

Consumidor Financiero: Diagnóstico y algunas propuestas

Fernando López[†]

Académico

Facultad de Economía y Negocios

Universidad Alberto Hurtado

Versión Julio de 2018

Por aparecer en el libro “Crisis Financieras: Lecciones económicas, regulatorias y éticas para Chile”, editado por Alberto Barlocci, Carlos García y Andrés Suárez.

Este artículo plantea que las habilidades del consumidor financiero son insuficientes para abordar la complejidad asociada a la administración de sus finanzas personales. Esta brecha podría reducir el bienestar de quienes toman decisiones ineficientes y, para algunos segmentos de la industria financiera, podría representar una fuente de poder de mercado que les permita acceder a ganancias superiores a las que obtendrían en un mercado con consumidores sofisticados. Esta brecha también podría afectar la legitimidad de algunos actores de la industria financiera, como ocurrió con las AFP en 2016. A partir de este diagnóstico, se describen las principales iniciativas implementadas en las últimas décadas para apoyar la toma de decisiones del consumidor financiero en Chile, distinguiendo entre medidas que promueven la educación financiera y aquellas orientadas a que el mercado de capitales sea más amigable. El análisis concluye con algunas propuestas que podrían contribuir a mejorar la incidencia y focalización de estos esfuerzos.

Palabras clave: consumidor financiero, alfabetización financiera, educación financiera.

[†]Agradezco los valiosos comentarios de Juan Bravo, Carlos García, Carlos Madeira, Francisco Ormazabal, Marcela Perticará, Andrés Suárez y José Tessada. También agradezco la excelente asistencia de investigación de Karla Muñoz y Andrés Morgado, ambos ingenieros comerciales de la Universidad Alberto Hurtado. Errores u omisiones son de mi exclusiva responsabilidad. Email de contacto: felopez@uahurtado.cl.

1. Habilidades del consumidor financiero y complejidad de las decisiones que enfrenta

En las últimas décadas, el desarrollo de los mercados financieros ha aumentado las alternativas de productos y servicios a los que puede acceder la población. Estos avances han elevado la magnitud y la complejidad de las decisiones que toman los consumidores al administrar sus finanzas personales. No obstante, pese a los diversos esfuerzos realizados para mejorar la disponibilidad de la información y la educación financiera, la dificultad de las decisiones excede enormemente sus capacidades para abordarlas.

1.1 Complejidad de las decisiones financieras

Para ilustrar la complejidad de las decisiones financieras que enfrenta la población chilena se consideran tres ejemplos. El primero corresponde a los miles de estudiantes que anualmente deben decidir si seguirán estudiando una vez que completen su educación secundaria. En términos monetarios, el análisis de un joven requiere proyecciones de empleo e ingreso asociadas a las distintas trayectorias laborales que podría enfrentar en un futuro distante. En términos no monetarios, debería considerar sus capacidades y la medida en que cada una de sus alternativas le permitirá desarrollar su vocación. En caso que decidiera estudiar, el joven tendrá que elegir entre docenas de programas en distintas áreas de estudio y docenas de instituciones de educación superior. En relación al financiamiento, deberá optar entre recursos propios, financiamiento estatal y distintas fuentes de financiamiento privado.

El segundo ejemplo corresponde a más de 10 millones de personas que se encuentran afiliadas al sistema de capitalización individual chileno. Entre otras decisiones, los afiliados tienen la responsabilidad de definir cuánto ahorrar para su vejez, el nivel de exposición al riesgo de sus inversiones y la administradora de fondos de pensiones (AFP) que gestionará sus fondos. Las decisiones relacionadas con el ahorro previsional requieren que los afiliados entiendan las consecuencias de asignar recursos entre el presente y un futuro muy distante, así como la tensión entre riesgo y rentabilidad esperada de la inversión de los ahorros previsionales. Por su parte, la elección de AFP requiere que las

personas consideren y tengan la capacidad de comparar la rentabilidad “esperada” de los fondos de pensiones, comisiones y calidad de servicio ofrecida por las distintas administradoras.

El tercer ejemplo corresponde a la elección de planes de salud privado ofrecidos por las Instituciones de Salud Previsional (Isapres). Según datos de la Superintendencia de Salud, a enero de 2016 se comercializaban más de 7 mil contratos de seguro de salud, o “planes”, los que establecen distintos niveles de cobertura para un conjunto de eventos de salud adversos. Estas coberturas varían de acuerdo a aspectos como la institución de salud en que los asegurados reciben atención médica y la afiliación de los profesionales tratantes. En este contexto, una comparación “informada” requiere que los afiliados estimen la probabilidad de ocurrencia de distintos eventos de salud adversos, el costo de las prestaciones asociadas a su tratamiento, el precio de los miles de planes y la probabilidad de quiebra de las compañías.

1.2 Habilidades del consumidor financiero

La complejidad de las decisiones descritas anteriormente contrasta considerablemente con las habilidades de la población para abordarlas. De acuerdo a un estudio de competencias de la población adulta, los chilenos tienen un bajo nivel de *alfabetismo funcional*, que se refleja en sus dificultades para aplicar operaciones aritméticas y comprender información escrita (Centro de Microdatos, 2013). Entre los resultados se encuentra que 80,3% de la población entre 15 y 65 años no cuenta con las habilidades necesarias para aplicar operaciones aritméticas básicas, como estimar tiempos a partir de horarios. Del mismo modo, 81,5% de la población no cuenta con las competencias necesarias para comprender y utilizar información contenida en textos, como por ejemplo artículos noticiosos.

A continuación se revisa una serie de estudios que han intentado medir el nivel de habilidades y competencias financieras de la población. Para simplificar la exposición, se consideran cinco categorías de desconocimiento financiero definidas por (Campbell, 2016):

- i. Desconocimiento de conceptos financieros
- ii. Desconocimiento de los términos de los contratos financieros
- iii. Desconocimiento de la historia financiera
- iv. Falta de autoconocimiento
- v. Desconocimiento del comportamiento estratégico de los actores del mercado de capitales.

1.2.1 Desconocimiento de conceptos financieros

El primer tipo de desconocimiento ha sido extensamente documentado para Chile (CAF-SBIF, 2016; Ministerio del Trabajo y Previsión Social, 2016) y el mundo (Hastings, et al., 2013; Lusardi & Mitchell, 2014). Estos estudios se basan principalmente en el análisis de encuestas que incluyen preguntas acerca de conceptos financieros como el interés compuesto, la pérdida de poder adquisitivo asociada a la inflación y la diversificación de riesgo. En el caso chileno, un estudio reciente muestra que menos de 20% de la población chilena sabe cómo calcular una tasa de interés simple y menos de un tercio entiende el impacto de la inflación en el poder adquisitivo del dinero (CAF-SBIF, 2016). La evidencia nacional e internacional muestra que las mujeres, personas de bajos ingresos, personas en edad avanzada, micro y pequeños empresarios, inmigrantes y personas que habitan en zonas rurales, tienen menores habilidades financieras que el resto de la población.

Cabe señalar que las preguntas incluidas en las encuestas mencionadas consideran conceptos que son básicos para abordar la complejidad de las decisiones descritas anteriormente. Por ejemplo, una persona que no entiende la idea de interés compuesto podría subestimar el impacto del ahorro realizado en la juventud sobre su pensión. Del mismo modo, una persona que no entiende el concepto de diversificación de riesgo tendrá dificultades para entender los escenarios de rentabilidad y riesgo asociados a los distintos multifondos ofrecidos por las AFP. En este contexto, es claro que una mayoría de los consumidores chilenos no cuenta con los conocimientos financieros básicos para abordar decisiones financieras complejas.

1.2.2 Desconocimiento de los términos de los contratos financieros

Un segundo tipo de desconocimiento está relacionado con las condiciones de los contratos financieros. En el caso del ahorro previsional obligatorio, menos de 10% de los afiliados conoce la comisión que le cobra su AFP por la administración de sus fondos (Ministerio del Trabajo y Previsión Social, 2016), a pesar de que éstas se encuentran definidas contractualmente y están disponibles para los afiliados en distintos medios impresos y electrónicos. En tanto, con el objeto de facilitar la comparación del costo de los créditos por parte de los consumidores, en 2011 se introdujo la “Carga Anual Equivalente” (CAE). La CAE es una tasa anual que representa la tasa de interés y todos los gastos asociados a los créditos otorgados por intermediarios financieros en Chile. Sin embargo, una encuesta reciente realizada a más de 800 personas, reveló que más del 80% no sabía usar la CAE para comparar el costo de distintos créditos de consumo (Canales, 2015).

Estudios internacionales también documentan la falta de familiaridad de las personas con los términos de los contratos financieros. Por ejemplo, una gran parte de los clientes bancarios estadounidenses desconocen las circunstancias que gatillan el pago de costos asociados a sobregiros en sus líneas de crédito (Stango & Zinman, 2014). Del mismo modo, los deudores hipotecarios estadounidenses subestiman el alza que puede experimentar el monto de su dividendo cuando sus créditos se encuentran pactados con tasas de interés variable (Bucks & Pence, 2008).

1.2.3 Desconocimiento de la historia financiera

La evidencia internacional sugiere que al realizar proyecciones, las personas tienden a dar un exceso de importancia a eventos que los afectaron en el pasado. Por ejemplo, un estudio que utiliza datos de las distintas versiones de la Survey of Consumer Finances administradas en los Estados Unidos entre 1960-2007, muestra que quienes experimentan shocks macroeconómicos adversos son menos propensos a invertir en activos riesgosos y

tienen expectativas más pesimistas en relación a la rentabilidad futura de los títulos accionarios (Malmendier & Nagel, 2011). De manera similar, otros estudios muestran que quienes han experimentado retornos anormales positivos tienden a aumentar sus inversiones en los activos e industrias en que obtuvieron dichos retornos (Choi, et al., 2009; Campbell, et al., 2015; Huang, 2016).

1.2.4 Falta de autoconocimiento

Una manera en que se manifiesta la falta de autoconocimiento es a través de una errada percepción personal sobre la capacidad para analizar problemas financieros. Por ejemplo, personas que sobrestiman sus habilidades financieras podrían analizar sus decisiones con un menor grado de profundidad y, eventualmente, tomar decisiones sin considerar la opinión o asesoría de personas mejor informadas. De hecho, este exceso de confianza podría ser parte de la razón por la cual personas con un alto nivel de conocimiento financiero podrían resultar perjudicadas al involucrarse esquemas piramidales (López & López, 2016).

Otra manera en que se manifiesta la falta de autoconocimiento es la dificultad que las personas tienen para anticipar su comportamiento futuro. Por ejemplo, las personas que tienden a subestimar su grado de impaciencia o su preferencia por la gratificación en el presente, tienden a tomar decisiones en las que subestiman (sobrestiman) su demanda por bienes y servicios que les producirán gratificación (desagrado) en el futuro. Un ejemplo de esta situación ha sido documentado para el mercado de tarjetas de crédito en los EEUU a través de un análisis de respuestas a cerca de 2 millones de ofertas de pre-aprobadas enviadas a potenciales clientes a través de correo postal (Ausubel, 1999). El autor observa que muchos de los consumidores que optaron por alternativas con tasas promocionales bajas por un periodo de 6 meses se hubiesen beneficiado seleccionando tasas promocionales un poco más altas, pero con una vigencia de 1 año. Este resultado es consistente con la idea de que los consumidores subestiman la medida en que utilizarán el

cupo de su tarjeta de crédito y, por lo tanto, son más sensibles a tasas de interés en un horizonte cercano que frente a diferencias en tasas de interés en horizontes más largos.

1.2.5 Desconocimiento del comportamiento estratégico de los actores del mercado de capitales.

Estudios recientes muestran que los consumidores están poco conscientes respecto a los incentivos que tienen distintos actores del mercado financiero. Por ejemplo, un estudio realizado para la Unión Europea muestra que un 40% de los usuarios de servicios financieros desconocía los incentivos que recibían los ejecutivos comerciales de distintos intermediarios financieros (Chater, et al., 2010). Este desconocimiento puede tener efectos en las decisiones del consumidor financiero que considera la asesoría de “expertos”. Por ejemplo, algunos estudios que analizan el comportamiento de ejecutivos comerciales y asesores financieros en EEUU (Mullainathan, et al., 2012) e India (Anagol, et al., 2016) muestran que estos recomendaban productos que favorecían su compensación en desmedro de aquellos que eran más idóneos para sus clientes.

El análisis de la industria de fondos mutuos de los Estados Unidos sugiere que esta tendencia podría tener efectos perjudiciales para los inversionistas. En efecto, dos estudios muestran que los fondos mutuos vendidos a través de intermediarios financieros (“brokers”) eran más caros y alcanzaron un desempeño financiero inferior al que obtenían los inversionistas que compraron fondos mutuos de manera directa (Bergstresser, et al., 2009; Del Guercio & Reuter, 2014). Curiosamente, un estudio que examina las motivaciones que podrían explicar estas recomendaciones encuentra que muchos de estos asesores financieros invierten sus propios recursos en los mismos fondos que recomiendan a sus clientes (Linnainmaa, et al., 2016). De esta manera, el desempeño de sus inversiones también es inferior al que obtendrían comprando fondos que siguen estrategias pasivas, es decir, replicando índices bursátiles.

2 Posibles costos

La brecha entre la complejidad de las decisiones financieras de la población y su capacidad para abordarlas puede ocasionar al menos tres efectos negativos. Primero, reduce el bienestar de quienes toman decisiones subóptimas en relación a sus circunstancias y preferencias. Segundo, distorsiona los incentivos que tienen los intermediarios financieros para competir. Tercero, deteriora la legitimidad del mercado de capitales.

2.1 Racionalidad de las decisiones del consumidor financiero

Un primer costo de la falta de habilidades financieras es que las personas podrían tomar decisiones que no maximicen su bienestar. Sin embargo, uno de los principales desafíos para identificar este tipo de decisiones es la incapacidad de los investigadores para observar las preferencias y circunstancias específicas de las personas bajo estudio. Por ejemplo, para quienes se ven afectados por un evento adverso de salud u otra fuente de gasto, podría ser óptimo tener un nivel de endeudamiento que genere obligaciones por un monto que algunos podrían considerar excesivo¹. Como el nivel de deuda óptimo de una persona depende de preferencias y circunstancias particulares que no son observables para un investigador, es difícil determinar si una persona con un alto nivel de deuda no está maximizando su bienestar.

Pese a que las dificultades para analizar la racionalidad de las decisiones del consumidor financiero se extienden a otras elecciones de alto impacto para su bienestar, existe una serie de estudios que han identificado situaciones en que las personas toman decisiones que difícilmente tomaría un consumidor informado. A continuación se presentan cuatro ejemplos. El primero está relacionado con la inversión en educación superior. A pesar de que esta es una de las decisiones más trascendentales para los jóvenes, existe evidencia de que debido a la falta de habilidades financieras, muchos estadounidenses no acceden a ella (Bettinger, et al., 2012) y, muchos de los que sí acceden, no ingresan a las instituciones que les ofrecen las mejores condiciones

¹ A modo de ejemplo, el sitio web www.sacalebrilloatubolsillo.cl sugiere no endeudarse por un monto superior a 25% del sueldo líquido.

financieras y de desarrollo profesional (Avery & Hoxby, 2013; Hoxby & Turner, 2013). Cuando estudiantes talentosos no aprovechan sus oportunidades de acceso a educación superior se produce una pérdida de bienestar para ellos y un daño a la productividad de la economía.

El segundo ejemplo está relacionado con el prepago de los créditos hipotecarios. El ejercicio óptimo de la opción de prepago depende de factores como la tasa de interés del crédito, el monto del crédito vigente, el costo de cierre del crédito original, el costo de originación del nuevo crédito, la estructura impositiva y la volatilidad de las tasas de interés. Las estimaciones disponibles sugieren que la opción de prepago se vuelve atractiva para disminuciones entre un 1% y 2% en las tasas de interés (Agarwal, et al., 2013). Sin embargo, la evidencia empírica muestra que una gran parte de los deudores no ejerce su opción de prepago cuando las tasas de interés de sus créditos superan las tasas a las cuales podrían refinanciarlos. Este fenómeno ha sido documentado para el caso de los EEUU (Johnson, et al., 2015; Keys, et al., 2016), Dinamarca (Andersen, et al., 2015) e Italia (Bajo & Barbi, 2015). Pese a que la vivienda representa el principal activo y fuente de deuda de las familias chilenas (Madeira & Pérez, 2013), no hay estudios que midan el porcentaje de deudores hipotecarios que han ejercido “óptimamente” su opción de prepago frente a disminuciones significativas en la tasa de interés.

El tercer ejemplo tiene que ver con la elección de las mejores opciones de endeudamiento de corto plazo. En los Estados Unidos se ha documentado que miles de personas toman créditos con “Payday lenders”, intermediarios financieros que cobran tasas de interés que superan el 400% anual, a pesar de tener una línea de crédito disponible en sus tarjetas de crédito bancarias que típicamente cobran tasas inferiores al 20% anual (Agarwal, et al., 2009).

Por último, en el sistema previsional chileno, a septiembre de 2016 se observa que las cuatro AFP más caras cobraban entre 3,1 y 3,8 veces más que la AFP más barata, a pesar de que desde la creación del sistema en 1981 no se observan diferencias “estadísticamente” significativas en la rentabilidad de los fondos de pensiones de las AFP

vigentes ni tampoco en la calidad de servicio (Lara, et al., 2016). Las diferencias en comisiones son económicamente relevantes por cuanto los cotizantes de la AFP más cara pagan una comisión equivalente a 4,1 días de trabajo anual, mientras que la más barata representa solo 1,1 días al año. En este contexto, es difícil entender que, a la fecha de dicho estudio, 77,6% de los cotizantes estuviera afiliado a las cuatro AFP más caras.

2.2 Estrategia competitiva de los intermediarios financieros

La falta de habilidades del consumidor financiero puede distorsionar los incentivos de los intermediarios financieros para competir. Estudios recientes muestran que las empresas tienen incentivos para aumentar la complejidad de las decisiones del consumidor financiero con racionalidad limitada porque esto les permite aumentar su poder de mercado y alcanzar ganancias superiores a las que se observarían en un mercado con menor complejidad. Para ello pueden agregar elementos a la estructura tarifaria (Carlin, 2009), aumentar el número de atributos (Carlin & Manso, 2011), incrementar la complejidad de productos y servicios (Spiegler, 2006) u ocultar ciertos atributos de la estructura tarifaria (Gabaix & Laibson, 2006). En estos modelos, la entrada de nuevos actores a la industria no resuelve el problema, porque los incumbentes responden añadiendo más complejidad a la estructura tarifaria. Incluso en mercados con productos homogéneos, se puede mostrar que aumentar la complejidad de la estructura tarifaria tiene como resultado que distintos consumidores pagan distintos precios por productos idénticos, violando así la ley de un solo precio (Carlin, 2009).

2.3 Legitimidad

La legitimidad de una organización (o industria) se puede entender como una percepción generalizada de que sus acciones son aceptables en el marco de un conjunto de normas, valores y creencias construidas por el entorno social en que se encuentra inserta (Suchman, 1995). En este contexto, la brecha entre complejidad de las decisiones y capacidades del consumidor financiero pueden afectar la confianza y aprobación ciudadana de los principales actores que operan en el mercado de capitales. Para ilustrar

el daño que la falta de conocimiento financiero podría ocasionar en la legitimidad de la industria financiera, a continuación se analiza el caso de la industria de AFP.

Un estudio encargado por la Comisión Bravo muestra que 66% de los afiliados cree que las bajas pensiones son responsabilidad de las AFP (Comisión Pensiones, 2015). Sin embargo, las bajas pensiones (en relación a expectativas anteriormente creadas) son reflejo de las limitaciones del mercado laboral, un aumento en la expectativa de vida y parámetros clave del sistema como la tasa de cotización obligatoria y la edad de jubilación. Por otra parte, el mismo estudio muestra que 57% no cree que las AFP hayan hecho una gestión eficiente de los ahorros previsionales a pesar de que las rentabilidades de los fondos de pensiones han superado a las consideradas en el escenario base con que se diseñó el sistema y que no hay estudios formales que demuestren que las administradoras pudieron haber alcanzado mejores combinaciones de rentabilidad y riesgo en sus inversiones (López, 2017)².

El descontento con el sistema de pensiones y, en particular, con la industria de administradoras, tuvo efectos sociales y políticos muy relevantes durante el año 2016. En primer lugar, tomó fuerza el movimiento “No + AFP”, cuya principal consigna es una transformación profunda al sistema de pensiones hacia un sistema de reparto y la desaparición de la industria de administradoras privadas. Entre los principales hitos de este movimiento se encuentran tres marchas masivas organizadas entre julio y octubre de 2016, que contaron con miles de manifestantes a lo largo del país. Segundo, la expresión ciudadana de descontento con el sistema de pensiones produjo un cambio en las prioridades del Gobierno, posicionando la discusión de una reforma al sistema de pensiones como prioridad en su agenda. Tercero, los efectos políticos de la falta de legitimidad han abierto espacios que han incentivado a distintos actores a proponer iniciativas que sintonizan con el descontento ciudadano, pero que podrían tener efectos

² Estas percepciones se suman al descontento por situaciones que si tienen fundamento como el hecho de que algunos actores tienen la capacidad de obtener beneficios que han sido cuestionados por la opinión pública. Entre estos se encuentran los escándalos por las pensiones a las que han podido acceder un grupo reducido de personas a través del uso de medios cuestionables desde el punto de vista ético y legal. También se tienen las ganancias de las administradoras que pueden considerarse superiores a las que se justifican por el nivel de riesgo del negocio (López, 2016; Valdés & Marinovic, 2005).

perjudiciales en las mismas personas a quienes están orientadas. A continuación se presentan dos ejemplos de estas medidas, una propuesta por el Gobierno y otra por el movimiento No + AFP.

A pocos días de la primera marcha en julio de 2016, el Gobierno anunció una serie de medidas orientadas a perfeccionar el sistema de pensiones. Una de ellas apuntaba a aumentar la equidad del sistema de pensiones imponiendo a las AFP la devolución de las comisiones cobradas a los afiliados en periodos en que los fondos de pensiones tuvieran rentabilidades negativas. De esta manera, se atendía el descontento ciudadano asociado al hecho que las AFP obtienen ganancias “incluso cuando los trabajadores pierden”. Sin embargo, esta medida podría reducir los incentivos de las AFP para tomar riesgos, afectando la rentabilidad esperada de los fondos de pensiones (López & Morgado, 2016).

Por su parte, simpatizantes del movimiento No+AFP han propuesto, entre otras medidas, que los afiliados traspasen sus ahorros previsionales al fondo E (más conservador). Sin embargo, esta iniciativa no cumple su propósito de “perjudicar” a la industria de AFP, aunque si podría afectar negativamente a los trabajadores. A pesar de que no es posible predecir cuál de los fondos logrará una mayor rentabilidad en el futuro, de acuerdo a la teoría y práctica financiera, los precios de los activos tienen implícita una expectativa de que los fondos más riesgosos entregarán una mayor rentabilidad en el largo plazo. En este contexto, una persona que opte por el Fondo A y se cambie al Fondo E estaría comprometiendo su rentabilidad. Por lo tanto, una población que entienda estos elementos no apoyaría, necesariamente, muchas de las propuestas que han surgido para lograrlo.

A la fecha de redacción de este artículo, no hay claridad respecto a las iniciativas que se transformarán en ley. Sin embargo, el hecho que las marchas contra las AFP hayan logrado posicionar una reforma al sistema de pensiones como una prioridad en la agenda presidencial no es algo menor. En tiempos de elecciones, un movimiento social que cuente con la simpatía de un consumidor financiero poco informado y con aspiraciones poco realistas podría apoyar ideas que lo terminen perjudicando.

3. Educación financiera

Para abordar la brecha entre habilidades y complejidad de las decisiones que enfrenta el consumidor financiero, se ha promovido la educación financiera y se ha reformado el mercado de capitales con el objeto de simplificar y orientar la toma de decisiones en una dirección que promueva su bienestar. Esta sección discute la educación financiera y la próxima se refiere a las modificaciones en la estructura del mercado de capitales.

De acuerdo a la OECD, la educación financiera es “el proceso a través del cual el consumidor financiero mejora su comprensión de conceptos y productos financieros a través de información, instrucción y asesoría objetiva; desarrollando las habilidades y confianza que le permiten estar consciente de oportunidades y riesgos para tomar de decisiones informadas, saber dónde buscar ayuda y seguir todas las acciones necesarias para mejorar su bienestar material” (OECD, 2005)³.

La educación financiera ha sido una de las respuestas más populares para enfrentar la brecha entre la complejidad y habilidades del consumidor financiero para abordar sus finanzas personales. En las últimas dos décadas se ha observado una proliferación de iniciativas orientadas a educar financieramente a la población, tanto en países desarrollados como en vías de desarrollo. Al año 2015, cerca de 60 países habían implementado o estaban desarrollando una estrategia nacional de educación financiera (OECD, 2015).

Los objetivos de estas estrategias de educación financiera varían entre países, pero generalmente apuntan a promover la planificación financiera, el uso de servicios financieros (inclusión financiera), aumentar el ahorro previsional y reducir el endeudamiento considerado “excesivo”. Entre los medios utilizados para entregar esta educación se incluyen folletos informativos, sitios web, videos, charlas, cursos o asesorías personalizadas. Algunos países incluso han incorporado la educación financiera en los programas curriculares obligatorios de estudiantes primarios y secundarios. Entre los

³ Traducción del autor.

principales actores que entregan educación financiera se encuentran organismos públicos, intermediarios financieros y organizaciones sin fines de lucro.

3.1 Educación financiera en Chile

La preocupación por la educación financiera en Chile comenzó a tomar fuerza a inicios de la década pasada. A partir del trabajo pionero de la Primera Encuesta de Protección Social (Centro de Microdatos, 2004), distintos sondeos han documentado el bajo nivel de conocimiento financiero de la población. Del mismo modo, la crisis subprime, la creciente sofisticación de los servicios financieros, el interés por promover la inclusión financiera y el posicionamiento que la educación financiera ha logrado a nivel internacional, también han reforzado este interés (Marshall, 2015).

A nivel de Gobierno, esta preocupación dio origen a la creación de la "Comisión Asesora para la Inclusión Financiera". Entre sus principales objetivos, esta Comisión busca "potenciar el desarrollo de una estrategia nacional en materia de educación financiera, que promueva una mejor comprensión de los conceptos y productos financieros, así como de los derechos del consumidor por parte de la ciudadanía, en conjunto al desarrollo de habilidades y conocimientos que les permitan mejorar su bienestar." (Decreto 954, 2014, art. 2º, inciso a). Esta comisión está integrada por cinco ministerios y es encabezada por el Ministro de Hacienda. También cuenta con la participación de superintendencias, Banco Central y otros organismos del Estado.

Adicionalmente, existe una serie de instituciones que entregan educación financiera a distintos segmentos de la población. Entre los organismos del Estado se encuentran los siguientes: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), Servicio Nacional del Consumidor (Sernac), Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), Superintendencia de Pensiones (SP), Banco Central y algunos ministerios. Otras instituciones comprenden universidades, ONGs, asociaciones gremiales (Asociación de AFP, Asociación de Bancos, Asociación de Fondos Mutuos) y las instituciones representadas por estas asociaciones.

Entre estas entidades, la SBIF ha sido uno de los principales impulsores de la educación financiera a través de sus múltiples actividades orientadas a sensibilizar a la población sobre la importancia de contar con un adecuado manejo de sus finanzas personales. Entre sus iniciativas destacan el desarrollo de diversos programas de educación financiera a lo largo del territorio nacional, la creación de un “Departamento de Inclusión y Educación Financiera” que desarrolla esta oferta de programas, la realización de la Encuesta de Medición de Capacidades Financieras (CAF-SBIF, 2016), su participación en la International Network on Financial Education (INFE), la coordinación del “Mes de la Educación Financiera” y la “Feria de Educación Financiera”. Esta última es una iniciativa público-privada que en sus tres años de historia ha contado con la participación de los organismos estatales y las asociaciones gremiales mencionadas anteriormente, así como Ministros de Estado y la Presidenta de la República.

Por su parte, Sernac ha sido uno de los principales referentes en materia de protección al consumidor financiero. Entre sus principales funciones destacan dos. En primer lugar, recibe reclamos, actuando como mediador en las disputas entre consumidores e intermediarios financieros y educando a los consumidores respecto a sus derechos. Segundo, Sernac realiza estudios periódicos sobre las diferencias en el costo de productos financieros otorgados por instituciones bancarias y no bancarias. Entre los estudios más populares se encuentran los de costo de los créditos de consumo, avances en efectivo y créditos automotrices. Los resultados de estos estudios han logrado una alta presencia en los medios de comunicación escrita y televisión, destacando el ahorro que podrían lograr los consumidores comparando alternativas.

Al igual que en el resto del mundo, no hay un catastro que identifique las distintas iniciativas públicas y privadas orientadas a promover la educación financiera. En parte, esto se debe a la heterogeneidad y dispersión de las distintas actividades y a la ausencia de una entidad que las articule. No obstante, a la fecha se han realizado dos estudios que avanzan en esta dirección. El primero, de la SBIF, se basó en una encuesta a 48 entidades públicas y privadas, 35 de las cuales están relacionadas con el sector bancario. Los resultados preliminares muestran que la mayoría de estas entidades ofrece educación

financiera a través de charlas, sitios web y talleres dirigidos principalmente a trabajadores, estudiantes y microempresarios⁴. Aunque los temas cubiertos por estas iniciativas son diversos, los principales comprenden ahorro, endeudamiento y buen uso del crédito, administración de recursos financieros, productos financieros y, en menor medida, inversiones, uso de medios de pago, previsión y seguros.

Un segundo catastro elaborado por académicos de la Universidad de Concepción identifica 18 iniciativas originadas por organismos dependientes del Estado y 22 iniciativas originadas en organismos privados (Universidad de Concepción, 2016). Entre las entidades consideradas por este estudio que no están cubiertas por el análisis de la SBIF se encuentran AFPs, administradoras generales de fondos (AGF), así como sus respectivas asociaciones gremiales y reguladores. El estudio también considera organizaciones sin fines de lucro que no representan intereses gremiales, como la Fundación Techo y Fondo Esperanza. Los resultados muestran que el público objetivo de estas iniciativas incluye a estudiantes, trabajadores y microempresarios. Entre los principales medios empleados también se encuentran charlas, talleres, sitios web y medios audiovisuales.

Por último, cabe señalar que en 2015 un grupo de parlamentarios ingresó al Congreso un proyecto de ley que propone introducir educación financiera obligatoria en los programas de estudios de los alumnos de educación primaria y secundaria. Específicamente, el proyecto señala que “los establecimientos educacionales reconocidos por el Estado deberán incorporar en sus mallas curriculares, y en todas las etapas del proceso educativo, contenidos o módulos de educación financiera, con especial consideración en promover el ahorro y la disciplina en el manejo de los recursos económicos.”⁵. Sin embargo, a 17 meses de su ingreso a la Cámara de Diputados, el proyecto aún se encuentra en su primer trámite constitucional.

⁴ Los resultados preliminares de este estudio fueron presentados por el Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras. http://www.sbif.cl/sbifweb3/internet/archivos/DISCURSOS_11174.pdf

⁵ Fuente: Proyecto de ley que modifica la ley N°20.370, General de Educación, Boletín N°10262-04, 15 de Agosto de 2015.

3.2 Impacto de la educación financiera

Existe una creciente literatura que analiza la relación entre educación financiera, conocimiento financiero y administración de las finanzas personales (Fernandes, et al., 2014; Hastings, et al., 2013; Lusardi & Mitchell, 2014; Miller, et al., 2015). Estos estudios muestran que existe una “asociación” positiva entre distintas medidas de conocimiento financiero, buenas prácticas como la planificación financiera y acumulación de riqueza. Sin embargo, estamos lejos de contar con resultados concluyentes respecto al posible impacto causal de la educación financiera en conocimiento y la toma de decisiones del consumidor financiero.

Una de las principales dificultades para medir el impacto de la educación financiera es su heterogeneidad. En efecto, los programas de educación financiera difieren en contenidos, método pedagógico, momento en el que se ofrecen, así como las circunstancias, preferencias y capacidad de aprendizaje de los participantes. En un meta-análisis que analizó 188 estudios que evalúan el impacto de iniciativas de educación financiera (heterogéneas), los resultados sugieren que éstas podrían tener efectos positivos en el ahorro y registro de información financiera, pero no en el pago de créditos (Miller, et al., 2015).

En general, los programas que encuentran un impacto positivo son una minoría que aborda cuidadosamente aquellas decisiones del consumidor financiero que podrían estar asociadas a la falta de conocimientos y habilidades financieras. Un ejemplo de iniciativas exitosas corresponde a aquellas orientadas a mejorar el acceso a la educación superior por parte de estudiantes de bajos ingresos en EEUU (Hoxby & Turner, 2013; Bettinger, et al., 2012). Estas iniciativas surgieron a partir de la observación de evidencia empírica que apuntaba a que muchos estudiantes secundarios talentosos no aprovechaban sus oportunidades de acceso a educación superior debido a falta de información adecuada. En este contexto, se diseñaron programas de educación financiera que entregaban información de manera simple y atractiva, sustentada sobre evidencia psicológica, al tiempo que también facilitaba sus postulaciones a la educación superior.

En el caso chileno, la evidencia también sugiere que la entrega de información respecto al acceso a financiamiento para la educación superior afecta las decisiones de estudiantes que finalizan su educación primaria (Dinkelman & Martínez, 2014). Específicamente, un grupo que recibió un video educativo tuvo una mayor probabilidad de ingresar a programas de educación media que preparan para estudios universitarios (científico-humanista), tuvieron mejores indicadores de asistencia a clases y alcanzaron mayores grados de conocimiento acerca de las posibilidades de financiamiento para la educación superior que otro grupo de similares características que no recibió este material.

4. Diseño del mercado de capitales

Una segunda alternativa para abordar el bajo nivel de habilidades financieras es reducir la complejidad con que se presenta la información y orientar las decisiones hacia aquellas que escogería un consumidor bien informado. Esto se traduce en iniciativas que simplifiquen los contratos financieros, la elaboración de indicadores que faciliten la comparación entre productos e incluso limiten el número de opciones.

Cuando su diseño se sustenta en un diagnóstico riguroso, las medidas orientadas a reducir la complejidad tienen entre sus ventajas la rapidez, el menor costo de implementación y la mayor probabilidad de impacto. En efecto, dado el bajo nivel de competencias de la población, el costo de educarla financieramente en muchos casos será mayor al de reducir la complejidad. No obstante, la estandarización y simplificación de opciones presenta dos limitaciones. La primera, es que esta no se realice sobre la base de estudios que identifiquen de manera rigurosa los elementos que deben incluirse (o excluirse) en la oferta de servicios financieros. La segunda es una reducción en la variedad de opciones a las que pueden acceder las personas. No obstante, la teoría muestra que cuando los mercados no son perfectos, un aumento en las alternativas de inversión puede reducir el bienestar de la población (Hart, 1975; Elul, 1995; Carlin, 2009; Carlin & Manso, 2011; Spiegler, 2006). Del mismo modo, desde un punto de vista empírico, dado que la

población tiene un bajo nivel de educación financiera y competencias básicas en general, es poco probable que se beneficien con muchas de las alternativas que no comprenden (Iyengar & Kamenica, 2010; Iyengar, et al., 2004).

En el mercado de capitales chileno se han implementado una serie de modificaciones que apuntan en esta dirección. Estas se pueden agrupar entre las que reducen la complejidad con la que se presenta la información y otras que limitan las opciones que enfrentan los consumidores.

4.1 Reducción de la complejidad con la que se presenta la información

Desde el año 2000, las principales industrias del sector financiero (AFP, fondos mutuos, banca e isapres) han modificado la estructura de cartas y folletos que utilizan para informar a los consumidores. Adicionalmente, a excepción de la industria de isapres, en las otras tres se han establecido regulaciones que simplifican la estructura tarifaria de sus productos o se han desarrollado indicadores que resumen sus costos. En el caso de las AFPs, con anterioridad a 2008, los afiliados tenían que pagar una comisión fija (independiente de la contribución obligatoria a su cuenta de capitalización individual), una comisión variable expresada como porcentaje del ingreso imponible del cotizante y una comisión por el traspaso de una AFP a otra. Con la reforma al sistema de pensiones promulgada en 2008 (Ley N° 20.255), se eliminó la comisión fija y la de traspaso entre AFPs, con lo cual la comisión total se redujo a un único indicador correspondiente a un porcentaje del sueldo del cotizante. Pese a estos avances, la mayoría de los afiliados no sabe cuánto le cobra su administradora (Ministerio del Trabajo y Previsión Social, 2016) y en su mayoría se encuentran afiliados a las cuatro AFP más caras sin que éstas puedan asegurar que les entregarán mayores rentabilidades en el futuro (Lara, et al., 2016).

A partir de 2012, la industria bancaria y otras entidades que otorgan créditos comenzaron a reportar la Carga Anual Equivalente (CAE)⁶. Este indicador se expresa como una tasa anual que resume todos los gastos asociados a un crédito (intereses, impuestos, estudios de títulos, comisiones, etc.). Esta medida mantiene la estructura de comisiones y

⁶ Ley N° 20.555, Art. 17 G.

otros gastos a asociados a un crédito, pero facilita la comparación por parte de los usuarios. En general, la evidencia disponible muestra que muchos no saben usar la CAE para comparar el costo de los créditos (Canales, 2015) y que la iniciativa solo redujo la tasa de interés promedio para la población perteneciente al 40% de mayores ingresos (Montoya, et al., 2017).

En el año 2005, la industria de fondos mutuos implementó la Tasa Anual de Costos (TAC)⁷. Esta tasa resume los distintos cobros que realizan las administradoras de fondos por su gestión (remuneración fija, remuneración variable, gastos operacionales y otros gastos). Sin embargo, a la fecha no se han realizado estudios que evalúen el impacto de esta medida.

En general, las iniciativas orientadas a mejorar la entrega de información han reducido la complejidad con la que esta se presenta a los consumidores y, por consiguiente, han contribuido a facilitar su comprensión. Sin embargo, sabemos poco sobre su impacto en los precios, exposición al riesgo y calidad de los servicios que utilizan los consumidores.

A nivel de diseño, una de las principales carencias que ha tenido el desarrollo e implementación de estas medidas es su falta de respaldo académico. En la mayoría de los casos no se conocen los estudios que fundamentan el diseño de los indicadores, cartas, folletos informativos y sitios web. Al no ser de conocimiento público, estos estudios no se someten a la evaluación académica de pares ni se nutren de elementos valiosos que podrían aportar distintas disciplinas. La colaboración con el mundo académico es clave para guiar el diseño e implementación de medidas orientadas a mejorar la información del consumidor financiero.

4.2 Reducción de alternativas y orientación de la toma de decisiones

Junto a la reducción en la complejidad con la que se presenta la información, también se han implementado una serie de medidas que apuntan a orientar la toma de decisiones

⁷ Circular N° 1782 de 2005, Superintendencia de Valores y Seguros.

por la vía de reducir las alternativas disponibles. A continuación se presentan tres ejemplos.

4.2.1 Productos obligatorios

En el caso más extremo, la regulación vigente obliga a los consumidores a adquirir productos y servicios financieros considerados prioritarios. Desde una perspectiva económica, esta obligatoriedad se fundamenta en al menos dos razones. Primero, muchas personas no contratarían estos productos y servicios de manera voluntaria, exponiéndose a situaciones que podrían afectar negativamente su bienestar. Segundo, la ausencia de estos productos se traduce en costos que son asumidos por terceros y el Estado. Entre las principales obligaciones establecidas se destacan las siguientes:

- Contribución obligatoria igual a 10% del ingreso imponible mensual destinada al fondo individual de ahorro previsional (Decreto Ley 3.500).
- Cotización de al menos un 7% del ingreso imponible mensual destinado a financiar un seguro de salud.
- Seguro obligatorio de accidentes personales (SOAP) para vehículos motorizados (Ley, 18.490).
- Seguro de accidentes laborales y enfermedades profesionales de trabajadores dependientes (Ley 16.744).
- Seguro de incendio en copropiedades (Ley 19.537), para propietarios de departamentos y otras viviendas que se encuentren en condominios (a menos que el reglamento de copropiedad establezca lo contrario).

4.2.2 Administración de ahorros previsionales

En materia de ahorro previsional obligatorio, los afiliados cuentan con un número limitado de alternativas respecto a las entidades que pueden administrar estos fondos y los vehículos de inversión disponibles. Primero, los fondos sólo pueden ser gestionados por

AFPs. Segundo, las personas sólo pueden optar entre cinco fondos para invertir sus ahorros previsionales. Estos fondos, identificados por las letras A, B, C, D y E, se diferencian en su nivel de exposición a instrumentos de renta variable (acciones) y de renta fija (deuda). El Fondo A tiene la mayor exposición a activos de renta variable, la cual disminuye progresivamente desde el Fondo B al Fondo E. Adicionalmente, el régimen de inversiones que regula los fondos de pensiones restringe las alternativas de inversión, de manera que los fondos tengan niveles acotados de riesgo (rating crediticio), liquidez (facilidad para vender al precio de mercado) y se encuentren diversificados (entre sectores económicos, tipo de activos financieros y ubicación geográfica). Por último, cuando los afiliados no eligen entre los fondos, se les asigna uno por defecto en función de su edad⁸.

Al considerar el nivel de habilidades financieras de los afiliados, difícilmente un mayor grado de libertad les permitiría acceder a un mejor menú de combinaciones de rentabilidad esperada y riesgo para sus fondos de pensiones. En un contexto de mayor libertad, la evidencia internacional muestra que los trabajadores toman decisiones de inversión que no maximizan sus posibilidades de rentabilidad esperada y riesgo. Por ejemplo, una parte importante de los trabajadores que participan en el programa de ahorro previsional denominado 401K en los Estados Unidos invierten más del 50% de sus ahorros en las acciones de la empresa en que trabajan (Benartzi, 2001; Choi, et al., 2004). Entre otros problemas, esta estrategia no aprovecha los beneficios de la diversificación y concentra el riesgo laboral con el riesgo de la rentabilidad de sus ahorros previsionales.

4.2.3 Licitaciones

El principal objetivo de las licitaciones es mitigar las dificultades de los consumidores para comparar entre distintas alternativas y reducir los precios que estos pagan por sus productos y servicios financieros. En general, las licitaciones son recomendables para productos y servicios con alto grado de homogeneidad, de manera que un consumidor

⁸ Los fondos de los afiliados que tengan hasta 35 años son asignados al Fondo B; hombres entre 36 y 55 años y mujeres entre 26 y 50 años son asignados al Fondo C. A partir de 55 años para hombres y 50 para mujeres, los fondos son asignados al Fondo D.

racional elegiría la alternativa que le ofrezca el menor precio independientemente de sus gustos y preferencias.

En la práctica, el regulador define un mecanismo de subasta a través del cual se coordina la contratación colectiva para un grupo de consumidores de un producto o servicio estandarizado que cumple con requisitos mínimos de cobertura y calidad de servicio al participante que ofrezca el menor precio. Algunos ejemplos que se han implementado en Chile son la licitación de los seguros asociados a créditos hipotecarios (desgravamen para el deudor; incendio, sismo y salida de mar para la propiedad), seguro de invalidez y sobrevivencia asociados a las cuentas de ahorro previsional obligatorias o la administración del seguro de cesantía. También destacan la administración de cuentas de capitalización individual para los afiliados que se incorporan al sistema de capitalización individual y las ofertas de contratos de renta vitalicia y retiro programado que se realizan a través del sistema de consultas y ofertas de montos de pensión (SCOMP).

En términos de resultados, las primeras licitaciones de seguros de crédito hipotecario redujeron en 62,1% el precio promedio de los seguros de desgravamen y en 34,3% los seguros de incendio y sismo (SVS, 2013). En el caso del seguro de invalidez y sobrevivencia, entre la primera licitación efectuada en 2009 y la cuarta en 2014, las primas para hombres cayeron en un 38,5% y para mujeres en un 43,1% (AAFP, 2016). Por último, en el periodo 2009-2016, las licitaciones de administración de cuentas de capitalización individual para afiliados nuevos han reducido en 70% la comisión cobrada por la AFP más barata de la industria, pasando de 1,36% a 0,41% del ingreso imponible. En ninguno de estos casos se han observado diferencias relevantes en términos de calidad de los productos y servicios recibidos por los consumidores y, por consiguiente, se puede afirmar que las licitaciones los han beneficiado.

En el caso de la implementación del SCOMP, la situación es diferente. Si bien esta iniciativa apuntó a corregir irregularidades que se observaban en el mercado de rentas vitalicias (Rocha & Thorburn, 2007; Walker, 2009), la evidencia disponible sugiere que esta medida no se ha traducido en mejores pensiones para los trabajadores (Coloma, 2011).

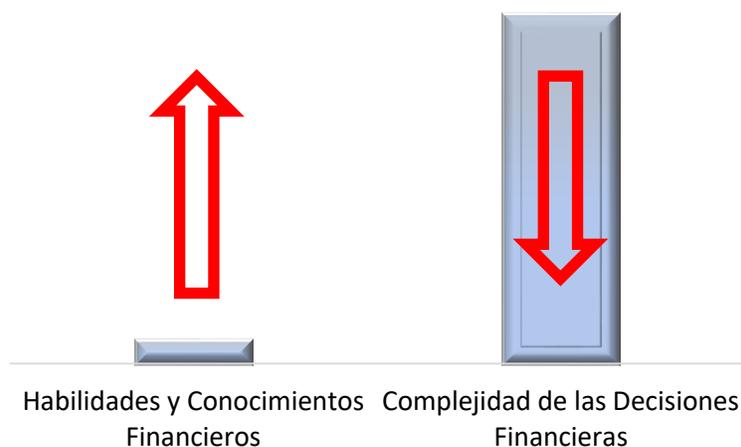
Pese a los buenos resultados que han tenido las licitaciones en el caso de los seguros de los créditos hipotecarios, el seguro de invalidez y sobrevivencia y la administración de cuentas de capitalización para personas que se integran al mercado laboral, estas no son aplicables a una serie de decisiones relevantes. Por ejemplo, a la elección de carreras universitarias o para evaluar el nivel de riesgo de una inversión, decisiones que dependen de las preferencias y contexto de las personas.

5. Algunas propuestas

A continuación se plantean propuestas orientadas a mejorar el bienestar del consumidor financiero sobre la base de tres ejes. El primero consiste en tener una institución que elabore un diagnóstico que ofrezca una mirada sistémica, permita definir prioridades, evalúe alternativas de intervención y, sobre una base fundada, planifique y articule una estrategia que coordine los esfuerzos de distintos actores. El segundo es promover educación financiera basada en evidencia que fundamente su relevancia e impactos esperados. El tercer eje consiste en reducir la complejidad del mercado de capitales, haciéndolo más amigable.

Figura 1

Estrategias para mejorar el bienestar del Consumidor Financiero



Fuente: Elaboración propia

5.1 Necesidad de una institución responsable

Para impulsar una política enfocada en el consumidor financiero se necesita una entidad con dedicación exclusiva, con competencias técnicas y políticas, capaz de elaborar una estrategia de largo plazo que guíe y articule los esfuerzos de distintos actores con una mirada integral. Esta entidad debería tener objetivos concretos, plazos definidos, atribuciones específicas y un presupuesto razonable que le permita desarrollar su quehacer. La necesidad de una institución con estas características se explica por al menos tres razones.

Primero, la naturaleza y envergadura del problema requiere de una mirada sistémica que difícilmente podría entregar alguna de las instituciones vigentes. Pese a que distintos organismos han abordado los problemas que enfrenta el consumidor financiero desde sus ámbitos de competencia, no se ha logrado un enfoque “integral” que permita identificar prioridades y desarrollar instrumentos (probados científicamente) que contribuyan a mejorar la administración de las finanzas personales por parte de la población. En términos de prioridades, inclusión financiera, endeudamiento responsable y pensiones son los temas que han recibido mayor atención. Sin duda, estos son altamente relevantes porque la capacidad de los consumidores para abordarlos podría afectar significativamente la calidad de sus decisiones y su bienestar. Sin embargo, hay otros temas de tanto o más impacto que no han sido abordados de manera adecuada.

Quizás, el caso más preocupante corresponde a las decisiones de los jóvenes respecto a su educación, uno de los principales determinantes de empleabilidad y salarios durante su ciclo de vida. Pese a su relevancia, la evidencia disponible para Chile sugiere que muchos jóvenes no entienden ni consideran las implicancias económicas asociadas a las distintas trayectorias educacionales que podrían seguir. Por ejemplo, la entrega de material educativo sobre las alternativas de financiamiento para la educación superior tuvo un impacto positivo en las decisiones de educación secundaria de jóvenes que estaban terminando su educación primaria (Dinkelman & Martínez, 2014). En esta línea, otros estudios muestran que los estudiantes universitarios no tienen claridad sobre los

aspectos económicos asociados a su educación superior (Hastings, et al., 2015; Hastings, et al., 2016). Considerando la importancia del capital humano tanto para el desarrollo individual como para la productividad de la economía, analizar la racionalidad de las decisiones de educación de los jóvenes debería ser un tema prioritario.

Segundo, el mundo académico no tiene incentivos suficientes para desarrollar los estudios que se necesitan como base para elaborar dicha estrategia. Una razón posible es que rara vez estos estudios conducen a publicaciones indexadas en revistas internacionales y, por tanto, no son considerados en las postulaciones a concursos de investigación (como FONDECYT). Del mismo modo, la mayoría de las instituciones a nivel nacional no considera el mérito de estas investigaciones en sus evaluaciones para efectos de promoción académica.

Por último, para ilustrar la importancia de que esta entidad tenga dedicación exclusiva, vale la pena recordar la “Comisión para la Inclusión Financiera”. Esta Comisión fue creada en 2014 con el objeto de desarrollar una estrategia para mejorar el bienestar del consumidor financiero. Sin embargo, su incidencia ha sido acotada. En parte, esto se debe a que la comisión está integrada por los titulares de cinco ministerios que tienen que dividir sus esfuerzos y atención en proyectos vinculados a sus carteras, entre los cuales el consumidor financiero no es necesariamente una prioridad.

5.2 Educación Financiera

El diseño e implementación de una política de educación financiera requiere de estudios que permitan identificar las decisiones que ocasionan las mayores pérdidas a las personas. Este diagnóstico permitirá identificar contenidos relevantes, así como los segmentos de la población que son más propensos a tomar decisiones que no maximizan su bienestar. Del mismo modo, es necesario identificar metodologías de enseñanza que podrían ser efectivas y establecer el perímetro de aprendizaje posible de distintos segmentos de la población. La identificación de estos límites es clave porque permitirá evitar inversiones en programas educativos de bajo impacto.

Pese a que contamos con un diagnóstico incompleto, la evidencia internacional en materia de educación financiera ha identificado cuatro obstáculos que comprometen su efectividad (Willis, 2011) y, por tanto, deberían ser considerados en las iniciativas actuales y futuras:

1. ***Diversidad de las preferencias y circunstancias de las personas al momento de recibir la educación financiera.*** La heterogeneidad de intereses y circunstancias reduce la capacidad que tiene un programa de educación para entregar herramientas que sean pertinentes para sus participantes. Una manera de abordar este desafío es identificando instancias que incluyan a personas que enfrentan decisiones y contextos similares.
2. ***Bajo nivel de alfabetismo funcional.*** La población tiene una capacidad limitada para resolver problemas matemáticos y comprender textos simples. Esta situación es difícil de cambiar en la población adulta y es parte de los desafíos de la educación formal a la hora de promover el desarrollo de habilidades lectoras y habilidades matemáticas básicas.
3. ***Depreciación.*** El conocimiento se deprecia tanto por el olvido como por la evolución de los productos y servicios financieros. Por esta razón, es necesario minimizar la brecha entre el momento en que se ofrece la educación financiera y aquel en que las personas la utilizarán. En otras palabras, es importante mejorar la capacidad de decisión de las personas en el momento en que estas deben tomarlas.
4. ***Baja demanda por educación financiera.*** La evidencia internacional –y anecdótica para quienes enseñamos economía y finanzas– muestra que pocas personas están dispuestas a invertir su tiempo y energía en educarse financieramente. Esto se observa pese a que muchos de estos programas se ofrecen de manera gratuita e incluso ocurre cuando se entregan incentivos monetarios (Bruhn, et al., 2014).

Por último, si bien es importante la colaboración con el sector privado, es importante resguardar los posibles problemas de incentivos. En efecto, las instituciones financieras cumplen un rol educacional cuando informan a los consumidores acerca de sus

productos y servicios. Sin embargo, podrían darse situaciones en que sus intereses comerciales se contrapongan a los de las personas, como las descritas en la sección 2b.

5.3 Un mercado de capitales más amigable

A continuación se presentan algunos ejemplos de mercados que podrían beneficiarse con iniciativas que reduzcan la complejidad con que se presenta la información y orienten las decisiones hacia aquellas que escogería un consumidor bien informado.

5.3.1 Cotización de créditos

El Sernac advierte constantemente a los consumidores sobre las diferencias existentes en el costo de los créditos ofrecidos por distintas instituciones financieras. Por ejemplo, en una encuesta realizada en marzo de 2017, que incluyó a 29 intermediarios financieros, los resultados muestran que por un crédito de \$2 millones pagadero en 36 cuotas, una persona podría pagar entre \$2.526.084 y \$3.382.776 dependiendo de la institución con la que lo contrate. Si consideramos una persona de ingreso mediano (\$400.000), el monto de la diferencia entre ofertas es equivalente a dos meses de sueldo. Al considerar créditos hipotecarios, las diferencias son aún más dramáticas. En efecto, por cada punto porcentual que los deudores ahorren en la tasa de un crédito hipotecario a 20 años, el monto de la deuda caerá en un monto en torno a 10% del valor del crédito. De acuerdo al último sondeo disponible (agosto de 2015), Sernac encontró diferencias cercanas a 10% en el costo total de un crédito hipotecario a tasa fija por un monto de UF1.500 a 20 años.

En Chile se sabe poco respecto a la medida en que las personas minimizan sus costos de endeudamiento, especialmente cuando adquieren un crédito hipotecario. Sin embargo, la dispersión de precios que reiteradamente documenta Sernac, sumado a la evidencia internacional, sugieren que varios consumidores podrían estar pagando más que si tuvieran la habilidad de comparar y negociar con distintas instituciones. En efecto, la encuesta del Financial Capability Study aplicada en los EEUU durante 2009 muestra que

cerca de 40% de los deudores hipotecarios no comparó ofertas con distintas instituciones financieras antes de contratar a un crédito hipotecario. En el caso de las tarjetas de crédito, casi 70% declaró no haber comparado las comisiones de distintas instituciones. En la misma línea, otros estudios muestran que consumidores de similares características pagan tasas de interés muy distintas entre sí (Stango & Zinman, 2016).

En este contexto, es necesario desarrollar estudios que permitan cuantificar la magnitud de la dispersión de precios que paga el consumidor financiero chileno y evaluar la medida en que esto se explica por su calidad crediticia. Del mismo modo, también es necesario revisar la efectividad de los medios de difusión que apuntan a sensibilizar a la población sobre la importancia de comparar alternativas de crédito, como los empleados por el Sernac y la SBIF.

5.3.2 Prepago de créditos hipotecarios

Considerando el bajo nivel de habilidades financieras de la población chilena, difícilmente los deudores hipotecarios están en condiciones de identificar situaciones en que les conviene ejercer su opción de prepago. Adicionalmente, la evidencia internacional muestra que incluso las campañas destinadas a informar a los consumidores tienen un efecto modesto (Johnson, et al., 2015; Keys, et al., 2016). En este contexto, los deudores hipotecarios se beneficiarían significativamente de un mecanismo que simplifique el ejercicio de su opción de prepago frente a reducciones en las tasas de interés.

De manera complementaria, se podría establecer que las tasas de interés de los créditos hipotecarios futuros se ajusten automáticamente a la baja cuando estas se reduzcan lo suficiente y que, a su vez, no aumenten cuando las tasas de mercado lo hagan (Campbell, 2013). Aunque esta medida podría encarecer el costo inicial de los créditos, se eliminarían las pérdidas de propietarios que no ejerzan su opción de prepago, el subsidio cruzado que se produce actualmente desde propietarios menos sofisticados que no ejercen dicha opción hacia quienes sí lo hacen, así como los costos de prepago. Desde una perspectiva macroeconómica, esta medida también podría contribuir a estimular la

economía en periodos de baja actividad. Por una parte, la transferencia que se produce desde intermediarios financieros a los hogares tendría mayores efectos sobre la demanda agregada, porque las personas tienen una mayor propensión a consumir que los inversionistas (Keys, et al., 2016). Por otra, menores tasas podrían reducir la morosidad en créditos hipotecarios (Fuster & Willen, 2013; Agarwal, et al., 2017).

5.3.3 Licitación de afiliados a las AFP

Un tercer ejemplo sería extender las licitaciones de administración de cuentas de capitalización individual a quienes ya se encuentran afiliados a una administradora. Esta idea ya fue debatida en la Comisión Marcel y fue apoyada por la mayoría de los miembros de la última Comisión Presidencial sobre pensiones (Comisión Pensiones, 2015). Específicamente, el objetivo de esta medida es aumentar la competencia en la industria de AFP, fomentando una transferencia más equitativa entre los excedentes que se reparten entre administradoras y afiliados. Al mismo tiempo, promovería una mayor legitimidad de la industria (López, 2016). En la práctica se licitaría el servicio de administración de ahorros previsionales de afiliados que ya se encuentran en una AFP, asignándolos a aquella que ofrezca la menor comisión. Con el objeto de preservar la libertad de los afiliados, estos mantendrían su derecho a volver a su AFP original u otra. En este caso, la pasividad de los afiliados jugaría a su favor porque la mayoría estará por “defecto” en administradoras más baratas, sin exponerse necesariamente a un menor nivel de rentabilidad esperada (Lara, et al., 2016). Por su parte, los afiliados que valoren algún atributo específico de su administradora original distinto a la rentabilidad, podrán ejercer su derecho a elegir manteniéndose en su administradora actual o cambiándose a otra de su preferencia.

5.3.4 Fondos mutuos

Por décadas, una de las observaciones más populares e intrigantes en materia de inversiones ha sido que las personas que invierten en fondos mutuos obtienen

rentabilidades (después de comisiones) que son inferiores a las que alcanzarían a través de estrategias pasivas que sigan la evolución de índices diversificados (Malkiel, 2013). Pese a que los análisis de desempeño financiero no consideran otros atributos que podrían ser valorados por los inversionistas, como la calidad de servicio, se necesitan estudios que confirmen o descarten la posibilidad de que los inversionistas están realmente optando por las alternativas de inversión que les ofrecen las mejores relaciones de rentabilidad, riesgo y calidad de servicio.

5.3.5 Planes de Isapres

Como se describió anteriormente, la elección “informada” de un plan de Isapre requiere que los afiliados estimen la probabilidad de ocurrencia de distintos eventos de salud adversos, el costo de las prestaciones asociadas a su tratamiento, la probabilidad de quiebra de las compañías y que comparen el precio de más de 7 mil planes que ofrecen a sus afiliados. A la luz de los conocimientos y habilidades del consumidor financiero, habría un espacio considerable para profundizar la reducción de la complejidad asociada a la elección de planes e instituciones.

4 Conclusión

La complejidad de las decisiones financieras que enfrentan los chilenos sobrepasa enormemente sus habilidades para abordarlas. Esta brecha puede producir al menos tres efectos indeseados que afectan el correcto funcionamiento del mercado de capitales. Primero, reduce el bienestar de quienes toman decisiones subóptimas de acuerdo a sus circunstancias y preferencias. Segundo, distorsiona los incentivos que tienen los intermediarios financieros para competir. Tercero, deteriora la legitimidad de distintos actores de la industria financiera, como ocurrió con la industria de AFP en 2016.

A partir de una revisión de la experiencia nacional e internacional, se plantean propuestas en torno a tres ejes. El primero se basa en una institución que elabore un

diagnóstico que ofrezca una mirada sistémica, permita definir prioridades, evalúe alternativas de intervención y, sobre una base fundada, planifique y articule una estrategia que coordine los esfuerzos de distintos actores. La necesidad de esta institución se explica por la naturaleza y envergadura del problema, que requiere de una mirada sistémica que difícilmente podría entregar alguna de las instituciones vigentes. Adicionalmente, el mundo académico no tiene incentivos suficientes para desarrollar los estudios que se necesitan como base para elaborar dicha estrategia.

El segundo eje apunta a promover educación financiera basada en evidencia que fundamente su relevancia e impactos esperados. En esta línea, es necesario realizar estudios que permitan identificar aquellas decisiones en que la falta de conocimientos y habilidades ocasionan las mayores pérdidas a las personas. Este diagnóstico permitirá identificar contenidos relevantes, así como los segmentos de la población que son más propensos a tomar decisiones que no maximizan su bienestar. Además, ayudará a identificar metodologías de enseñanza que podrían ser efectivas considerando las capacidades de aprendizaje de distintos grupos de la población.

El tercer eje consiste en reducir la complejidad del mercado de capitales, haciéndolo más amigable para los consumidores. Específicamente, se plantean como focos de análisis las dificultades para cotizar créditos entre distintas instituciones financieras, prepago de créditos hipotecarios, elección de AFP, relación precio calidad en la industria de Fondos Mutuos y la complejidad asociada a la elección de planes de Isapres.

Referencias

- AAFP, 2016. AFP: 12 compañías hicieron ofertas por mayor Seguro Colectivo de Chile que protege a 6,1 millones de afiliados y sus familias. Serie de Estudios N° 101, Asociacion de AFP.
- Agarwal, S. y otros, 2017. Policy intervention in debt renegotiation: Evidence from the Home Affordable Modification Program. *Journal of Political Economy*, 125(3), pp. 654-712.
- Agarwal, S., Chomsisengphet, S., Mahoney, N. & Stroebel, J., 2015. Regulating consumer financial products: Evidence from credit cards. *Quarterly Journal of Economics*, 130(1), p. 111–164.
- Agarwal, S., Driscoll, J. C. & Laibson, D. I., 2013. Optimal mortgage refinancing: A closed-form solution. *Journal of Money, Credit and Banking*, 45(4), pp. 591-622.
- Agarwal, S., Skiba, P. M. & Tobacman, J., 2009. Payday Loans and Credit Cards: New Liquidity and Credit. Scoring Puzzles?. *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 99(2), pp. 412-417.
- Anagol, S., Cole, S. & Sarkar, S., 2016. Understanding the advice of commissions-motivated agents: Evidence from the Indian life insurance market. *Review of Economics and Statistics*.
- Andersen, S., Campbell, J. Y., Nielsen, K. M. & Ramadorai, T., 2015. Inattention and inertia in household finance: Evidence from the Danish mortgage market. NBER Working Paper N° 21386.
- Ausubel, L., 1999. Adverse selection in the credit card market. Working Paper, University of Maryland.
- Avery, C. & Hoxby, C., 2013. The Missing “One-Offs”: The Hidden Supply of High-Achieving, Low-income Students. *Brookings Papers on Economic Activity*, 44(Spring), pp. 1-61.
- Bajo, E. & Barbi, M., 2015. Out of sight, out of mind: Financial illiteracy, inattention, and sluggish mortgage refinancing. Working Paper, University of Bologna.
- Benartzi, S., 2001. Excessive extrapolation and the allocation of company stock to retirement accounts. *Journal of Finance*, 56(5), p. 1747–1764.
- Bergstresser, D., Chalmers, J. M. R. & Tufano, P., 2009. Assessing the costs and benefits of brokers in the mutual fund industry. *Review of Financial Studies*, 22(10), p. 4129–4156.
- Bertrand, M. & Morse, A., 2011. Information disclosure, cognitive biases, and payday borrowing. *Journal of Finance*, 66(6), p. 1865–1893.
- Bettinger, E., Long, B., Oreopoulos, P. & Sanbonmatsu, L., 2012. The role of simplification and information in college decisions: results from the H&R block FAFSA experiment. *Quarterly Journal of Economics*, 127(3), pp. 1057-1106.
- Bruhn, M., Lara, G. & McKenzie, D., 2014. The minimal impact of a large-scale financial education program in Mexico City. *Journal of Development Economics*, 108(3), pp. 184-189.
- Bucks, B. & Pence, K., 2008. Do borrowers know their mortgage terms?. *Journal of Urban Economics*, 64(2), p. 218–233.

- CAF-SBIF, 2016. Encuesta de medición de capacidades financieras en los países andinos: Chile 2016, Santiago: Corporación Andina de Fomento (CAF) y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF).
- Campbell, J., 2013. Mortgage market design. *Review of Finance*, 17(1), p. 1–33.
- Campbell, J., 2016. Restoring rational choice: The challenge of consumer financial regulation. *American Economic Review*, 106(5), pp. 1-30.
- Campbell, J. Y., Ramadorai, T. & Ranish, B., 2015. Getting better or feeling better? How equity investors respond to investment experiences. NBER Working Paper N° 20000.
- Canales, I., 2015. Evaluación de la claridad y utilización de información disponible de cuentas de electricidad e información crediticia por parte de los consumidores. Tesis para optar al grado de Ingeniería Civil ed. s.l.:Universidad de Chile.
- Carlin, B. I., 2009. Strategic price complexity in retail financial markets. *Journal of Financial Economics*, 91(3), p. 278–287.
- Carlin, B. I. & Manso, G., 2011. Obfuscation, learning, and the evolution of investor sophistication. *Review of Financial Studies*, 24(3), pp. 754-785.
- Centro de Microdatos, 2004. Análisis y principales resultados: Primera Encuesta de Protección Social, Santiago: Centro de Microdatos.
- Centro de Microdatos, 2013. Segundo Estudio de Competencias Básicas de la Población Adulta 2013 y Comparación Chile 1998-2013, Santiago: Centro de Microdatos.
- Chater, N., Huck, S. & Inderst, R., 2010. Consumer decision making in retail investment services: A behavioural economics perspective. Report to the European Commission.
- Choi, J. J., Laibson, D., Madrian, B. C. & Metrick, A., 2009. Reinforcement learning and savings behavior. *Journal of Finance*, 64(6), p. 2515–2534.
- Choi, J. J., Laibson, D., Madrian, B. & Metrick, A., 2004. Employee investment decisions about company stock. En: O. S. Mitchell & S. P. Utkus, edits. *Pension design and structure: New lessons from behavioral finance*. Oxford: Oxford University Press, pp. 121-136.
- Coloma, F., 2011. El efecto del sistema de consultas y ofertas de montos de pensión en el mercado de rentas vitalicias en Chile. Santiago: Tesis de Magíster en Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Comisión Pensiones, 2015. Informe final Comisión Presidencial sobre el Sistema de Pensiones, Santiago: Ministerio del Trabajo y Previsión Social.
- Del Guercio, D. & Reuter, J., 2014. Mutual fund performance and the incentive to generate alpha. *Journal of Finance*, 69(4), pp. 1673-1704.
- Dinkelman, T. & Martínez, C., 2014. Investing in schooling in Chile: The role of information about financial aid for higher education. *Review of Economics and Statistics*, 96(2), pp. 244-257.
- Elul, R., 1995. Welfare effects of financial innovation in incomplete markets economies with several consumption goods. *Journal of Economic Theory*, 65(1), p. 43–78.
- Fernandes, D., Jr., J. G. L. & Netemeyer, R. G., 2014. Financial Literacy, Financial Education, and Downstream Financial Behaviors. *Management Science*, 60(8), p. 1861–1883.

- Fuster, A. & Willen, P. S., 2013. Payment size, negative equity, and mortgage default. NBER Working Paper N° 19345.
- Gabaix, X. & Laibson, D., 2006. Shrouded attributes, consumer myopia, and information suppression in competitive markets. *Quarterly Journal of Economics*, 121(2), p. 505–540.
- Hart, O., 1975. On the optimality of equilibrium when the market structure is incomplete. *Journal of Economic Theory*, 11(3), p. 418–443.
- Hastings, J., Neilson, C. & Zimmerman, S., 2015. The effects of earnings disclosure on college enrollment decisions. NBER Working Paper No 21300.
- Hastings, J. S., Madrian, B. C. & Skimmyhorn, W. L., 2013. Financial literacy, financial education, and economic outcomes. *Annual Review of Economics*, Volumen 5, p. 347–373.
- Hastings, J. S., Neilson, C. A., Ramirez, A. & Zimmerman, S. D., 2016. (Un)informed college choice: Evidence from Chile. *Economics of Education Review*, Volumen 51, pp. 136–151.
- Hoxby, C. & Turner, S., 2013. Expanding College Opportunities for High-Achieving, Low-Income Students. SIEPR Discussion Paper, Issue 12-014.
- Huang, X., 2016. Mark Twain’s cat: Industry investment experience, categorical thinking and stock selection. Working Paper, Michigan State University.
- Iyengar, S. S., Huberman, G. & Jiang, G., 2004. How much choice is too much? Determinants of individual contributions in 401K retirement plans. En: O. S. Mitchell & S. P. Utkus, edits. *Pension design and structure: New lessons from behavioral finance*. Oxford: Oxford University Press, p. 83–95.
- Iyengar, S. S. & Kamenica, E., 2010. Choice proliferation, simplicity seeking, and asset allocation. *Journal of Public Economics*, 94(7-8), p. 530–539.
- Johnson, E., Meier, S. & Toubia, O., 2015. Leaving money on the kitchen table: Exploring sluggish mortgage refinancing using administrative data, surveys, and field experiments. Unpublished paper, Columbia Business School.
- Keys, B. J., Pope, D. G. & Pope, J. C., 2016. Failure to refinance. *Journal of Financial Economics*, 122(3), pp. 482–499.
- Lara, D., López, F. & Morgado, A., 2016. Fondos de Pensiones: ¿Existe un líder en rentabilidad?. Documento de Investigación N° 315.
- Linnainmaa, J., Melzer, B. & Previtro, A., 2016. The misguided beliefs of financial advisors. Working Paper.
- López, F., 2014. Precio y calidad de los fondos mutuos de acciones chilenas. Observatorio Económico N° 89, Universidad Alberto Hurtado.
- López, F., 2016. Ganancias de las AFP: Nueva evidencia para una vieja discusión. Observatorio Económico N° 109, Universidad Alberto Hurtado.
- López, F., 2016. Industria de AFP chilena: ¿Cuánto gana y cuanto debería ganar?. *Revista de Análisis Económico*, 31(2), pp. 101–114.
- López, F., 2017. Rentabilidad de los fondos de pensiones: ¿Cuánto valor agregan las AFP?. Observatorio Económico N° 117, Universidad Alberto Hurtado.
- López, F. & López, F., 2016. Las lecciones de las Estafas Piramidales en Chile y el Mundo. Observatorio Económico N° 104, Universidad Alberto Hurtado.

- López, F. & Morgado, A., 2016. Devolución de comisiones ¿Cuánto cuesta la equidad?. *Gestión y Tendencias*, 1(3), pp. 4-7.
- Lusardi, A. & Mitchell, O., 2014. The economic importance of financial literacy: Theory and evidence. *Journal of Economic Literature*, 52(1), pp. 5-44.
- Madeira, C. & Pérez, V., 2013. Gestión hipotecaria de las familias chilenas. *Economía Chilena*, 16(2), pp. 122-133.
- Malkiel, B., 2013. Asset management fees and the growth of finance. *Journal of Economic Perspectives*, 27(2), pp. 97-108.
- Malmendier, U. & Nagel, S., 2011. Depression babies: Do macroeconomic experiences affect risk taking?. *Quarterly Journal of Economics*, 126(1), p. 373–416.
- Marshall, E., 2015. Reflexiones sobre la Educación Financiera en Chile. Documentos de Política Económica N° 53, Banco Central de Chile.
- Miller, M., Reichelstein, J., Salas, C. & Zia, B., 2015. Can You Help Someone Become Financially Capable? A meta-analysis of the literature. *World Bank Research Observer*, 30(2), pp. 220-246.
- Ministerio del Trabajo y Previsión Social, 2016. VI ronda EPS 2015: Una mirada a la protección social en Chile, Santiago: Ministerio del Trabajo y Previsión Social.
- Montoya, A. M., Noton, C. & Solis, A., 2017. Evaluating informational regulations in the credit market. Documentos de Trabajo N° 02/17, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF).
- Mullainathan, S., Noeth, M. & Schoar, A., 2012. The market for financial advice: An audit study. NBER Working Paper N° 17929.
- OECD, 2005. Recommendation on principles and good practices for financial education, Paris: OECD.
- OECD, 2015. National strategies for financial education: OECD/INFE policy handbook, Paris: OECD.
- Osorio, D., 2017. El mordisco de los Fondos Mutuos. *El Mercurio Inversiones* N° 16, pp. 22-27.
- Rocha, R. & Thorburn, C., 2007. Developing annuities markets: The experience of Chile. Washington DC: World Bank.
- Spiegler, R., 2006. Competition over agents with boundedly rational expectations. *Theoretical Economics*, 1(2), p. 207–231.
- Stango, V. & Zinman, J., 2014. Limited and varying consumer attention: Evidence from shocks to the salience of bank overdraft fees. *Review of Financial Studies*, 27(4), pp. 990-1030.
- Stango, V. & Zinman, J., 2016. Borrowing high versus borrowing higher: Price dispersion and shopping behavior in the U.S. Credit Card market. *Review of Financial Studies*, 21(4), p. 979–1006.
- Suchman, M. C., 1995. Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of management review*, 20(3), pp. 571-610.
- SVS, 2013. Superintendencia de Valores y Seguros. [En línea]
Available at: <http://www.svs.cl/portal/prensa/604/w3-article-12359.html>
[Último acceso: 17 febrero 2017].

- Universidad de Concepción, 2016. Educación financiera en Chile: Evidencia y propuestas de implementación para la estrategia nacional de educación financiera, Concepción: Universidad de Concepción.
- Valdés, S. & Marinovic, I., 2005. Contabilidad regulatoria: Las AFP chilenas, 1993-2003. Documento de Trabajo N° 279, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Walker, E., 2009. Los mercados de las rentas vitalicias en Chile: Competencia, regulación, ¿y miopía?. *El Trimestre Económico*, 301(1), pp. 145-179.
- Willis, L. E., 2011. The financial education fallacy. *American Economic Review*, 101(3), pp. 429-434.