivo. Por lo tanto, para poder hacerlas atractivas y captar capital financiero la empresa puede verse obligada a compensar la desventaja de rentabilidad reduciendo el empleo (lo cual se interpreta como mayor ganancia de capital) y acometiendo fusiones y otros procesos similares que le permitan obtener rentas de monopolio, así como vinculándose a los capitales financieros a través de inversores institucionales y la especulación inherente (corporate finance).

(29) Huelga decir que estas características no concurren en ningún sector de la economía productiva.

(30) En realidad, el sector financiero no solo obtiene fondos a través de la deuda privada, sino también a través de las commodities, las utilities, las continuas inyecciones de liquidez de los bancos centrales y, en última instancia, los procesos de rescate.

El valor actual del coste (cierto) que un inversor con déficit de formación tiene que asumir para adquirir conocimiento financiero puede ser superior al valor actual del beneficio (esperado) que, en términos de decisiones financieras más acertadas y rentables, derivase. En estas condiciones el déficit de formación no sería ninguna anomalía, sino ignorancia racional.

(31) Aun cuando las entidades diseñen estos productos para perfiles de riesgo concretos estipulados como tales comercialmente con el fin de atender una demanda de mercado, lo hacen incumpliendo alguno de los fundamentos teóricos (teoría de carteras, teorema de separación de Tobin, contabilidad mental) si al analizar el perfil de riesgo del cliente solo tienen en cuenta su exposición al producto en cuestión y no la cartera global del cliente (Antelo y Peón, 2011b).

(32) En 1985 ya existían bancos en la City de Londres que anunciaban que con la ingeniería financiera “no evitaban el riesgo, pero eran capaces de gestionarlo”.

(33) En Kindleberger (1978) se resalta el papel que el crédito y los derivados financieros han jugado en todas las crisis financieras importantes a nivel global, desde la “fiebre de los tulipanes” en el siglo XVII hasta la titulación de las hipotecas subprime en la actualidad.

(34) A nivel mundial los tipos de interés reales a largo plazo bajaron desde el 7% en 1984 hasta el 2% en 2004, lo cual recortó el margen de intermediación financiera en el producto más utilizado: los préstamos hipotecarios a tipo fijo. La reacción de los bancos consistió en ampliar el volumen de operaciones crediticias más allá de lo que siempre recomendó la economía de la información. Véase Antelo (2011).

(35) Recuérdese que, según diversos estudios, el 90% de los ahorradores en España confía plenamente en su entidad financiera de toda la vida, lo cual genera una relación agente-principal muy acusada y un agravamiento del fenómeno de la DIO.

limentan. Por una parte, diseñan productos y servicios financieros novedosos y sofisticados, aparentemente muy atractivos por su alta rentabilidad y escaso riesgo, pero cuyo contenido exacto es, en el mejor de los casos, comprendido solo por ellos. Por otra parte, bancos e intermediarios financieros se hacen más activos en su asesoramiento tomando, en numerosas ocasiones, la iniciativa de ofrecer a los clientes las nuevas posibilidades de inversión y financiación proporcionadas por la innovación financiera. Todo ello en un clima de competencia entre los distintos operadores, dentro de un sistema de interconexión de los mercados, donde desaparece la distinción entre el corto y el largo plazo, títulos y préstamos, fondos propios y deuda, y donde las recomendaciones a los clientes pueden estar ajustadas a un perfil de riesgo concreto estipulado comercialmente en lugar de uno para el conjunto de la cartera en función del patrimonio, ingresos, horizonte vital, previsión de gastos, rentabilidad exigida, preferencia por el riesgo, etc.⁽³¹⁾. De cada cliente.

Una razón por la que surge la ingeniería financiera es la falta de estabilidad (en el sistema de cambios, en los tipos de interés, en los mercados, en la solvencia de los países,...) y el mayor riesgo en el conjunto de operaciones financieras y comerciales. Muchas empresas se han dado cuenta de que esta volatilidad puede dificultarles conseguir los flujos de caja previstos y, en algunos casos, llevarles a la quiebra o a tomas de control hostiles. Es por ello que demandan instrumentos financieros para gestionar este tipo de riesgos (González y Mascareñas, 1999)⁽³²⁾. Sin embargo, no es infrecuente que estos propios instrumentos financieros acaben desestabilizando aún más los mercados⁽³³⁾.

¿Por qué los mejores profesionales ingresan en el sector financiero y no en la economía real ni en los organismos reguladores? Desde el punto de vista individual, los profesionales más cualificados ingresan en el sector financiero por dos incentivos que solo este sector puede ofrecer y que se refuerzan mutuamente: unos salarios elevados, amplificados además por generosas retribuciones a corto plazo, y la atracción que en cada uno de ellos ejerce la posibilidad de participar en un sector exclusivo y elitista en el que competirán agresivamente con otros individuos también brillantes por ver quién es el mejor (Antelo, 2011). Además

de brillantes y de contar con un amplio arsenal de herramientas para especular (ventas en corto, uso de derivados, paraísos fiscales, alto apalancamiento,...), la asimetría de conocimiento con respecto a los clientes es muy superior a la de cualquier otro sector de la economía, amplificado sin duda por una velocidad transaccional que es impensable en cualquier otro sector económico.

Otra posible explicación es de índole macroeconómica. Con la crisis de la década de 1970 se inició una creciente importancia de la economía financiera en detrimento de la real. Desde esa época, el incremento de productividad de la economía se ha ralentizado y los costes—sobre todo, los energéticos—han subido mucho, siendo la economía financiera (vía incremento global del crédito, operaciones con apalancamiento, desarrollo del mercado de derivados, etc.) la vía de escape elegida por los grandes capitales para seguir manteniendo sus expectativas de rentabilidad. Más aún, siempre que el margen de los productos financieros existentes se reduce, como ha ocurrido recientemente⁽³⁴⁾, los balances bancarios se expanden y la innovación financiera se vuelve más compleja para no ver menguada la cifra de negocio. El aumento de la volatilidad, los avances informáticos, las innovaciones en la transferencia precio-riesgo, las innovaciones generadoras de liquidez, los instrumentos generadores de crédito, los instrumentos que redistribuyen el riesgo de forma más eficiente, la competencia entre los intermediarios financieros, los incentivos para sortear la normativa legal y fiscal existente y la titulación de activos han acelerado esta innovación desde la década de 1980. Y han generado mucha asimetría de información entre los consumidores y los emisores de productos y servicios financieros.

Por otra parte—y especialmente en épocas de bonanza económica—muchos clientes acaban adquiriendo productos y servicios financieros influidos por dos motivos: porque otros clientes también los adquieren (efecto manada) y/o por indicación de la oferta (demanda inducida por la oferta)⁽³⁵⁾; no exclusivamente en función de sus intereses o necesidades. Así el instinto de rebaño es una de las tres fuentes—junto con el miedo y la avaricia—de sesgos emocionales que influyen a diario en las decisiones adoptadas por inversores amateur y profesionales y que explicarían buena parte de la volatilidad existente en los mercados financieros (Shefrin, 2002). A su vez, la demanda inducida por la oferta (DIO) es el fenómeno por el que los proveedores de productos financieros—actuando como agentes de los clientes—provocan un nivel de consumo distinto del que estos hubieran seleccionado si tuvieran la misma información que los proveedores. Si realmente existe DIO, estaríamos ante un fallo del mercado (fru-



to de la información asimétrica), lo cual justificaría la intervención pública⁽³⁶⁾. Aunque los límites naturales a la DIO son claros (códigos de ética de los operadores financieros, preocupación por los clientes, capacidad de control por parte de los consumidores, reputación de las entidades, competencia entre ellas, etc.), su efectividad práctica es dudosa, razón por la cual estos mercados requieren de una estricta regulación al respecto como la contemplada en la MiFID.

Sin embargo, aun contando con organismos reguladores diligentes, estos tienden a ir un paso por detrás del sector financiero. Mientras que los mercados financieros están liberalizados, institucionalizados y se benefician de los avances tecnológicos, la regulación no está al mismo nivel. No es extraño, pues, que sean demasiados los casos en los que la regulación no efectúa el control deseado o, cuando lo hace, llegue tarde. Es probable que esta ineficacia tenga su origen en la capacidad de los grandes inversores para realizar arbitraje regulatorio y en la ingenuidad de confiar en que serán los propios mercados (financieros) los que, por principios de autocontrol, se autorregulan.

Pues bien, tanto el fenómeno de la DIO como el del gregarismo pueden estimular un comportamiento agresivo en la oferta. Por ejemplo, en términos de recursos humanos, las entidades financieras han modificado radicalmente, y en muy poco tiempo, su política. Del personal formado en el lugar de trabajo han pasado a otro contratado al objeto de rotar en la venta de productos financieros, ser capaz de comercializar los de nueva aparición y estar al día en el uso de los sistemas informáticos. En ningún otro sector económico se ha producido un cambio de personal tan drástico y acelerado como en el financiero⁽³⁷⁾. Dado que si algo puede mitigar el problema de agencia es la interac-

ción constante y duradera entre las dos partes al objeto de forjar una elevada confianza mutua y de que el asesor acabe incrementando la cultura financiera del cliente, cabe pensar que dicha política laboral haya exacerbado la desventaja informativa de los clientes.

A modo de corolario: la regla del compensa o no compensa

Llegados a este punto cabe preguntarse si, individualmente, compensa o no adquirir (más) conocimiento financiero. Para responder, es preciso comparar costes y beneficios. A primera vista se podría pensar que la gente carece de conocimiento financiero porque no tiene los incentivos adecuados. En efecto, si un determinado individuo realiza un análisis coste-beneficio del proceso de adquirir educación financiera, el coste de buscar, seleccionar y procesar la información adecuada es cuantioso porque la información es abundante y está muy dispersa. Y este coste es algo en el que incurre con certeza a lo largo del proceso de aprendizaje. Por el contrario, los beneficios que obtiene de una mejor formación son inciertos o esperados, ya que una mejor formación no garantiza que la toma de decisiones financieras sea la correcta, aunque sí aumenta la probabilidad de que lo sea (dominancia estocástica de primer orden).

Pues bien, si comparamos el valor actual del beneficio (futuro) de una mayor formación con el valor actual del coste, se obtiene el valor actual neto, el cual informa sobre la decisión a adoptar por el individuo: adquirir (más) formación financiera es racional si el valor actual neto de hacerlo es positivo; en caso contrario, no es óptimo. No obstante, el valor actual neto es positivo o negativo según la tasa de descuento que utilice el individuo: si ésta es pequeña, el valor actual neto

(36) Sería importante contrastar empíricamente la existencia o no de DIO. Por ejemplo, las familias de los operadores financieros, supuestamente mejor informadas y menos sujetas a la DIO, ¿consumen tantos productos financieros como las demás? Si distinguimos entre las decisiones que un cliente adopta por decisión propia (no sujetas por tanto a DIO) y las que adopta por indicación de una determinada entidad financiera, un incremento en el número de entidades ¿aumentaría el número de decisiones iniciadas por indicación de éstas y no afectaría a las iniciadas motu proprio por los clientes?

(37) Véase la conferencia, "El papel de las finanzas en la economía actual", que Rafael Termes pronunció en Cáceres en enero de 2004.

es positivo; en cambio, si es elevada, el valor actual neto deviene negativo. Pero, ¿sabe realmente nuestro individuo cuál es su tasa de descuento, especialmente cuando existe mucha volatilidad en los mercados?

CONCLUSIONES

El conocimiento financiero de los compradores de productos financieros es una condición necesaria (aunque no suficiente) para conseguir dos objetivos: aumentar su nivel de bienestar individual y mejorar la estabilidad financiera de la economía, lo cual redundaría a la postre en la suavización del ciclo económico. La evidencia empírica muestra, sin embargo, que dicho conocimiento es en general deficiente y que las decisiones de los inversores tienden a estar más condicionadas por sesgos emocionales que por su conocimiento. En este artículo buscamos los porqués de la dificultad que entraña acceder al conocimiento financiero.

Partiendo de la poca familiarización de los inversores acerca de nociones de aritmética y los principales conceptos que concurren en las transacciones de productos financieros (tipo de interés, inflación, impuestos, índices bursátiles, activos financieros, riesgo, etc.), sugerimos varias causas que pueden explicar el deficiente conocimiento. En primer lugar, la dificultad que conlleva visualizar y comprender procesos de decisión en contextos que, como los que afectan a los

productos financieros, son dinámicos y están sometidos a incertidumbre. En segundo lugar, las singularidades del sector financiero y su separación del real. Mientras que en el sector real las rentabilidades están asentadas en el valor generado, en el sector financiero no suelen tener relación alguna con el valor creado y, por tanto, son explicables de forma mucho más *ad hoc*. Por último, la capacidad endógena del sector financiero para conseguir el capital humano más cualificado, lo cual dispara la ventaja informacional respecto no solo a los inversores sino también a los organismos reguladores.

En definitiva, el valor actual del coste (cierto) que un inversor con déficit de formación tiene que asumir para adquirir conocimiento financiero puede ser superior al valor actual del beneficio (esperado) que, en términos de decisiones financieras más acertadas y rentables, derivase. En estas condiciones el déficit de formación no sería ninguna anomalía, sino ignorancia racional.

Pues bien, si la ignorancia racional en materia de educación financiera es plausible, el que una mayor educación sea individual y socialmente deseable nos lleva a colegir que la forma de adquirir (más) conocimiento es la intervención pública: adoptar medidas de alfabetización financiera en el sistema docente primario y secundario. ¿Programas que, justamente, han puesto en marcha numerosos países!.

REFERENCIAS

- Antelo, M. (2011), *Raciones de Economía*, Madrid: McGraw-Hill.
- Antelo, M. y D. Peón (2011a), *Financial Markets: A Guided Tour*, Nueva York: Nova Science Publishers. (De próxima aparición.)
- Antelo, M. y D. Peón (2011b), “Productos financieros y perfil del inversor: de la práctica a la teoría,” en D.J. García Coto (ed.), *Ahorro Familiar en España*, Papeles de la Fundación de Estudios Financieros 39, 193-211.
- Asociación de Usuarios de Bancos, Cajas y Seguros de España, ADICAE (2007), *La realidad del crédito en España*, Zaragoza: ADICAE.
- Braunstein, S. y C. Welch (2002), “Financial literacy: An overview of practice, research, and policy,” *Federal Reserve Bulletin*, 445-457.
- Confederación Española de Organizaciones de Amas de Casa, Consumidores y Usuarios, CEACCU (2010), “Conocimiento, uso y percepción de los productos de ahorro e inversión por los ahorradores españoles,” *Cuadernos de CEACCU*.
- González, S. y J. Mascareñas (1999), “La globalización de los mercados financieros,” *Noticias de la Unión Europea* 172, 15-35.
- Griffith, R.M. (1949), “Odds adjustments by American horse-race bettors,” *The American Journal of Psychology* 62, 290-294.
- ING Direct (2011), “Uno de cada tres españoles no cuenta con ningún tipo de ahorro para hacer frente a emergencias.” (<http://www.ingdirect.es/sobre-ing/prensa/prensa20110110.html>).
- Insidemoneytalk (2010). “Fidelity International survey highlights investors’ demand for advice and guidance.” (<http://www.insidemoneytalk.com/news/fid/fid396.html>).
- Keown, L.A. (2011), “The financial knowledge of Canadians,” *Statistics Canada*, Catalogue No. 11-008.
- Minsky, H.P. (1982), “The financial instability hypothesis: Capitalistic processes and the behavior of the economy,” en C.P. Kindleberger y J.-P. Laffargue (eds.), *Financial Crises: Theory, History and Policy*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Kahneman, D. y A. Tversky (1979), *Prospect Theory: An analysis of decision under risk*, *Econometrica* 47, 263-291.
- Kindleberger, C.P. (1978), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Nueva York: Palgrave Macmillan (6ª edición, 2011).
- Observatorio Inverco (2010), “Cultura financiera y hábitos del ahorrador.” (http://www.Observatorioinverco.es/attachments/099_INVERCO%20CULTURA-%2003%2003%202010.pdf).
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, OCDE (2005), *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial*. (<http://www.oecd.org/dataoecd/7/17/35108560.pdf>).
- Red, F. (2008), *Libro maestro de educación financiera*. (http://www.bac.ne/bacsanjose/ssitxt/esp/banco/nuestraemp/rsc_book.pdf).
- Shefrin, H. (2002), *Beyond Greed and Fear. Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investment*, Oxford: Oxford University Press.
- Shiller, R.J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton: Princeton University Press.
- Shiller, R.J. (1981), “Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?,” *American Economic Review* 71, 421-436.
- Tversky, A. y D. Kahneman (1992), *Advances in Prospect Theory: Cumulative representation of uncertainty*, *Journal of Risk and Uncertainty* 5, 297-323.
- Ureta, J.C. y J. Sánchez-Quinones (2011), *Innovación financiera y ahorro familiar*, en D.J. García Coto (ed.), *Ahorro Familiar en España*, Papeles de la Fundación de Estudios Financieros 39, 343-364.