



**UNIVERSIDAD DE CHILE  
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS  
ESCUELA DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN**

**PROTECCIÓN AL CONSUMIDOR FINANCIERO: EDUCACIÓN FINANCIERA Y  
APORTES DESDE LA ECONOMÍA CONDUCTUAL COMO COMPLEMENTOS AL  
MODELO CLÁSICO DE REGULACIÓN.**

**Seminario para optar al título de Ingeniero  
Comercial, Mención Economía**

**Autor: José Manuel Salinas Valdivieso**

**Director: Guillermo Larraín Ríos Ph.D**

**Santiago, Chile – 2012**



**UNIVERSIDAD DE CHILE**  
**FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS**  
**ESCUELA DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN**

**Informe Tesis:** La tesis de José Manuel Salinas ataca un tema crucial en los sistemas financieros modernos cual es la protección del consumidor de productos financieros. Para ello, examina no solo las razones tradicionales de protección al consumidor basado en asimetrías de información sino además respecto de lo que enseña las finanzas comportamentales. Esta tesis servirá de manera muy importante para ayudar a diseñar una agenda de investigación que permita recolectar información, hoy inexistente, para mejorar los mecanismos de protección al consumidor de productos financieros.

**Nota:** 7.0

**Seminario para optar al título de Ingeniero  
Comercial, Mención Economía**

**Autor:** José Manuel Salinas Valdivieso

**Director:** Guillermo Larraín Ríos Ph.D

**Santiago, Chile – 2012**

## ABSTRACT

La regulación de los mercados financieros tal como se lleva a cabo en la actualidad no resulta ser suficiente para asegurar un funcionamiento óptimo de estos, particularmente de cara a la satisfacción y bienestar de los consumidores. Existe por tanto una brecha deseable de cerrar entre el *outcome* efectivo y el potencial. Teniendo este desafío en mente, el presente trabajo busca enriquecer el debate frente al cambio de paradigma regulatorio, realzando la importancia de la protección al consumidor, aportando visiones sobre la necesidad y limitaciones de mejorar la educación financiera dentro de la sociedad, como también de incorporar aportes desde la economía del comportamiento, principalmente en lo que hace referencia al rol que juega el discutido supuesto de racionalidad dentro de la teoría microeconómica.

## INDICE

1- Introducción.....	5
2- Funcionamiento de los mercados financieros.....	7
a- Funciones de los mercados financieros.....	7
b- Fallas en los mercados financieros.....	9
c- Regulación.....	13
3- Primer complemento a la regulación para la protección del consumidor: Educación financiera...	17
a- Por qué es necesaria la educación financiera.....	18
b-Cuál es la situación en Chile.....	21
c- El enfoque de la educación financiera.....	23
d- Limitaciones de la educación financiera.....	26
4- Segundo complemento para la regulación: El aporte desde la economía del comportamiento....	33
a- Economía conductual y fallas en la regulación del mercado financiero.....	34
b- Identificando aspectos que permitan nuevas instancias de regulación.....	38
5- Dos tópicos relacionados al mercado de las pensiones en Chile.....	40
6- Discusión.....	43
7- Bibliografía.....	45
8- Anexo: Educación financiera en Chile.....	50

## 1- INTRODUCCIÓN

Los mercados financieros son herramientas que permiten a la economía gozar de una instancia donde los recursos se distribuyen y localizan de una manera relativamente eficiente. Estos pueden ser considerados como un eje central de las economías modernas, cumpliendo una función macroeconómica fundamental como lo es la asignación de recursos a los diferentes sectores productivos. Adicionalmente, en un aspecto de mayor relevancia microeconómica, los mercados financieros son de suma importancia para los hogares, siendo para estos últimos una fuente importante de productos y servicios financieros que permiten, en teoría, llevar los presupuestos familiares con una mayor estabilidad y seguridad financiera. Sin embargo, como todo mercado real, en su funcionamiento adolece de diversas fallas, las cuales le impiden llevar a cabo la tarea de una eficiente asignación de recursos de manera correcta, pudiendo ser esta labor perfectible. Como consecuencia de las fallas, surge la regulación y supervisión, tareas llevadas a cabo por el Estado, las cuales buscan guiar al mercado hacia resultados que mejoren en cuanto a la eficiencia y que impliquen un aumento en el bienestar social. Sin embargo, el diseño regulatorio no está exento de fallas en su implementación. Ya sea por el alcance incompleto de este o por errores en su formulación y/o implementación, los mercados financieros, con el determinado grado de regulación existente en la actualidad, aún evidencian fallas y situaciones perfectibles que significan no solo desaprovechar la oportunidad de cerrar la brecha entre nivel de bienestar alcanzado y el potencial, sino que también, muchas veces, perjudicar a alguno de sus actores. Un elemento adicional que es importante no perder de vista, es el carácter consensuado que poseen los procesos de diseño regulatorio financiero, en donde existen ciertamente posibilidades de captura por parte de la oferta, la cual atenta contra la intención de cerrar aquella brecha.

Ante las incidencias que se observan frente al imperfecto funcionamiento de los mercados financieros, un tema interesante es el de la protección a los consumidores de dichos mercados. Si bien los consumidores podrían ser considerados como el actor más importante del mercado, muchas veces frente a las imperfecciones son los más perjudicados. Sus características, tales como el mayor costo de coordinación, la menor experticia en temas técnicos o comportamientos distantes de la teoría de elección racional, hacen que frente al funcionamiento, diseño regulatorio, implementación y fallas que

persisten, sean los que enfrentan mayores dificultades en el resultado efectivo del mercado. Esta es la inquietud tras este trabajo, el cual intenta argumentar y enriquecer la discusión acerca de la protección al consumidor financiero. Existe evidencia como para estar a favor de un cambio en el paradigma regulatorio actual, por lo que este documento se enfoca en plantear dos líneas complementarias para perfeccionarlo.

Como respuesta al problema planteado, surge la idea de una primera medida complementaria, la cual responde a la incompleta o definitivamente pobre comprensión acerca de temas básicos financieros. Esta comprensión es necesaria para tomar en conciencia las más fundamentales decisiones financieras en un hogar, por lo tanto se plantea impartir conocimientos financieros en la población y de esta forma empoderarla para una mejor toma de decisiones. Si bien se concluye que implementar programas de educación financiera no es una herramienta tan potente como se podría creer, sigue siendo deseable tener iniciativas en esta dirección.

Como segunda línea complementaria, se desarrolla una revisión de lo que ha sido la postura de la economía conductual frente a las fallas existentes en los mercados financieros. Revisando los principales aportes que esta corriente de la economía ha puesto sobre la mesa, principalmente nos enfocaremos en las críticas hacia el supuesto de racionalidad, lo cual sugiere revisar con precaución las implicancias de este supuesto dentro del diseño regulatorio.

El presente trabajo se estructura de manera que en la siguiente sección se analizará de forma cualitativa el funcionamiento de los mercados financieros con un claro sesgo hacia la protección al consumidor, en donde se expondrán brevemente las funciones que desempeñan en la economía, sus fallas, cómo se regulan, y cuáles son también las fallas o vacíos regulatorios que hacen deseable un cambio en la manera de conducirlos. A continuación, en la sección 3, se presenta una revisión a lo que ha planteado principalmente la literatura en cuanto a iniciativas de educación financiera, analizando sus ventajas y limitaciones. En la sección 4, se expone un análisis de los aportes de la economía conductual al entendimiento de los mercados financieros y algunas propuestas que surgen a partir de este teniendo en mente la protección del consumidor. La sección 5 analiza brevemente dos tópicos relacionados al mercado de las pensiones en Chile. Finalmente, la sección 6 se comprende de una síntesis de lo presentado y se sugieren ciertos campos de acción a futuro de cara a la regulación de los mercados financieros.

## **2- FUNCIONAMIENTO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS**

Los mercados financieros tienen muchas virtudes, pero a la vez evidentes falencias. Un primer acercamiento podría ser el análisis de su amplitud y de su calidad referente al funcionamiento de estos. Lo anterior se resume tanto en el terreno que abarcan, es decir a cuántos actores incluyen y benefician, como el nivel de perfeccionamiento en sus funciones, cómo convive con sus fallas y cómo estas son reguladas. A continuación se presenta un breve análisis del desempeño de los mercados financieros en un sentido amplio y con un claro enfoque de protección al consumidor, dentro del cual se discuten las funciones que cumplen, sus fallas y finalmente, su regulación y las limitaciones de esta.

### **a. Funciones de los mercados financieros**

Bajo el enfoque de la teoría del ciclo de vida, planteada por Franco Modigliani, y que posteriormente le fue reconocida con el premio Nobel de Economía en 1986, los mercados financieros son de gran utilidad para las personas en cuanto les permiten suavizar la trayectoria de consumo a través del tiempo. Lo que está detrás de estos conceptos no es otra cosa que los fundamentos básicos de la teoría microeconómica clásica, específicamente la teoría del comportamiento del consumidor con sus supuestos de preferencias y modos de elección. Lo que postula la lógica economía es que cuando los agentes se enfrentan a elecciones de consumo que se prolongan en diferentes períodos de tiempo, estos optan por una senda sin grandes sobresaltos, ya que valoran la continuidad. Esta continuidad en el consumo puede ser vista como una herramienta de estabilidad dentro de los hogares, y su nivel lo determina en gran parte una función de restricción presupuestaria intertemporal. El funcionamiento de los mercados financieros abre la posibilidad a los agentes de generar trayectorias suavizadas mediante mecanismos de ahorro, desahorro, seguros y una amplia gama de otros productos y servicios que hoy en día son ofrecidos al público.

Los mercados financieros son también un punto clave de las economías modernas en cuanto se han transformado en una instancia clave de la captación y posterior asignación de recursos a los diferentes sectores productivos de estas. Un ejemplo de esto es cómo el sistema financiero agrega volúmenes de créditos y los canaliza a los diferentes sectores reales. Esto lo transforma en un motor de crecimiento para las economías ya que transfiere recursos hacia proyectos e inversiones que generarán mayores retornos que en su uso alternativo y hace posible el aprovechamiento de beneficiosas economías de escala. En Stiglitz (1993) se define al mercado financiero como aquel en el cual se determina esencialmente la asignación de recursos de la economía. Se propone verlo como el cerebro del sistema económico y se alerta que en el caso de una eventual falla de este eje central de decisiones, la performance de la economía en su conjunto se verá disminuida.

Adicionalmente, se podría afirmar que los mercados financieros permiten que en la economía se diversifique óptimamente el riesgo. Esto se logra en la medida que el sistema financiero facilite la transferencia de riesgos desde los agentes más aversos hacia quienes tienen una capacidad de soportarlo mejor, o bien hacia instituciones que lo agrupan. Sin embargo, la reciente crisis financiera global pone en duda esta tesis entregando evidencia incluso para descartarla.

En Campbell et al (2010) se plantea que las funciones que cumple el mercado financiero y que son de total relevancia para los consumidores en particular, pueden ser definidas haciendo referencia a las instituciones específicas que se desempeñan en este. Sin embargo, los autores se quedan con lo que propone Merton y Bodie (1995)<sup>1</sup> y posteriormente Tufano (2009)<sup>2</sup>. Según estos estudios, el sistema financiero puede ser entendido en términos de una serie de funciones descritas. Las tareas que cumplen e involucran directamente a los consumidores particulares son: (i) proveer un adecuado sistema de pago, el cual debe ser un mecanismo de transferencia de dinero por intercambios de bienes y servicios (efectivo, cheques, pagos electrónicos, dinero plástico, etcétera, medios que dependen del adecuado desempeño del Estado, Banco Central, instituciones bancarias y no bancarias, entre otras); (ii) la administración de riesgo mediante mecanismos financieros tales como seguros de variadas índoles, productos financieros, ciertas funciones estatales de resguardo de la estabilidad financiera, etcétera; (iii) el otorgamiento de créditos de diversos tipos (*securitizados* o no, del sector formal e informal); y

---

<sup>1</sup>Merton, Robert C. y Bodie, Zvi (1995). "A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment." In *The Global Financial System: a Functional Perspective*, ed. D.B. Crane et al, chap. 1. Boston, MA: Harvard Business Press.

<sup>2</sup>Tufano, Peter (2009). "Consumer Finance." *Annual Review of Financial Economics* 1:227-247.



finalmente (iv) la posibilidad de ahorrar e invertir en cuentas bancarias, fondos mutuos, ahorro previsional, etcétera.

En suma, se puede afirmar que de cumplir correctamente las funciones recién descritas, los mercados financieros pueden ser un aspecto a favor del desarrollo de las economías mediante el impulso que generan en el crecimiento económico y al ser capaces de brindar opciones que mejoran la calidad de vida y satisfacción de las personas. Sin embargo, en la realidad el funcionamiento no es perfecto. Es más, está lejos de serlo. A continuación se revisan las fallas más recurrentes en los mercados financieros, con un claro enfoque de protección al consumidor.

#### **b. Fallas en los mercados financieros**

Los mercados financieros no deben ser tomados como cualquier mercado, sin embargo, así como la gran mayoría de la economía, poseen dentro de su funcionamiento diversas características que los llevan a fallar en la eficiente distribución de los recursos. Una de las principales causas de por qué funcionan imperfectamente es la incidencia que desempeña la recolección, distribución y el entendimiento de la información, aspectos centrales en ellos.

Las relaciones que se dan entre oferentes y demandantes están determinadas por evidentes asimetrías de información, las cuales se presentan en ambos sentidos posibles. En primer lugar están las asimetrías que favorecen a la demanda. En este caso, los consumidores tienen un mayor conocimiento de sus características personales como clientes que la oferta. Esto significa por ejemplo que cuando son deudores, conocen mejor su nivel de responsabilidad, cumplimiento, el verdadero valor de sus colaterales, el nivel de rentabilidad del proyecto al cual se destinarán los fondos, etcétera, teniendo eventualmente la posibilidad de tomar ventaja de esta posición. Sin embargo, la asimetría que consideraremos más relevante y común en el sistema económico de la actualidad, es aquella que favorece a la oferta. Hoy por hoy, la mayor cantidad y calidad de la información y la mejor capacidad de entendimiento y procesamiento de esta, recae en las instituciones financieras, ubicando a los consumidores en una posición desventajosa desde un principio. Mientras las firmas tienen en su

interior personas formadas y especializadas en el manejo financiero, los consumidores no están habituados a lidiar con información de carácter financiero básico, y mucho menos de carácter técnico.

En Stiglitz (1993) se presentan diversos tipos de fallas en los mercados financieros, la mayoría de las cuales tiene relación con el rol que cumple la información en este tipo de mercados<sup>3</sup>. El estudio plantea que existen problemas de bien público en el monitoreo de la información. Este se genera ya que de ser efectuadas acciones de monitoreo por cualquier consumidor, presiona a una mayor solvencia y mejor administración por parte de las instituciones financieras, lo que beneficia a todos los que se relacionan como clientes de estas, sin exclusión ni rivalidad. Sin embargo, la inexistencia de rivalidad y exclusión (principios básicos del dilema de un bien público) son justamente las características que hacen que exista un nivel de monitoreo subóptimo, lo que abre espacio a malas conductas por parte de las instituciones financieras (como por ejemplo, excesiva toma de riesgo) y a una menor participación de consumidores en este mercado (si los individuos no tienen certeza de la calidad de estos, muchas veces no participan)<sup>4</sup>. Otro problema que plantea el autor son las asimetrías de información acerca de las características de los clientes, que pueden determinar la existencia de créditos de distintas instituciones a un mismo individuo bajo la garantía de un mismo colateral. Mientras que en el otro sentido, información imperfecta para los consumidores acerca del sistema, puede provocar que la caída de una institución que opera en el mercado sea vista, sin importar los motivos, como una señal de inestabilidad sistémica que eventualmente terminará con una crisis endógena a las expectativas y la confianza. Para profundizar en las fallas que existen en el mercado, Stiglitz plantea que las externalidades negativas que conlleva una crisis financiera son considerables, poniendo especial énfasis en la estabilidad macroeconómica. Siguiendo en la misma línea, se expone que los evidentes problemas de selección adversa y de riesgo moral que persisten en las relaciones financieras de los diversos actores del mercado pueden llevar a que los costos de transacción de estos se eleven por sobre la disposición a abordarlos, generando un mercado incompleto o definitivamente inexistente. Finalmente, hace referencia a la tendencia que existe hacia la competencia limitada al menos en el sector del crédito. Un mercado donde la información no es perfecta, y el historial crediticio de los clientes es un insumo básico de las operaciones, tiene como característica la baja

---

<sup>3</sup>En su expresión más general, los conceptos del estudio igualmente se aplican a la actualidad, a pesar de la relativa antigüedad que la rápida evolución e innovación de los mercados financieros le otorga al trabajo.

<sup>4</sup>Sin embargo, el autor no considera lo que podría ser otro enfoque: en un contexto de riesgo de una corrida bancaria, el nivel de monitoreo por parte de los clientes probablemente podría tender a ser mayor al óptimo, ya que en ese caso los consumidores rivalizan entre ellos por las limitadas reservas que dispone la institución.

libertad de elección de quienes piden créditos sobre quién provee estos. Así, las instituciones crediticias gozan de un poder de mercado que va en desmedro de los consumidores.

Adicional a estas fallas, Stiglitz plantea lo que considera una “cuasi falla” de mercado, que complementa al análisis anterior. Esta consiste en la desinformación en que viven los individuos, tema central dentro de este trabajo enfocado en la protección al consumidor. Lo anterior se refiere a que, si bien los consumidores muchas veces disponen de información, no necesariamente la procesan del modo correcto. La disposición de la información esta determinada por los requerimientos de *disclosure* que tengan particularmente cada tipo de producto o servicio, sin embargo los consumidores pueden carecer tanto de conocimientos de conceptos financieros como del adecuado manejo numérico que requiere generalmente la evaluación de uno de estos.

Por otra parte, Campbell et al (2010) plantea que existen tres principales características que hacen que los mercados financieros puedan ser ineficientes, y que por lo tanto, sea deseable la intervención del Estado. En primer lugar, generalmente este tipo de mercados involucra en su funcionamiento componentes de carácter temporal y de incerteza. Durante la vida de una transacción financiera, las dos partes involucradas tienen permanentes conflictos de interés y lo común es que existan asimetrías de información, abriendo espacios a potenciales problemas. La posible incompletitud de los contratos también agrega dificultades adicionales a la relación. Luego, los consumidores pueden comportarse muy recurrentemente como individuos inconsistentes intertemporalmente y fallar en la maximización de su utilidad, es decir, es fácil observar comportamientos al margen de la racionalidad económica que la teoría asume. Finalmente, y la tercera característica planteada, se refiere a que en el *outcome* del mercado financiero se pueden observar a menudo incidencias negativas en aspectos distributivos de la sociedad. En esta sección se profundiza en el primer argumento pro regulación, que no son más que las principales fallas económicas tradicionales en los mercados financieros que afectan a los consumidores. Adicional a esto, es importante recalcar que el alcance que tiene aquel *enforcement* dentro de un mercado que posee componentes de carácter temporal no deja de ser limitado. Esto debido a que las reglas de los contratos se definen en un período inicial, pero tienen que ser efectivas para el resto de los períodos relevantes. La evolución de las variables en el tiempo deja espacios, por ejemplo, a aumentos o disminuciones en asimetrías de información, que se seguirán rigiendo bajo condiciones contractuales diseñadas para las condiciones iniciales.

El primer argumento planteado en Campbell et al (2010) hace referencia al nivel de *enforcement* que existe en los contratos financieros. El aspecto temporal de estos, abre el espacio a las firmas para tomar conductas de riesgo moral, pudiendo impedir el funcionamiento eficiente del mercado. Los consumidores no pueden realizar un seguimiento y monitoreo continuo en condiciones normales y mucho menos en contratos de largo plazo, como lo pueden ser por ejemplo los fondos de previsión. En este escenario los requerimientos de capital y otras formas de supervisión durante la vida del contrato por parte de un ente regulador pueden ser necesarios para asegurar eficiencia.

Luego, los autores discuten el rol que juegan en los mercados financieros diversas externalidades. Principalmente se hace referencia al hecho de que las conductas financieras individuales pueden afectar a otros sin que esto se vea necesariamente reflejado en el sistema de precios. Existen por una parte las externalidades positivas, tales como la acumulación de capital humano y la propiedad de una vivienda, las cuales han sido utilizadas como justificación de subsidios gubernamentales en créditos estudiantiles y en deudas hipotecarias. Sin embargo, también están presentes las externalidades negativas, como por ejemplo el costo social que tiene la ejecución de una hipoteca, los cuales no están internalizados ni por los deudores ni por los oferentes de créditos hipotecarios.

Siempre bajo la misma idea, el estudio plantea fallas provocadas por costos de búsqueda y ejecución de poder de mercado. La dispersión de precios es una característica de mercados de ventas al por menor o *retail*. Esta ha sido explicada muchas veces como consecuencia de costos de búsqueda y comparación, lo que hace que algunos individuos estén dispuestos a pagar mayores sumas de dinero por un producto o servicio similar al que podrían encontrar en otro lado. La existencia de estos costos le otorga algún grado de poder de mercado a los oferentes, permitiéndoles cobrar a la demanda un precio por sobre el costo marginal de producción. Los autores plantean que una eventual solución a esta falla sería generar un sistema de provisión de información estandarizada de los precios de mercado, de modo que ese costo de búsqueda y comparación se redujera al máximo.

A continuación muestran el problema que se genera con las características de bien público que puede adoptar la información. Para tomar decisiones, los consumidores necesitan de un set de información. En el estudio se plantea que los consumidores al generar esta información por su cuenta no son eficientes, y destacan que la coordinación con otros consumidores para realizar una producción de información no es fácil. Sucede que a menudo, los más eficientes en proveer la información necesaria son las mismas instituciones financieras que operan como oferentes en el mercado. Como

respuesta a esta falla, los requisitos de *disclosure* que deben cumplir las firmas deben ser los adecuados.

Finalmente, Campbell et al (2010) expone un último conjunto de fallas también ligadas al rol que cumple la información dentro del mercado. Los autores mencionan que los mercados financieros son “un ejemplo de texto” del problema de información asimétrica. Esta puede ser ejemplificada mediante la baja provisión de seguros o créditos que se genera como consecuencia de la selección adversa y el riesgo moral existentes. La respuesta regulatoria podría ser la provisión pública de algunos seguros, obligación de asegurar a determinados grupos de la sociedad o subsidios a través del sistema tributario a ciertos seguros privados. Proponen un último ejemplo de asimetría de información, el cual se observa en la complejidad de los productos y servicios que se ofrecen en la actualidad en el mercado y en donde las firmas tienen un mayor nivel de conocimiento y entendimiento que los consumidores. El desarrollo de estos productos, plantean, en algunos casos puede oprimir el desarrollo de mercados financieros robustos. En estos casos, limitar la variedad de productos puede aumentar el bienestar social a costa de, por cierto, restringir la elección del consumidor.

### **c. Regulación**

Ante la evidencia de diversas fallas que se producen en los mercados financieros, surge la intervención regulatoria, la cual ha intentado disminuir las ineficiencias, o bien aminorar los efectos negativos que estas pudiesen tener en su impacto a la sociedad. Los modelos de regulación no son de una forma definida, más bien han ido evolucionando a lo largo de la historia sin claras estructuras a pesar de ciertos quiebres históricos que han modificado paradigmas (como por ejemplo, la Gran Depresión de 1929). Sin embargo, es posible esclarecer ciertas directrices que han persistido a lo largo del tiempo. Estas son las que a continuación se intentan evidenciar nuevamente con un claro enfoque en la protección al consumidor, en lo que llamaremos el modelo clásico de regulación financiera. Posterior a su descripción, se presentarán sus limitaciones.

En un sentido general, el modelo clásico de regulación financiera ha estado sustentado a lo largo del tiempo en el supuesto de racionalidad económica de los consumidores. A esto se suma la

constante orientación hacia medidas que incentiven la autorregulación de las partes, principalmente por su bajo nivel de intervencionismo y como consecuencia, bajos costos. Fundamentalmente, a lo que se apunta bajo este enfoque es a que las instituciones se ajusten a un determinado nivel de exigencias en cuanto a divulgación de información, las cuales van desde sus estados contables hasta sus condiciones de productos y servicios.

Haciendo una breve revisión histórica de la regulación financiera, principalmente en Estados Unidos, Benston (2000) identifica seis objetivos en esta de cara a la protección del consumidor financiero: (i) Mantener la confianza del consumidor en el sistema financiero y sus servicios, evitando las externalidades negativas que provocaría un colapso del sistema y aprovechando las externalidades positivas producto del óptimo uso de estos; (ii) asegurar que las instituciones en las cuales los consumidores confían gocen de estabilidad, eludiendo grandes costos para la sociedad ante eventuales caídas de instituciones importantes; (iii) asegurar que los consumidores reciban suficiente información acerca de los productos y servicios que contratan por parte de las instituciones oferentes y sean tratados de forma justa sin ser perjudicados por la ejecución de poderes de mercado; en vista de la dificultad que tienen los consumidores para observar el precio y comparar entre diferentes contratos financieros, (iv) asegurar precios justos; debido a que el estado puede alcanzar economías de escala en la persecución de fraudes y es el responsable del *enforcement* de la ley, (v) proteger a los consumidores de fraudes; y finalmente, (vi) prevenir eventuales discriminaciones no estadísticas que podrían surgir ante diferencias de género, raciales, religiosas, entre otras.

En Stiglitz (1993), el autor presenta lo que él denomina “principios de regulación”. Estos principios generan un sistema regulatorio que dada sus condiciones, se basa en mecanismos de control indirectos. Lo que lleva a utilizar estos mecanismos son la gran cantidad de variables no observables que conviven en el mercado y su evidente dificultad o alto costo de monitoreo (es inviable para un ente regulador supervisar que cada crédito otorgado sea prudente, cada colateral que respalda un crédito esté bien valorado, detectar cada conflicto de interés, etcétera). Los mecanismos indirectos son descritos como el alineamiento de incentivos entre regulador y regulado, a lo cual se suma una serie de restricciones que buscan reducir el riesgo moral.

Por su parte, Campbell et al (2010), al hacer referencia a la estructura regulatoria de los mercados financieros orientada al bienestar de los consumidores, sigue la línea propuesta por Jackson y Symons

(1999)<sup>5</sup>, en donde se plantea que el sistema regulatorio mundial, pero más específicamente en Estados Unidos, está organizado según lo que ellos denominan los tres sectores financieros tradicionales. El enfoque regulatorio se concentra así en la toma de depósitos, las transacciones de títulos, valores e instrumentos y en la industria de seguros. De esta forma, al ingresar una firma a una de estas líneas de negocios (para lo cual generalmente deben obtener una licencia de las autoridades correspondientes) deben adecuarse a las regulaciones requeridas para cada grupo, lo cual consiste en reportes periódicos y aceptar ser supervisados y examinados regularmente.

El mismo estudio realiza una revisión de los mecanismos empleados clásicamente para llevar a cabo las intervenciones por parte de los reguladores al mercado. Los diferentes mecanismos se presentan haciendo alusión a una clara característica que las intervenciones regulatorias han tenido: las estrategias determinan que los roles recaigan mayormente en acciones de privados más que en un accionar público o estatal activo, dándole gran importancia a la autorregulación. Lo que primero se menciona es la educación financiera, afirmándose que muchos gobiernos han tratado de promover esfuerzos en esta materia, a pesar de la pobre evidencia sobre su eficacia. Luego se exponen las reglas antifraude (que se basan principalmente en castigos), *disclosure* y responsabilidad fiduciaria. Esta última se refiere a la responsabilidad que adquiere una parte cuando recibe y debe administrar recursos ajenos, debiéndose íntegramente al cumplimiento de los intereses de quien aporte ese capital. Posteriormente se mencionan los diversos estándares y requisitos sobre los cuales se deben regir las instituciones oferentes. Dentro de estos existen algunos de carácter obligatorio, que buscan tener operando instituciones idóneas como también limitar ciertos productos y servicios, mientras que otros, de carácter voluntario y generalmente a cambio de algún grado de certificación, son empleados para dirigir al mercado hacia conductas deseables pero no necesariamente indispensables. Finalmente, se habla de mecanismos de control de precios y tasas (que lo que buscan es evitar la usura y la discriminación no estadística), mecanismos de *enforcement* y mecanismos de validaciones externas (auditorías).

Como se desprende de lo anterior, se observa que el modelo clásico de regulación financiera se sustenta en políticas de exposición de información, lo cual hace sentido dadas las características de estos mercados y de dónde se originan sus fallas. A esto se le suma un complemento que busca regular malas prácticas, específicamente abusos de poder de mercado, fraudes y discriminación. Para llevar a

---

<sup>5</sup>Jackson, Howell E. y Symons, Edward L. (1999). *"The Regulation of Financial Institutions: Case and Materials."* St. Paul, MN: West Publications.

cabo esto, se emplean principalmente lo que Stiglitz denomina “mecanismos indirectos” de manera de evitar tener un sistema regulatorio demasiado costoso. Esta característica en el sistema es una de las que abre a discusiones sobre sus limitaciones e incluso en algunos casos lleva a hablar de fallas regulatorias, las cuales se presentan a continuación.

La línea regulatoria en el contexto de economías neoliberales se ha caracterizado por la (muchas veces excesiva) prudencia con que se interviene al mercado. La difusa separación que existe entre una política regulatoria que inhiba el crecimiento, la eficiencia y la innovación y una que descuide la volatilidad e intensidad de los ciclos económicos, hace difícil definir un camino a seguir. Sin embargo, en la realidad, la gran mayoría de las economías occidentales se han caracterizado por permitirse más holgura hacia una desregulación del mercado, temiendo que acciones contrarias limiten el progreso de estos.

Lo cierto es que al parecer no se ha logrado establecer políticas consistentes de alineamiento de incentivos dentro de los diversos actores de los mercados (consumidor, oferente y regulador). Prueba de esto son los constantes abusos que se observan en la realidad en desmedro de los consumidores, también las inconsistencias de importantes instituciones financieras que se han observado en la reciente crisis y el a veces torpe desempeño de las autoridades fiscalizadoras. Adicional a esto, el supuesto de consumidores racionales aún juega un papel muy importante en los diseños de regulación, lo cual denota descuido frente a los que debiesen ser los actores más importantes del mercado, los consumidores.

Acharya, Cooley, Richardson y Walter (2011) plantean una visión bastante crítica de cómo se constituye el modelo de regulación financiera en la actualidad, argumentando que la reciente crisis financiera mundial es una evidencia de las fallas de diseño del sistema regulatorio. Los autores creen que la continua desregulación, liberación de mercados y el consiguiente traspaso de responsabilidad y disciplina a estos mismos, terminaron por desestabilizar el sistema financiero mundial. Gradualmente se fue desatendiendo evidentes fallas de las cuales adolecían los mercados, lo cual se transformó en un panorama de excesivas libertades, principalmente, para las instituciones que componen la oferta.

Por otra parte, es importante destacar las trampas en que puede caer la regulación si no se dan las instancias en un ambiente de sólida institucionalidad. Benston (2000) plantea que generalmente en el proceso de preparación y modificación de reglas regulatorias, son incluidos representantes de la industria. Esto para evitar imponer altos costos innecesarios para los proveedores de servicios



financieros. Los que tienen una mayor probabilidad de participar en estos procesos son las instituciones más grandes, las mejor posicionadas y las que mantienen mejores estándares dentro del mercado. Sin embargo, lo que no acotan los autores es el potencial problema de captura que se genera en estas instancias, donde por problemas de coordinación, los consumidores típicamente quedan subrepresentados. En esta línea, en Campbell et al (2010), los autores recalcan que la regulación financiera, como cualquier otra, está sujeta al proceso político, el cual puede eventualmente ser capturado y utilizado para alcanzar metas políticas de corto plazo en lugar de las metas económicamente deseadas desde un principio.

Son estas limitaciones que posee el sistema regulatorio financiero que impera en gran parte de las economías modernas las cuales hacen deseable que la discusión frente al tema se enriquezca con diferentes propuestas y puntos de vista. Adicionalmente a un eventual cambio en el paradigma de la regulación financiera que mejore el funcionamiento de los mercados y el bienestar de sus participantes, en el presente trabajo se discuten dos posibles vías complementarias y no sustitutas a la regulación. Justamente con la intención de ampliar la discusión, se analizará a continuación la función que pueden cumplir esfuerzos en educación financiera y, posteriormente, algunos aportes interesantes que pueden ser recogidos del campo de la economía conductual.

### **3- PRIMER COMPLEMENTO A LA REGULACIÓN PARA LA PROTECCIÓN DEL CONSUMIDOR: EDUCACIÓN FINANCIERA**

Dadas las características de los mercados financieros, como ya fue analizado, existen diversos espacios de mejora en cuanto al funcionamiento de estos y sus implicancias para los consumidores que participan en ellos. Adicional a un eventual cambio de paradigma en relación a la forma y el rol que la regulación financiera ha tomado persistentemente en los años pasados, la primera idea que revisaremos como propuesta complementaria es la educación financiera, la cual hace referencia a traspasar a los consumidores conocimientos básicos pero fundamentales acerca del funcionamiento práctico del mercado financiero. Esto con el fin de mejorar las capacidades de los individuos pensando en una mejor toma de decisiones y de esta forma generar aumentos en su bienestar.

#### a. **Por qué es necesaria la educación financiera**

Si bien es cierto que los mercados financieros cumplen un rol fundamental dentro del adecuado funcionamiento del sistema económico, aún con el grado y estilo de regulación empleado en la actualidad, subsisten situaciones y estados no deseables dentro de estos. Particularmente en un enfoque de protección al consumidor, los mercados financieros evidencian resultados que se alejan de los óptimos o de las zonas deseables. Esto, debido a las fallas anteriormente mencionadas.

Más allá de la interrogante de si estos resultados subóptimos se explican por una carencia cuantitativa de la regulación, o bien por una falla en el diseño y aplicación de esta (carencia cualitativa), lo cierto es que los consumidores no están accediendo en su totalidad a las potenciales mejoras de bienestar que estos mercados en particular les podrían brindar. Willis (2008) plantea que por diversas razones, tanto en el espacio de interacción del mercado como por ciertas características de los participantes, los *outcomes* de esta instancia están por debajo respecto del potencial que podrían entregar en aumentos para el bienestar y la autonomía de los consumidores.

Si los resultados de la interacción descentralizada más un componente regulatorio no son los esperados, entonces adicional a la revisión del sistema regulatorio surgen visiones de esfuerzos complementarios en pos de proteger al consumidor. La primera de las dos que revisaremos en este documento es la educación financiera (EF). Esta iniciativa tiene como objetivo mejorar el manejo financiero que realizan los hogares, los cuales por lo general no poseen una familiarización suficiente con los conceptos más básicos que podrían ayudarlos al mejor entendimiento de los productos y servicios financieros que contratan, además de tener un lento y accidentado proceso de adquisición de experiencia en la materia. Estas dificultades se ven acentuadas en la medida que nos enfocamos en grupos de la población con menores ingresos y nivel educacional.

En línea con lo anterior, Kozup y Hogarth (2008) define el problema como la existencia de un ambiente adverso para los consumidores dentro de los mercados financieros, lo cual se traduce en comportamientos que se podrían resumir como subóptimos y que no reportan el aumento de bienestar que las determinadas transacciones tendrían potencialmente. En Lyons y Neelakantan (2008) se presenta una visión más categórica y se explica que las decisiones financieras de los hogares serían

definitivamente erradas producto de que no tienen las herramientas necesarias para poder comportarse de manera consistente con sus óptimos. A su vez, Lusardi (2008) explica con evidencia que esta carencia en el correcto desempeño en los diversos mercados financieros por parte de los agentes se debe a una clara falta de manejo en temas básicos como la correcta realización de cálculos numéricos simples y el desconocimiento de conceptos de finanzas (tales como intereses simples y compuestos, diferencia entre valores reales y nominales, etcétera)<sup>6</sup>. Apoyando las visiones anteriores, en Campbell, Jackson, Madrian y Tufano (2011) se desarrolla la idea sobre el comportamiento muchas veces sesgado e inconsistente de los consumidores. En referencia a esto, se muestra lo que en la práctica los individuos realizan y cómo se comportarían si tuviesen una visión más clara de como lograr su estado óptimo.

Haciendo referencia a la adquisición de experiencia, Campbell et al (2011) hace alusión al difícil, lento y complejo proceso de aprendizaje que tienen los hogares en materia financiera. En primer lugar, la dificultad del aprendizaje en la práctica (*learning by doing*), dada la poca frecuencia con que los consumidores se enfrentan a decisiones tales como elegir un crédito hipotecario o planear la jubilación, además de que sus resultados (positivos o negativos) se podrán analizar al cabo de periodos largos de tiempo y será complejo hacerlo debido a que pueden haber ocurrido importantes *shocks* aleatorios que los alteren. Segundo, la opción de aprender de terceras personas también es compleja, debido al alto grado de heterogeneidad que existe entre los consumidores. Lo anterior se refleja en que eventualmente lo que puede ser un comportamiento óptimo para un individuo, puede incluso causar daños a otro. Finalmente, la rápida evolución y tendencia hacia la complejización de los mercados producto de la constante innovación financiera reduce la relevancia de un posible efecto hereditario de conocimientos. En otras palabras, la poca frecuencia de acciones que permiten reunir experiencia financiera se suma a (i) la dificultad de evaluación sobre si las decisiones han sido acertadas o erradas, (ii) la complejidad de aprender de ejemplos cercanos y (iii) a la rápida obsolescencia de los conocimientos.

Al análisis de la evidente carencia en alfabetización financiera es interesante agregar como se distribuye esta dentro de la población. Existen diversos estudios que plantean los detalles de lo anterior. Dentro de los más destacados se encuentra el de Atkinson y Messy (2012), donde se realiza un estudio con 14 países donde encuentran diferencias significativas de conocimientos básicos a través

---

<sup>6</sup>Annamaria Lusardi es una de los autores que más ha investigado en iniciativas de educación financiera y que expresamente apoya la EF como un punto clave en la protección al consumidor financiero.

de diferentes grupos de interés. Las pruebas realizadas en este evidencian que: (i) las mujeres tienen peores niveles de entendimiento que los hombres; (ii) los mejores resultados se dan entre personas de 35 a 60 años (los jóvenes aún tienen poca experiencia y los adultos mayores ven como la evolución del mercado los deja con conocimientos atrasados, además de presentar mayores limitaciones en habilidades cognitivas); (iii) individuos con mayor nivel de ingresos obtienen mejores resultados; y finalmente (iv) individuos con mayor educación, también obtienen un mejor desempeño. Lo anterior se refuerza con lo expuesto en Lusardi (2008), que muestra que la dispersión de desconocimientos financieros en la sociedad estadounidense se reduce al encontrar que mujeres, jóvenes, afroamericanos e hispanos y grupos con menores niveles educacionales concentran la mayor parte de los malos resultados.

Por otra parte, la creciente complejización a la cual han tendido históricamente los mercados financieros también representa un factor clave a la hora de analizar el entendimiento con que los consumidores se desenvuelven en ellos. Quienes defienden la postura de que la EF es lo que se necesita para mejorar los pobres niveles expuestos, consideran que este entendimiento por parte de los individuos es clave para mejorar el impacto en bienestar que los mercados financieros están teniendo. Campbell et al (2011) pone énfasis en la evolución hacia estados de cada vez mayor complejidad en los mercados financieros como consecuencia de la innovación en el área. Lo anterior sería una causante de lo que los autores consideran comportamientos no racionales y no consistentes de los consumidores. En la misma línea argumentativa Miller, Godfrey, Levesque y Stark (2009) proponen que el rápido proceso de crecimiento y consiguiente complejización que los países en desarrollo están experimentando los mercados financieros, pone en primera línea la necesidad de junto con generar una mayor inclusión financiera, desarrollar esfuerzos por mejorar el entendimiento de estos dentro de la población.

Tomando lo expuesto por la literatura relevante, aparentemente, los bajos niveles que arrojan los estudios acerca del manejo de conceptos básicos, tanto numéricos como financieros, hacen necesario un impulso en las políticas de EF. De esta forma, los niveles de conocimientos aumentarían y eventualmente el desempeño de los consumidores en los mercados financieros tendría un impacto positivo. Para seguir con el análisis, a continuación se revisa el estado de la situación actual para nuestro país respecto del manejo de conceptos básicos en la población.

## **b. Cuál es la situación en Chile**

Así como diversos estudios analizados en este trabajo han realizado encuestas para conocer el verdadero nivel de EF que poseen los habitantes de diferentes países, a continuación se presentan las características de la población chilena respecto de sus niveles básicos de conocimientos financieros y habilidades numéricas.

Para realizar este análisis de la población chilena se utilizó la Encuesta de Protección Social (EPS) realizada el año 2009. Esta encuesta es llevada a cabo por el Centro de Microdatos de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile y se compone de una muestra de cerca de 20.000 observaciones. En la mencionada versión se incorporó por primera vez un modulo en el cual se realizan diversas preguntas que apuntan a medir el nivel de conocimientos financieros y habilidades no cognitivas. Dentro de las preguntas realizadas en dicho apartado, se repiten algunas empleadas por los estudios analizados anteriormente, lo que nos permite comparar directamente ciertos niveles dentro de Chile con el resto de los países incluidos en estos<sup>7</sup>.

Lo que muestran los datos es simple y claro: existe un preocupante bajo porcentaje de entrevistados que posee las habilidades numéricas para hacer cálculos básicos de división (39%) y de porcentajes (45%), que entiende y maneja los conceptos referentes a intereses bancarios (47%), que comprende cómo afecta la inflación a sus ahorros (18%) y que conoce el concepto de diversificación de riesgo (41%). Estas pobres cifras, cuando las separamos por género, evidencian que en promedio las mujeres tienen un 7% menos de respuestas acertadas que los hombres, no existiendo ninguna categoría en particular en que se desempeñen por sobre sus pares masculinos. Más aún, cuando evaluamos cómo se comportan los resultados en diferentes grupos etarios, donde se podría esperar que dada la mayor experiencia de algunos, estos obtuvieran un mejor desempeño, los números dicen lo contrario. Es decir, si desglosamos los resultados y observamos grupos donde la edad es al menos mayor a los cincuenta años, a pesar de haber experimentado etapas de la vida en donde han sido necesarias decisiones financieras importantes, no poseen mejor rendimiento. Esto apoya el argumento

---

<sup>7</sup>Para revisar cifras y comparaciones con más detalle revisar anexo.

de que la gente de avanzada edad pierde habilidades cognitivas además de que su experiencia se torna obsoleta por sobre el de acumulación de experiencia y conocimientos.

Cuando contrastamos con el resto de los países para los cuales se dispone de información comparable, se ve que Chile evidencia un evidente atraso en cuanto a niveles de conocimiento financiero y numérico a nivel general. Particularmente, en relación al entendimiento y cálculo de intereses, únicas cifras enteramente comparables, los resultados muestran que Chile se ubica dentro de los peores evaluados junto con Albania, Perú y Sudáfrica con 47%, 40%, 40% y 44% de respuestas correctas respectivamente. Situación diferente es la que evidencian Estonia y Alemania con 64% de aciertos e Irlanda con un sorprendente 76% de rendimiento.

En tanto, cuando nos enfocamos en los grupos etarios analizados por Lusardi (2008), también se observa que el nivel de conocimientos acerca de intereses, inflación y diversificación de riesgo son menores, aunque en este caso la brecha que se observa con Estados Unidos (país donde se realiza el estudio) es menor. Para este grupo de interés, la única categoría en que nuestro país tiene un mayor porcentaje de respuestas correctas es en la pregunta referente a diversificación de riesgo (35,2% versus 33%).

En esta línea, a comienzos de este año el Ministerio de Desarrollo Social anunció que comenzaba con un programa de educación financiera centrado en generar buenas prácticas y decisiones sanas en los hogares chilenos. Principalmente la medida apunta a reducir los niveles de endeudamiento al cual se someten los individuos, sin embargo, esta iniciativa puede ser calificada como limitada, pues beneficiaba a un grupo de 5.500 personas. A pesar de su reducido alcance, este programa pudiese ser utilizado como un primer acercamiento o primera etapa, evaluando su impacto y beneficios, de modo que a futuro este pudiera ser perfeccionado y, de ser exitoso, ser impartido a un espectro más amplio de la población.

Adicional a esto, el 5 de marzo de este 2012, comenzó a regir una ley complementaria a la Ley de Protección al Consumidor que da origen al Sernac Financiero, organismo que intenta fortalecer los derechos de los consumidores de productos y servicios financieros, además de imponer nuevas obligaciones a las empresas proveedoras de estos. Principalmente sus líneas de acción están ligadas a asuntos de políticas de *disclosure*, teniendo como medidas insignes el “Sello Sernac”, un indicador de la carga anual equivalente y una hoja de resumen de condiciones. Sin embargo, también se inscriben

nuevas exigencias para la oferta, como por ejemplo la prohibición de ventas atadas de productos y servicios, entregándoles mayor libertad a los consumidores.

### **c. El enfoque de la educación financiera**

Las distintas opiniones existentes en la literatura referente a EF no defieren significativamente de cuál es el diagnóstico del problema. En general existe un consenso de que al imperfecto funcionamiento de los mercados financieros se asocia una brecha de mejoras posibles, comprendida entre nivel de bienestar social que generan (*outcome* efectivo) y el que podrían eventualmente entregar dadas ciertas condiciones (*outcome* potencial). También existe medianamente un acuerdo sobre cuál es el objetivo que persigue la EF. Sin embargo, en la discusión de cuál es el camino para conseguir esos objetivos y finalmente subsanar los problemas diagnosticados, se aprecia una mayor diversidad de ideas.

Es bastante claro que lo deseable sería tener consumidores financieros que se comporten de una manera acorde a sus condiciones de óptimo. Individuos que, dadas sus características personales (heterogéneas) y dada la gama de opciones que enfrentan, tomen sus decisiones entendiendo cuales son las implicancias que cada alternativa tiene para su presente y futuro. En otras palabras, que cada persona posea el conocimiento y las herramientas necesarias para tomar las mejores decisiones financieras posibles a lo largo de su vida. Luego, donde se aprecian divergencias es en las medidas necesarias para generar el ambiente propicio a lo mencionado anteriormente, sin embargo estas divergencias son mayoritariamente en cómo debe ser complementada la EF.

En Kozup y Hogarth (2008) se desarrolla el concepto de seguridad financiera, hacia el cual consideran deseable que apunten las decisiones de los agentes. Esta idea se relaciona con un manejo financiero responsable y saludable dentro de los hogares. Para lograr este objetivo, los autores proponen una conjugación de diversas medidas, las cuales provienen de tres actores fundamentales: los consumidores, las instituciones financieras y los entes reguladores apoyados por el ámbito académico. Los autores sostienen que las medidas necesarias implican esfuerzos por mejorar la EF, una mayor estandarización y mejor manejo de la información de productos y servicios financieros y,

finalmente, mejores practicas empresariales. Es decir, una unión complementaria entre mercado, regulación y educación.

Por su parte, Lusardi (2008) plantea que el diagnóstico de evidente carencia de experticia en materias básicas financieras y de habilidades numéricas, se contrapone con la necesidad de que los individuos estén capacitados para una correcta toma de decisiones basada en la disposición y entendimiento de la información, intentando alcanzar con esta, mejoras en el propio bienestar<sup>8</sup>. Para lograr este objetivo se propone tomar dos medidas que se complementen con los esfuerzos en EF. Primero, facilitar la toma de decisiones financieras, en lo cual debe cumplir un rol fundamental el Estado y los empleadores. El Estado a través de sus programas sociales, aprovechando lo que llama “momentos educacionales” y que consisten en determinados eventos a lo largo de la vida de una persona que lo hacen más propenso y mostrar una mejor disposición a educarse (por ejemplo el nacimiento de un hijo, la compra de una casa, la decisión de un plan de jubilación, etcétera), mientras que los empleadores, deben incentivar al empleado hacia el ahorro y la responsabilidad<sup>9</sup>. Y Segundo, generar un diseño que permita la correcta entrega de conocimientos a quienes lo necesitan. Para lo anterior el documento presenta, entre otros, dos ejemplos: educar a quienes solicitan servicios de deuda (plantea emplear un sistema de certificación de conocimientos del estilo de licencias de conducir, en el cual aquel individuo que va a tomar deuda certifique que tiene una cierta base de conocimientos) y crear instituciones o guías certificadas de consejos e información.

La autora recalca que todo lo anterior debe ser trabajado con un punto de vista integrador, pero teniendo en cuenta la importante heterogeneidad que existe entre los individuos, evitando que todos se comporten financieramente de una manera determinada en lo particular. Plantea que la EF debe enfocarse en conocimientos básicos, pero no por esto se debe caer en la tentación de creer que esfuerzos pequeños serán suficientes para revertir la situación.

En una línea que compara y evalúa constantemente la relación entre la práctica y la teoría, Lyons y Neelakantan (2008) plantea que la EF enfrenta tres desafíos principales: definir el éxito financiero, ayudar a cambiar los comportamientos subóptimos para lograr el éxito y evaluar si se ha logrado este éxito. La dificultad para lograr los desafíos expuestos surge de la gran heterogeneidad de óptimos existente entre los individuos de una sociedad, lo cual se contrapone con el deseo constante de

---

<sup>8</sup> En esta línea la autora indica la deseabilidad de que los individuos tengan comportamientos financieros sanos tales como ahorrar y no sobreendeudarse, planear la jubilación, etcétera.

<sup>9</sup> No debiese resultar difícil imaginar políticas que intenten alinear incentivos del empleador en esa línea.



estandarizar mediciones y parámetros. Evidencian además un quiebre entre la teoría y la realidad, proponiendo que los consumidores no ven una relación clara entre sus experiencias y lo que dictan los académicos. Los autores plantean que para poder medir el desempeño financiero de los hogares e individuos se debe emplear cuidadosamente indicadores que no olviden las diferentes existentes entre estos.

Una mirada más integral es la que aporta Miller, Godfrey, Levesque y Stark (2009), en donde postulan que el concepto de EF es similar a cualquier tipo de educación. El aprendizaje se comprendería de procesos que buscan empoderar a los individuos para que, con amplitud de herramientas y de visión, se enfrenten de mejor manera a situaciones a partir de las cuales, a través de un juicio crítico, decidan y actúen buscando su propio bienestar. La EF para ellos debe ser vista como un mejoramiento en la relación información-comportamiento. Debe ser capaz de habilitar a los consumidores para (i) una mejor toma de decisiones en materia financiera, (ii) una verdadera apreciación sobre los derechos y responsabilidades de las partes involucradas y (iii) un correcto manejo y entendimiento del riesgo. Los autores plantean que teniendo un esfuerzo complementario a la regulación, como lo serían proyectos de mejoramiento en EF, se podría incorporar mayor eficiencia y calidad a los mercados. Lo anterior se explicaría a través de los dos principales mecanismos explicados a continuación. En primer lugar, se puede argumentar que mercados que presentan asimetrías de información en favor de la oferta tendrán un peor desempeño. Lo que caracterizará a estos mercados será una oferta compuesta por consumidores que no poseen las herramientas para tomar decisiones de carácter óptimo para ellos, lo que les significará un mayor nivel de costos a internalizar. Más aún, eventualmente habrá una porción de consumidores que no verá en el mercado una solución factible o deseable a sus necesidades, por lo que no participará de este. Una segunda implicancia sería que consumidores instruidos en los conceptos básicos de las finanzas ejercerían una presión por mayor competitividad en los mercados, lo que se reflejaría en mayor transparencia y mejores precios. También empujarían a las autoridades a mantener estándares regulatorios y de supervisión. Adicionalmente a estos dos mecanismos, el estudio plantea que consumidores con mejores niveles de EF se transforman en agentes que representan menor riesgo, lo cual sumaría un factor de estabilidad para la economía en su conjunto. Finalmente se expone evidencia acerca de la excesiva confianza que tienen los agentes a la hora de enfrentar decisiones financieras, cayendo en lo que ellos definen como conductas imprudentes. Este tipo de comportamientos, dada la falta de conocimientos, puede llevar a resultados que afecten directamente el bienestar de los consumidores, lo que empeora los *outcomes* de los mercados financieros. Este último argumento a favor de la EF, lo

complementan con algo similar a lo propuesto por Lusardi (2008): existen ciertos “momentos de enseñanza”, en los cuales los individuos pueden experimentar un proceso de aprendizaje más rentable en términos de esfuerzo y resultados.

Luego de revisar los planteamientos referentes a la necesidad de iniciativas de EF provenientes de los principales autores en la materia, así como los diferentes (pero no demasiado diversos) enfoques de aplicación de estas, surge la inquietud de analizar los alcances que pueden llegar a tener estos programas. A continuación se revisa cuáles son las limitaciones más probables de la EF como complemento a la regulación y se ahonda en lo que pareciera ser un vacío en los argumentos a favor de esta: la falta de evidencia acerca de su efectividad.

#### **d. Limitaciones de la educación financiera**

A pesar del carácter aparentemente favorable de las iniciativas para impulsar la EF dentro de los distintos círculos de la sociedad, existe poca evidencia en la literatura acerca de su efectividad como solución al problema de protección al consumidor financiero. Más aún, existen estudios que muestran la pobre implicancia en mejoras de comportamientos financieros que la EF le reporta a los hogares.

Si bien es cierto, gran parte de la falta de sustento a favor de este tipo de iniciativas se produce como un resultado de la falta de recursos que han sido destinados, tanto en el sector privado como en el sector público, a la evaluación y mejoramiento de los planes de EF. Adicional a lo anterior, la naturaleza del problema hace que las variables sean difíciles de medir por diversas razones, dentro de las cuales se pueden mencionar las características de la población estudiada.

La discusión sobre su efectividad está dividida. Sin embargo, quienes afirman que esta no es la solución a los vacíos regulatorios, o más bien, no es el mejor complemento a la regulación financiera reúnen la mayor cantidad de argumentos empíricos y teóricos a su favor. Lo que arroja la revisión de estudios al respecto es la aparente razón de los opositores a la EF respecto a su impacto en los consumidores. A continuación se analizan algunos estudios recientes que evidencian las limitaciones.

Lyons, Chang y Scherpf (2006) muestra que la EF puede resultar en mejoras de comportamientos financieros, sin embargo, los resultados sugieren que los niveles de experiencia anteriores al proceso de instrucción son finalmente más determinantes e importantes. Los autores plantean que en el plano de evaluación de programas de EF, no se han obtenido resultados robustamente concluyentes debido a que es difícil recolectar información sobre individuos de bajos niveles de EF, ya que hay una alta tasa de abandono de los programas junto con una baja tasa de respuestas a las encuestas. Por otra parte, algo que también dificulta la evaluación es el proceso de recolección de información de impacto se hace difícil dada la naturaleza de las organizaciones que entregan EF<sup>10</sup>. Intentando hacer frente a lo anteriormente descrito, el estudio empírico que realizan intenta capturar el efecto de una “capacitación financiera” para un grupo de población estadounidense con bajos niveles de familiarización de conceptos financieros. Este estudio lo basan en un método de *self-report* posterior al proceso de aprendizaje, donde los individuos revelan información acerca de hipotéticas conductas financieras una vez internalizado los nuevos conocimientos, y de cómo se hubiesen comportado previo al proceso de educación. A pesar de lo limitado del método, se evitarían algunos sesgos relevantes. Los resultados arrojan que existe un impacto positivo en conductas “blandas” o modificables en el corto plazo (por ejemplo, comparaciones en el momento de adquirir productos financieros), sin embargo, el impacto fue nulo en comportamientos que necesiten cambios más fundamentales (tales como una conducta crítica para enfrentar problemas con los mismos productos financieros).

Una línea similar se expone en Lyons, Palmer, Jayaratne y Scherpf (2006), en donde se expone la limitada evidencia acerca de causalidad existente entre iniciativas de EF y comportamientos más sanos de parte de los consumidores. Los autores plantean que una evidencia robusta acerca de las causalidades es de vital importancia para la actual y futura sostenibilidad de los programas de EF. Sin embargo, las generalmente pequeñas organizaciones que se dedican a generar estas iniciativas no poseen los recursos para mejorar los estudios de impacto en sus grupos de tratamiento.

Algo relacionado con lo planteado por los trabajos anteriores es lo que se concluye en Mandell y Schmid (2009), donde con un análisis empírico se levantan serias dudas acerca de la efectividad de largo plazo de los cursos de EF. Se demuestra que individuos que tuvieron cursos de conceptos básicos financieros durante su etapa educacional no tienen un mejor desempeño en pruebas para medir el

---

<sup>10</sup>Por lo general, afirma Lyons, Chang y Scherpf (2006), las instituciones que se dedican a impartir programas de educación financiera son pequeñas organizaciones sin fines de lucro, con baja dotación de personal y bajos niveles de financiamiento, lo que hace poco probable que implementen estudios de evaluación por sus elevados costos.

nivel de EF. Los mismos individuos señalan no considerarse más orientados al ahorro, además de no tener mejores comportamientos financieros que los que no realizaron cursos de finanzas básicas.

Probablemente quien más ha desarrollado la corriente crítica a la EF como estandarte de la protección al consumidor financiero es Lauren E. Willis, quien ha publicado diversos estudios acerca del tema, en los cuales se puede apreciar una tendencia cronológica hacia su conclusión final: la EF es una falacia<sup>11</sup>.

En Willis (2008a) se presenta una visión crítica respecto de los alcances reales que podría llegar a tener la EF. En dicho estudio, se muestra cómo ciertos grupos de interés e ideologías han influido en la insistencia de considerarla como una solución factible y positiva para mejorar las condiciones en las que el consumidor financiero se enfrenta al mercado y participa en este. Haciendo referencia a ideas propuestas por Alan Greenspan<sup>12</sup>, expone como se ha ampliado la creencia sobre la supuesta capacidad que tiene la EF para transformar a los consumidores en participantes responsables y empoderados, motivados y capacitados para desempeñar comportamientos que se traducen en impactos positivos para su propio bienestar. Willis utiliza esta visión para contrastar que en un mundo idealizado como el anterior, donde los consumidores pueden manejar en la individualidad absoluta sus propios créditos, seguros, ahorros e inversiones, la regulación no sería necesaria. (Incluso esta podría ser contraproducente). Para exponer cómo la ideología se ha manifestado en la discusión, entre otras cosas, menciona en primer lugar como la Financial Literacy and Education Commission<sup>13</sup> constantemente ha publicado reportes que muestran los logros que la EF puede alcanzar, a pesar de que estos mismos mencionan escuetamente la pequeña cuota de investigación concluyente acerca de métodos exitosos. Adicionalmente, muestra cómo los defensores de los programas de EF se enfocan casi exclusivamente en publicar las pésimas estadísticas acerca de los conocimientos conceptuales y comportamientos financieros, sin embargo, no abordan de manera seria el cómo la EF va a solucionar estos problemas.

---

<sup>11</sup> “*The Financial Education Fallacy*” (2011) es su última publicación al respecto y la más crítica sobre el tema.

<sup>12</sup> Greenspan, Alan (2002). "Statement of the Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve, Before the S. Comm. On Banking, Housing, & Urban Affairs", hearing on S. 969 (The State of Financial Literacy and Education in America), Washington, D.C. , en Willis (2008a).

<sup>13</sup> La Financial Literacy and Education Commission es una comisión creada por el gobierno estadounidense, dependiente del Departamento del Tesoro, que tiene por objetivo ser la base de los esfuerzos para educar financieramente a la población del país.

En el mismo estudio, Willis plantea que los costos de oportunidad relacionados a perseguir la solución a los problemas de los consumidores en los mercados financieros mediante la EF son, a lo menos, considerables. Los recursos que se podrían destinar a otras políticas públicas alineadas con la mejora del crédito, de la cobertura de los seguros, del ahorro y de las decisiones y comportamientos financieros son sustantivos, por lo tanto, es de evidente necesidad disponer de una evaluación seria acerca de la efectividad de los programas de EF. Haciendo una completa y crítica revisión de la literatura, menciona como los principales problemas de los estudios de evaluación de impacto (i) la poca confiabilidad de los datos, (ii) los problemas de diseño en la investigación, (iii) los problemas de medición y (iv) los problemas con la interpretación de los datos (muestra como los sesgos ideológicos impulsan a sugerir efectividad ante resultados inciertos, baja significancia estadística, etcétera)<sup>14</sup>.

Finalmente, como contraparte a toda la crítica realizada, en Willis (2008a) se plantean dos alternativas de políticas públicas a la EF. La primera, centrarse en mejorar el comportamiento financiero de los hogares. Tomando algo inicialmente propuesto por Bernheim, Garret y Maki (2001)<sup>15</sup> y conjugándolo con lo planteado en un estudio de Lewis Mandell<sup>16</sup>, plantea ir en la dirección de lo que llama *Financial Norms Education*. Si bien la propuesta anterior también apunta a cambios en los comportamientos de los consumidores, consiste en impartir una suerte de “normas de buen comportamiento financiero”, tales como el ahorro, en el lugar de impartir “conocimiento financiero”. Como segunda alternativa de política, el autor plantea crear un sistema de *counselling* o asesoramiento individual, el cual podría aumentar el bienestar financiero de los consumidores, ayudándolos a tomar decisiones que se ajusten más a sus preferencias y la realidad económica. Esta propuesta tiene la característica de que los individuos necesitarían tener la suficiente educación como para poder seleccionar un asesor confiable y calificado dentro de una gama de oferta regulada por el Estado, sin necesidad de que realicen cálculos complejos o proyecciones económicas por su cuenta.

En Willis (2008b), la visión crítica se agudiza, exponiendo que si bien la idea de un mundo de consumidores “educados” es seductiva, la efectividad de la EF carece de soporte empírico. Más aún, esta visión es prácticamente imposible de lograr. Dada la velocidad de cambio del mercado, constantemente se amplía la brecha entre habilidades actuales de los agentes y las necesarias para entender los complejos y no estandarizados productos y servicios financieros. Considerando que los

---

<sup>14</sup>Para un desarrollo de cada idea por separado con más detalle, ver Willis (2008a).

<sup>15</sup>Bernheim, B., Garret, D., y Maki, D. (2001) “*Education and Saving: The Long-Term Effects of High School Financial Curriculum Mandates*”. *Journal of Public Economics*, 87: 1487-1519, en Willis (2008a).

<sup>16</sup>Mandell, L. (2005) “*Financial Literacy: Does it Matter*”. Buffalo, NY: School of Management, University at Buffalo, en Willis (2008a).

conceptos básicos están muy lejos de proveer lo necesario para comprender el funcionamiento de los cambiantes y volátiles mercados financieros, parece imposible que proyectos de EF sean capaces de nivelar el entendimiento del mercado por el lado de la demanda. No conforme con lo anterior, conocimientos acabados acerca del funcionamiento del entorno financiero tampoco aseguran decisiones correctas: los mecanismos heurísticos utilizados comúnmente para elegir, sesgos personales e influencias emocionales interfieren en un comportamiento clásicamente racional, el cual aseguraría un óptimo nivel de bienestar. Adicionalmente, se expone que en el día a día, la oferta de los mercados financieros le lleva una ventaja natural a los propulsores de iniciativas de EF. Esta ventaja consiste en la amplia diferencia de recursos que la industria dispone para capitalizar en beneficios esos sesgos e inconsistencias propios de los consumidores, los mismos que intentan corregir los “educadores financieros”.

Como argumento culmine contra la EF, en Willis (2008b) se plantea que sin estar suficientemente documentada su efectividad, la EF puede ser un arma de doble filo. Para algunos consumidores puede ser un factor que les conceda una mayor confianza en sus capacidades de decisiones acertadas (y no así una mejora real en estas capacidades), lo cual puede transformarse en potenciales decisiones dañinas para ellos mismos. Luego, en un hipotético marco donde los programas de EF son generalizados, ante situaciones financieras apremiantes de los consumidores, una reacción naturalmente posible sería responsabilizarlos por sus comportamientos subóptimos y desviar así las presiones por una mayor regulación en el mercado.

En Willis (2011), la última publicación del autor a la fecha acerca del tema y la más radical, se plantea que existen al menos dos razones de peso por las cuales no es deseable avanzar hacia un mundo donde los agentes sean dejados a la deriva en los cambiantes mercados financieros con la EF como herramienta: (i) el gasto en tiempo y la invasión a la privacidad que se requeriría sería muy alto y, paradójicamente, (ii) existiría una disminución en la autonomía individual. Estos argumentos debiesen ayudar a inclinar la balanza hacia la búsqueda de otras herramientas que podrían potencialmente incrementar el bienestar financiero de los hogares a un menor costo social e individual.

Como sustento del primer argumento anteriormente presentado se exponen los costos que implicaría una verdadera EF en la sociedad. El panorama expuesto por numerosos estudios, independiente de si apoyan o difieren de la idea de avanzar hacia la protección al consumidor a través de la EF, es de un bajísimo nivel de manejo de conceptos financieros y habilidades numéricas. Es por

esto que una mejora en estos niveles, implicaría consecuentemente dar un salto en la educación básica general. A esto se suma la complejidad y heterogeneidad presente en las decisiones financieras, lo que significa que de aplicar sesiones de EF, estas debiesen ser de una personalización relativamente alta. Sin embargo, el mercado evoluciona e innova constante y rápidamente, por lo que los programas debiesen a su vez ir actualizando los conocimientos de sus integrantes y ex-integrantes a lo largo del ciclo de vida. Las dificultades no terminan aquí, ya que como plantea Willis, el poco interés o incluso resistencia a participar se presenta como otro obstáculo. Para sortearlo, la solución sería plantear la EF como una instrucción obligatoria<sup>17</sup>. Finalmente, se profundiza en lo expuesto en Willis (2008b) acerca de la diferencia de recursos disponibles por parte de la oferta de la industria financiera para tomar la no racionalidad de los consumidores como oportunidades de incrementar sus beneficios y también para protegerse de eventuales campañas pro EF en las cuales se advierta de comportamientos predatorios por parte de las empresas.

Como consecuencia de lo anterior, para que la EF funcione, Willis plantea que esta debiese ser impartida a lo largo de toda la población, intensivamente, con alta frecuencia, de manera obligatoria y provista en el momento exacto de la toma de decisión, y por si pareciera poco, en un modo personalizado para cada consumidor. Bajo esta lógica, los esfuerzos necesarios para llevar a cabo todo este plan equivalen a una inmensa cantidad de recursos, lo cual se transformaría en un costo imposible de abordar.

Luego, desarrolla el argumento de la pérdida de autonomía. Explica que generalmente se plantea que la regulación restringe libertades individuales, y que es esa misma lógica la que hace a muchos abogar por la EF, la cual empoderaría a los consumidores. Sin embargo, menciona que una EF efectiva requiere de sustanciales intromisiones en la autonomía individual. Lo anterior lo justifica explicando que los consumidores tendrían que aceptar una reducción del control sobre como gastar el tiempo y el esfuerzo, además de cuándo, cómo y con quién compartir información financiera y psicológica evidentemente privada. Junto con esto, la efectividad de técnicas para eliminar sesgos de los comportamientos financieros depende de la posibilidad de cambiar el proceso de pensamiento, los sentimientos, motivaciones y valores de los individuos. Adicionalmente, los programas de EF deberán

---

<sup>17</sup>Willis (2011) hace referencia a Brown, A., y Gartner, K. (2007) *“Early Intervention and Credit Cardholders: Results of Efforts to Provide Online Financial Education to New-to-Credit and At-Risk Consumers”* ([http://cfsinnovation.com/system/files/imported/managed\\_documents/earlyintervention.pdf](http://cfsinnovation.com/system/files/imported/managed_documents/earlyintervention.pdf)), donde se muestra que en Estados Unidos existen diversas iniciativas de EF, las cuales se presentan como oportunidades y no son tomadas en cuenta por el público. Irónicamente, quienes más se presentan voluntariamente tienen mayores conocimientos y habilidades financieras.

hacer juicios técnicos y normativos para elegir qué partes enseñar de una teoría sin consenso acerca de lo que comprende un “buen comportamiento financiero”. Esto condiciona en qué medida cambia el comportamiento de un individuo “financieramente educado”, dejando de lado su autonomía.

Como contraparte, Willis plantea nuevas alternativas a la EF. Menciona que el camino más eficiente para aumentar la cantidad y calidad de los ahorros y mejorar las jubilaciones, consiste en alinear los incentivos entre oferta y demanda. Finaliza sus conclusiones con la siguiente afirmación para quienes aún no concuerdan con él: *“Una pista de por qué la EF puede ser vista como un argumento a favor del libre mercado y en contra de la regulación es la cantidad de recursos que la industria gasta en apoyar y realizar programas de EF, siendo que por lo general, un mercado donde el consumidor “empoderado” reduce la rentabilidad de la industria”*.

Por último, y a modo de conclusión acerca de las limitaciones que presenta la EF como un complemento factible y efectivo para la regulación financiera cabe destacar que a pesar de sus evidentes falencias, sería deseable que la población tuviera un mejor conocimiento básico de conceptos financieros. Este manejo básico podría eventualmente tener un impacto positivo reflejándose en una mejor relación problema-decisión en el aspecto financiero de los hogares. Sin necesidad de emplear planes demasiado costosos, es clara también la deseabilidad de tomar medidas que apoyen en esta dirección a los grupos objetivos en donde la ignorancia financiera se presenta con mayor intensidad. Un argumento simple que apoya lo anterior sería el eventual efecto en mayor inclusión financiera que estas medidas podrían traer al familiarizar más a las personas con el funcionamiento del mercado. No obstante lo anterior, se debe buscar otras formas de completar las fallas en el sistema regulatorio, las cuales deben ser alternativas factibles en su implementación y con consecuencias económica deseables para la protección al consumidor sin dejar de lado el funcionamiento del mercado.



#### 4- SEGUNDO COMPLEMENTO PARA LA REGULACIÓN: APORTES DESDE LA ECONOMÍA DEL COMPORTAMIENTO

Paralelamente al desarrollo de la ciencia económica más clásica, en las últimas décadas la economía conductual ha progresado como una corriente integradora de disciplinas. Principalmente, consiste en la combinación de la economía con la psicología, intentando describir con mayor acercamiento a la realidad los comportamientos económicos de los individuos dentro de la sociedad. Su principal lucha la ha dado en el campo de los supuestos, argumentando que una de las suposiciones más básicas de la economía no se cumple, pues los individuos no se comportan completamente racionales. En Mullainathan y Thaler (2000) se menciona que la investigación de la economía conductual ha consistido en identificar las formas en que los comportamientos difieren del modelo estándar y en mostrar cómo estos comportamientos importan en contextos económicos. Mientras que Splinder (2011) resalta que el enfoque de la economía conductual no pretende imponer principios normativos, como en contraste si lo ha hecho la economía neoclásica, sino más bien centrarse en el testeo empírico de supuestos en las conductas económicas en un marco dado, transformándose en la única manera de verificar los argumentos neoclásicos a parte de la econometría. Sin embargo, y como se menciona en el trabajo de Splinder, se puede argumentar que los hallazgos de esta corriente no siempre son generalizables, lo cual sería un requisito mínimo para poder extenderla al razonamiento regulatorio. De hecho, en Fama (1998) se crítica a las finanzas conductuales exponiéndolas como una serie de estudios *ad hoc* que hacen imposible pensar en un marco teórico general. Sin embargo Splinder (2011) plantea que la economía conductual no tiene y no tendrá un lado normativo, sino más bien, se preocupa de modificar los enfoques tradicionales para tomar en cuenta las posibles distorsiones de mercado obviadas. Tampoco se propone generar un modelo radicalmente nuevo. Su objetivo es modificar o adecuar los supuestos instaurados en la economía clásica. A continuación se intenta explicitar el marco que define la economía conductual frente a las fallas del mercado (particularmente el financiero) y posteriormente cómo esta corriente de la ciencia puede ayudar a definir nuevas instancias o definiciones regulatorias de cara a la protección del consumidor financiero.

### a. Economía conductual y fallas en la regulación del mercado financiero

Uno de los supuestos clave que asume la ciencia económica para hablar de eficiencia en los mercados es la racionalidad de los agentes. Los mercados financieros no son la excepción. Incluso, dado sus alcances en la economía real y en la de los hogares, se torna un pilar interesante de analizar. Dentro de los estudios realizados en la línea de la economía conductual, una parte importante de estos se ha centrado en el enjuiciamiento del grado de adecuación que puede tener este supuesto. Milton Friedman aseguraba que la calidad de los supuestos en un modelo no debía ser juzgada por su realismo, sino por su capacidad de generar resultados que predigan con mayor precisión la realidad<sup>18</sup>. Sin embargo, la economía conductual ha hecho el centro de sus estudios los comportamientos reales de los individuos que se alejan del modelo económico clásico, y en este contexto, ha apuntado constantemente hacia la irracionalidad con que a menudo se comportan los agentes. El resultado: un supuesto irreal en un modelo muchas veces normativo puede hacer daño, ya que insta a adoptar conductas y, en ocasiones, medidas regulatorias que conducen a ineficiencias perjudiciales para el bienestar social.

En Mullainthan y Thaler (2000) se expone como diversos economistas argumentan que la combinación de fuerzas existentes en el mercado (particularmente la competencia y el arbitraje) y la evolución de este, producen un “mundo racional”. Los argumentos revisados proponen que en la economía, ante una situación desalineada de la racionalidad es el mercado mediante el arbitraje y su evolución el que tornaría a sus integrantes hacia comportamientos racionales. Sin embargo, en primer lugar, no todos los actos irracionales están sujetos a arbitraje. Se muestran ejemplos de decisiones personales irracionales tales como el sub-ahorro previsional, donde no hay un tercero que pueda apostar a una ganancia cierta dentro de ese acto de modo que sea corregido. En segundo lugar, el razonamiento de la evolución parece errado, pues no se observa en la realidad que se cumpla. La idea anterior consiste en el ajuste a través del tiempo de comportamientos subóptimos, tales como los sujetos a arbitraje, y que desencadenaría en mercados que en el largo plazo tiendan a comportamientos racionales o a la desaparición de estos de quienes no actúan de esa forma. En la práctica se observan comportamientos irracionales transversalmente en todos los mercados y a través de los distintos grupos al interior de cada uno. El estudio plantea que estas fuerzas fracasan al

---

<sup>18</sup>Friedman, Milton (1966). “*The Methodology of Positive Economics.*” En *Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press, 1966, pp. 3-16, 30-43.

observar que dentro de los agentes que participan en los mercados existen diferentes horizontes de tiempo y, particularmente en los mercados financieros, se menciona la dificultad de aprendizaje y los shocks que ensucian los resultados.

En el mismo trabajo, se plantea que el modelo económico estándar incorpora (al menos) tres reglas de funcionamiento que resultan difíciles de conciliar con la realidad. Según los autores, citando una serie de estudios teóricos y empíricos, asumir que los agentes de la economía se comportan ilimitadamente racionales, con plena fuerza de voluntad y con absoluto egoísmo es alejarse de una representación fiel de la realidad. Bajo esta argumentación, es posible explicar importantes fallas en la asignación eficiente de recursos por parte de un mercado. Más aún, posiblemente donde más ha contribuido la economía conductual es en el área de los mercados financieros, evidenciando que las inconsistencias de los agentes económicos se presentan muy a menudo en este tipo de mercados.

En Tversky y Kahneman (1986) se presenta una visión bastante más crítica desde la corriente conductual hacia la economía clásica. La tesis que se plantea es que la lógica de elección en el modelo clásico de economía no provee una fundamentación adecuada para la teoría descriptiva de la toma de decisiones. Los autores argumentan que las desviaciones del comportamiento real desde el modelo normativo son demasiado amplias como para ser ignoradas, demasiado sistemáticas como para ser omitidas (como un error aleatorio) y demasiado fundamentales como para ser acomodadas mediante la relajación del sistema normativo. En el estudio se realiza una revisión de literatura analizando las fundaciones de la teoría de la elección racional, basando su análisis en cuatro normas básicas de esta: cancelación, transitividad, dominancia e invarianza. A continuación, revisan y demuestran fallas en cada uno de estos supuestos, ejemplificando situaciones donde quienes deben tomar decisiones violan reiteradamente dichas reglas. A la luz de lo argumentado, concluyen que es imposible reconciliar el análisis normativo con el análisis descriptivo, lo que presenta evidentes complicaciones para la ciencia económica. Explican que la prevalencia de la teoría de la racionalidad económica se debería a que ninguna otra teoría de juicio y elección podría eventualmente superarla en cuanto a alcance, poder y simplicidad.

Los estudios que han buscado demostrar con evidencia empírica el comportamiento no racional de los individuos dentro de la sociedad son variados y los resultados que arrojan son contundentes y evidentes: en la realidad el supuesto de racionalidad no se cumple totalmente, o al menos no todo el tiempo. Existen situaciones y contextos donde es más probable encontrar comportamientos racionales, sin embargo, la economía conductual ha sido exitosa en lo que Mullainathan y Thaler

(2000) indican como su principal objetivo: identificar si los comportamientos reales difieren del modelo estándar y si es así, cómo. Teniendo en cuenta la forma en que se comportan los individuos en el mercado, evidentemente se generan espacios para lo que Stiglitz denominaba *cuasifallas* de mercado<sup>19</sup>: en los mercados financieros existen diversos problemas con el manejo de la información (particularmente, mucha desinformación o bajo entendimiento de esta). Es decir, independiente del nivel de *disclosure* que las instituciones financieras estén obligadas a entregar, de las restricciones en productos y servicios, los consumidores no serían capaces muchas veces de tomar las decisiones que se acomoden de la mejor forma a sus necesidades e impliquen mejoras eficientes en su bienestar. De esta forma surge una línea importante de investigación, la cual hace referencia a la relación entre economía conductual y la regulación de los mercados financieros. A pesar de esto, la corriente conductual se ha limitado bastante a describir las diferencias entre los comportamientos reales y los de la teoría, sin explorar mayormente las posibles implicancias que esto pudiese tener para efectos regulatorios. Este trabajo revisa lo que se ha avanzado en la dirección de la relación economía conductual-regulación, sin embargo es preciso que se enriquezca esta área.

Splinder (2011) plantea que el tradicional paradigma para los legisladores preocupados por la protección a los inversionistas y consumidores siempre ha sido el comportamiento racional, y en particular, sus supuestos de participantes bien informados en los mercados. De esta forma, las fallas de mercado y la información asimétrica se combaten con la obligatoriedad de difusión de información por parte de la demanda. Sin embargo, plantea, la reciente crisis es una expresión clara de los problemas que tiene este enfoque tradicional en los mercados financieros. Ese paradigma tradicional lo resume como supuestos de agentes racionales, procesamiento eficiente de información, y por lo tanto, decisiones consistentes con sus preferencias<sup>20</sup>. No obstante, argumenta a continuación, la teoría neoclásica igual explicita la posibilidad de alteraciones a la eficiencia de los mercados como consecuencia de costos de transacción y asimetrías de información<sup>21</sup>, sin embargo no se pone en duda el modelo de racionalidad (más aún, el problema de incompletitud o inexistencia de mercado que se genera producto de la asimetría de información es justamente el resultado de un cálculo racional de los individuos, surgiendo nuevamente el argumento de que ante conductas irracionales, las fuerzas del mercado debiesen corregir la situación). Como respuesta surge el modelo de mecanismos de

---

<sup>19</sup>Stiglitz (1993).

<sup>20</sup>Los autores utilizan la definición de Camerer, C., Isacharoff, S., Loewenstein, G. O'Donoghue, T. y Rabin, M. (2003). "*Regulation for conservatives: Behavioral economics and the case for asymmetric paternalism.*" University of Pennsylvania Law Review, 151, 1211-1254.

<sup>21</sup>Akerlof, G. A. (1970). "*The market for 'lemons': Quality uncertainty and the market mechanism.*" Quarterly Journal of Economics, 84(3), 488-500.

señalización<sup>22</sup> que explica como ante asimetrías se introduce nuevamente la eficiencia al mercado. Una vez dicho esto, el autor menciona que en la reciente crisis financiera quedó en evidencia que aplicar estos modelos al funcionamiento de los mercados financieros puede implicar deficiencias importantes.

Siguiendo con el mismo trabajo, se exponen los puntos clave que la economía conductual aporta al cuestionamiento del paradigma regulatorio neoclásico. En primer lugar, los consumidores se ven sobrepasados con la información que reciben, tanto por la cantidad como por sus características. Segundo, los individuos poseen una gran aversión a las pérdidas, lo que los hace tender hacia una valoración absoluta de estas por casi el doble sobre las ganancias. Por último, se menciona la importancia que cumple la procrastinación en la toma de decisiones. Esta última, hace que los individuos dilaten las tomas de decisiones o la realización de acciones, incluso sabiendo que llevarlas a cabo en el momento implicaría un aumento en el bienestar. La explicación más acertada sería que los costos o beneficios inmediatos tienen una relevancia mucho mayor que los que se ejecutarán en el futuro, produciendo lo que Phelps y Pollak (1986) denomina “*hyperbolic discounting utility*”, evidentemente alejándose de la lógica racional y alterando decisiones y planificaciones<sup>23</sup>.

Por su parte, Meza, Irlenbusch y Reyniers (2008) mencionan que los sesgos que plantea la economía conductual más relevantes para los mercados financieros son: (i) la procrastinación, (ii) la aversión a las pérdidas y las inconsistencias intertemporales, (iii) el *mental accounting*, dentro del cual resalta el exceso de confianza, (iv) el sesgo de *status quo* o inercia, que hace referencia a la dificultad de tomar decisiones nuevas y (v) la sobrecarga de información.

La evidencia de irracionalidad en los comportamientos de los individuos muestra como uno de los pilares básicos del enfoque regulatorio clásicamente empleado en los mercados financieros es irreal. En consecuencia, Brainbridge (2000) concluye que dadas las fallas existentes en los mercados, principalmente de información como bien público, sumado a comportamientos sostenidamente no racionales de los agentes a los cuales apunta la economía conductual, el mercado arroja un resultado que no es eficiente dada la regulación existente. Una vez concluido esto, propone mayor discusión en la materia y mayor apertura para poder tener un eventual cambio de paradigma regulatorio.

---

<sup>22</sup>Spence, M. (1976). “*Symposium: The economics of information: Informational aspects of market structure: An introduction.*” *Quarterly Journal of Economics*, 90(4), 591-597.

<sup>23</sup>Phelps, E. y Pollak, R. (1986). “*On second-best national saving and game equilibrium growth.*” *The Review of Economic Studies*, 35(2), 201-208.

Por último, Dawney y Shah (2005) destacan en una revisión un poco más amplia dentro de la economía, que la corriente conductual aporta una serie de argumentos de eventual importancia para los hacedores de política. Sin hacer referencia únicamente a los mercados financieros, argumenta que el análisis económico neoclásico no pone en duda el supuesto de racionalidad y maximización del propio interés, el cual, sin obviar su poder como herramienta económica, muchas veces puede ser mal utilizado para el análisis y decisiones de regulación.

#### **b. Identificando aspectos que permitan nuevas instancias de regulación**

Los sesgos en los comportamientos de los agentes que la economía racional deja en evidencia no han sido abordados de manera clara por parte de los diseños regulatorios en los mercados financieros. Las demostraciones son claras, por lo que se debe internalizar este conocimiento en los procesos e instancias de apoyo a los mercados. Para que se lleven a cabo eventuales planes de regulación financiera que actúen en función de comportamientos no racionales de los agentes, lo primero es enriquecer el debate y el surgimiento de ideas relacionadas al tema. El objetivo de esta sección en ningún caso es más que eso. Nos enfocaremos principalmente en el grado de racionalidad con que un agente económico actúa. Una discusión pendiente acerca de esta materia es si debe primar el aspecto positivo de este concepto, o bien, debemos ir más allá y concentrarnos en este como un asunto normativo.

Siguiendo la línea de Willis (2008a) y Willis (2008b), e intentando atacar los espacios de irracionalidad persistentes en los individuos, el trabajo de Meza et al (2008) propone reducir los niveles de persuasión que posee la oferta en los mercados financieros, los cuales considera un aprovechamiento de instancias no racionales en la demanda. La idea consiste en inculcar reglas generales de comportamientos deseables y extenderlas a la población. Sin profundizar en detalles, la intención que plantean es de transmitir formas de pensamiento crítico frente a lo que las instituciones financieras les ofrecen. Una forma simple de hacerlo es atando obligatoriamente a la publicidad de ofertas, mensajes que hagan entrar en conciencia respecto a las decisiones que los individuos deben tomar y que se relacionan con lo ofrecido, o bien incluso en instancias decisivas de la celebración de

un contrato financiero. Lo que se observa de este planteamiento es la idea de que las instituciones financieras invierten importantes cantidades de recursos con el fin de capitalizar las acciones irracionales de los consumidores en mayores ingresos. Como respuesta para contrarrestar esto, simplemente se propone que el aparato regulador limite la inversión en esa dirección (que no genera valor agregado a la economía, sino sólo transferencias probablemente regresivas), o que este imponga advertencias o sugerencias en los diferentes servicios.

De la línea planteada por estos tres estudios se desprende un concepto implícito: dentro de los actos irracionales, existirían ciertos “momentos racionales”, dentro de los cuales sería posible apelar al sentido de largo plazo y consistente de los individuos y en el cual las decisiones tomadas, se acercan a las de óptimo. Estos momentos racionales, que no son más que espacios de conciencia y análisis con más detalle, podrían estar ausentes a lo largo de el ciclo de vida de un agente, sin embargo, eventualmente podrían ser activados. Para clarificar la idea, supongamos un individuo promedio, que tiene comportamientos con algún grado de inconsistencia o irracionalidad, y que posee un nivel determinado de ingresos. En algún momento deberá tomar la decisión de que fracción de ingreso ahorrar para su jubilación (simplifiquemos el caso asumiendo que no existe una fracción de ahorro obligatorio de previsión), la cual probablemente será subóptima dada su irracionalidad e inconsistencia. Este sería el caso si al momento de tomar la decisión, el individuo no estuviera dentro de un “momento racional”. Sin embargo, supongamos ahora que la sociedad formaliza una instancia a la cual cada individuo que recibe ingresos debe acudir a tomar la decisión de ahorro previsional, y en la cual recibe consejos e información útil para efectos de su decisión, como por ejemplo la conveniencia de darle la importancia que merece al futuro. Este diseño favorecería claramente la activación de un “momento racional” en la instancia indicada (la toma de la decisión), ayudando de esta forma a corregir esa cantidad subóptima de ahorro. Ahora bien, este simple modelo puede ser aplicado a diversas decisiones financieras, pudiendo el consejo en la instancia formal tomar diversas formas, desde un simple aviso de advertencia junto a la firma de un contrato financiero, hasta un proceso de *coaching* personalizado ante ciertas decisiones más trascendentales en la vida.

El concepto de los “momentos racionales” también es sugerido implícitamente en Lusardi (2008), cuando menciona que para ser efectivos en una búsqueda de mayor bienestar financiero en los hogares, se debe aprovechar lo que denomina “tiempos educacionales”, los cuales estarían presentes ante eventos importantes en la vida de una persona, tales como el nacimiento de un hijo, comprar una

casa, el matrimonio, etcétera. En esta misma línea, Miller et al (2009) también utiliza el concepto de “momento enseñable”.

Se debe tomar en cuenta ciertamente, que al proponer este enfoque, estamos apelando al componente normativo del concepto de racionalidad, entendiendo que lo que se debe hacer es inducir a los individuos a actuar acorde a lo que el concepto dicta. No obstante, no significa que se descarten de la discusión puntos de vista donde prime un enfoque positivo, ni que se crea que la solución está únicamente en buscar el comportamiento racional de los individuos. Sin embargo, se debe tener en cuenta ante posibles divergencias que la economía neoclásica con sus supuestos de racionalidad y maximización de utilidad se ha desempeñado como una fuerza altamente normativista, siendo la economía conductual una corriente bastante más positiva. Lo descrito anteriormente se formula como una idea que intenta sumar al debate del mejoramiento al modelo de regulación financiera imperante.

Adicionalmente, se debe entender que incidir en los comportamientos de los agentes buscando que estos sean acorde con el concepto de racionalidad, supone un cierto grado de invasión en la libertad de los individuos. Sin embargo, lo que se busca es generar comportamientos consistentes, que mejoren el bienestar, pero sin forzar a tomar determinadas decisiones. De esta forma, la invasión a la libertad no sería mayor en ningún caso que aplicar restricciones a ciertos comportamientos o imponer reglas más rígidas, como lo sería prohibir determinados productos o servicios. Por lo demás, esta invasión a la libertad podría justificarse plenamente como una intervención producto de la existencia de un bien no meritario, donde el “bien” en cuestión es una decisión financiera que generará un arrepentimiento futuro.

## **5- DOS TÓPICOS RELACIONADOS AL MERCADO DE LAS PENSIONES EN CHILE**

A continuación revisaremos brevemente el funcionamiento del mercado de las pensiones en nuestro país, analizando qué rol juega en las causas del funcionamiento incompleto de estos los problemas revisados y asociados a EF y economía conductual. Esta revisión intenta evidenciar con un ejemplo real cuáles son los puntos que llaman a debatir sobre cómo mejorar determinados aspectos en función de la protección de los consumidores dentro de un mercado financiero específico



(pensiones). El ejercicio puede ser replicado para diversos mercados tales como crédito, seguros, fondos mutuos, etcétera, y puede ayudar a identificar aspectos perfectibles dentro de la regulación.

El sistema de pensiones chileno funciona en base a un mecanismo de capitalización individual administrado por instituciones privadas. Su principal función es asegurar una pensión estable para los trabajadores que han concluido su vida laboral, como también la prevención de pobreza en la tercera edad o en caso de invalidez mediante un pilar solidario. Este sector está regulado por la Superintendencia de Pensiones, dependiente del Ministerio del Trabajo y Previsión Social, ente que actúa como supervisor del adecuado funcionamiento del sistema de pensiones y garante de este. La cotización es obligatoria para los empleados contratados y voluntaria para aquellos que se desempeñan independientemente. Si bien, desde el año 2010 los nuevos cotizantes que ingresan al sistema no pueden escoger su Administradora de Fondos de Pensiones (AFP), luego de 24 meses, los individuos pueden moverse libremente y cuantas veces quieran entre las 6 diferentes AFP listadas. Las administradoras compiten tanto en la rentabilidad que le sacan a los fondos como en las comisiones cobradas. La ley dispone que cada AFP debe ofrecer 5 fondos diferentes (del A al E) según el riesgo que asumen en los instrumentos de inversión utilizados, regulando estrictamente la proporción de renta variable y fija que los compone. Los cotizantes también pueden moverse entre los diferentes fondos de inversión cuando y cuantas veces lo deseen. Finalmente, y sólo para tener en mente las magnitudes en torno a lo que estamos discutiendo, el número de cotizantes según cifras de la Superintendencia de Pensiones al mes de abril del presente año es de 4.084.882 trabajadores, la fuerza de trabajo ocupada medida para la misma fecha según el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) es de 7.621.070 y a diciembre de 2011 los montos de ahorros previsionales administrados según la Asociación de AFPs sumaban \$70.377.420.000.000.

Luego de haber revisado en la sección 3 y 4 posibles aportes a la regulación y desempeño de los mercados financieros desde el enfoque de EF y de la economía conductual respectivamente, a continuación se detallan posibles amenazas a las que se ve expuesto el funcionamiento del mercado de pensiones tomando en cuenta dichos puntos de vista.

Dada la libertad que entrega el sistema competitivo a los cotizantes para cambiar de administrador y de fondo, existe la posibilidad de actuar como un inversionista relativamente activo en el manejo del fondo de pensión. Esta situación es analizada en Larraín y Repetto (2011), donde se expone de cierta forma que la contracara a esa libertad puede tener aspectos negativos para los individuos. Cuando una persona no tiene los conocimientos adecuados, puede tomar decisiones que resulten ser perjudiciales

para sus ahorros, como por ejemplo, las decisiones que se toman ante una eventual crisis. Ante este escenario, los fondos más riesgosos (A y B) serán los que con mayor certeza caerán, mientras que los menos riesgosos (D y E) se comportarán más estables. No es raro observar que individuos que tienen sus ahorros previsionales en el fondo A, posterior a la irrupción de la crisis, cuando la rentabilidad ya ha caído, traspasan sus ahorros al fondo E habiendo experimentado la pérdida de valor de sus ahorros. Durante la crisis a menudo se quedan en el fondo conservador, para luego, una vez que ya se observan claros indicios de recuperación, vuelven a traspasar sus activos al fondo A cuando este ya está recuperado, lo cual impide que recuperen las pérdidas iniciales. Esta situación se observó durante la reciente crisis financiera global.

Justamente a este problema es al que se hace referencia en Willis (2008b), donde se plantea que la EF puede comportarse como un arma de doble filo en la medida que no entregue realmente conocimientos o nuevas habilidades, sino solamente confianza en las decisiones propias. En la medida que las medidas de fortalecimiento de EF en la población impartan conocimientos espurios, el efecto que se observará será negativo, traduciéndose en que la gente se sentirá más segura al tomar decisiones igual de incorrectas que previo al proceso de capacitación financiera. Una medida que puede ser más efectiva en el contexto de las pensiones podría consistir en enseñar a los individuos como funciona el sistema de pensiones y que entiendan la importancia de un ahorro “seguro”, evitando el activismo. Sin embargo, se debe tener en cuenta que existe una contracara y esta es que habrá una porción de cotizantes que comprenderá que dado su nivel de ingresos, inevitablemente terminará recibiendo una Pensión Básica Solidaria, lo cual lo instará a dejar de cotizar, ahorrar en otra parte y finalmente recibir la misma PBS por parte del sistema. Lo importante es entender que la solución al problema de la irracionalidad parece no ser resuelto con instrumentos de regulación tradicionales.

Por otra parte, más ligado a los aportes de la economía conductual se pueden identificar problemas de inconsistencia dinámica a la cual están expuestos los individuos. Concentrémonos en primer lugar en los trabajadores independientes que deciden no cotizar. Si bien el hecho de no hacer aportes voluntarios no implica necesariamente que la persona en cuestión no esté ahorrando, sí podría considerarse como una razón importante de sub-ahorro, o definitivamente de ahorro nulo. Esta situación puede estar motivada por tres argumentos: poco peso del futuro en el horizonte de razonamiento del individuo, incentivos perversos a ser una carga de la sociedad en el futuro mediante el acceso a una pensión básica solidaria, o bien restricciones de liquidez que le impidan ahorrar a pesar

de un posible interés en el futuro. Por otra parte, existe también dentro de los cotizantes quienes, aun cuando les conviene porque se ajusta más a sus características o le significa menores costos, no deciden cambiar de fondo o de administrador, probablemente por razones de procrastinación. Estas dos situaciones están documentadas en términos generales en Meza et al (2008), Splinder (2011), entre otros autores revisados en la sección 4.

## 6- DISCUSIÓN

Habiendo hecho una revisión acerca del funcionamiento de los mercados financieros en un contexto de economías modernas (analizando sus funciones, fallas y correcciones, así como los espacios de mejora que aún prevalecen en estos posteriormente a la implementación de medidas regulatorias) es evidente que a futuro se deben desarrollar ideas e implementaciones que colaboren buscando darles un mejor desempeño. Este cambio debe ser abordado teniendo en cuenta el cambio en los niveles de bienestar que los mercados financieros proponen a sus participantes, sin descuidar ni pasar a llevar las características naturales que este tipo de organizaciones sociales poseen. Se debe buscar un cambio sustentable. Ante el “cambio de paradigma” en la regulación financiera que sugiere lo argumentado, surgen dos ideas para apoyar la conducción de este, con un énfasis claro en la protección del consumidor financiero: la educación financiera y los aportes de la economía conductual. Adicionalmente, no se debe perder de vista la posibilidad de captura a la cual se enfrenta constantemente el proceso de diseño e implementación de regulación, lo cual debe ser un elemento a considerar en las instancias institucionales de deliberación.

Si bien la educación financiera posee un carácter aparentemente positivo como herramienta empoderadora en los diferentes sectores de la sociedad, existe poca y débil evidencia de causalidad referente a la solución al problema de protección al consumidor financiero. Más aún, existen estudios que muestran lo débil que es mejorando los comportamientos financieros de los hogares. Estudios como los de Lyons et al (2006), Mandell y Schmid (2009) y Willis (2008a, b y 2011) muestran la línea más crítica a este tipo de programas, exponiendo sus pobres números. No obstante, sigue siendo deseable que la población tenga mayores conocimientos en materias financieras básicas, pudiendo

aportar, por ejemplo, en una mayor inclusión y participación por parte de los hogares en el mercado financiero, ayudando a extender los beneficios de este en sectores cada vez más amplios de la población. Iniciativas simples en esta materia pueden ser un aporte, siempre y cuando los recursos sean bien empleados, estén bien focalizadas y no se caiga en la tentación de transar estas por menos control o presencia regulatoria.

Por otra parte, la economía conductual ha desarrollado una serie de aportes que ayudan a la mejor comprensión de cómo se comportan los mercados. Este campo de investigación ha estudiado en detalle cómo los comportamientos reales de los agentes difieren de los comportamientos en el papel, los que describen y proyectan los modelos de la economía neoclásica. Entendiendo que el modelo de regulación imperante (relevante para los consumidores financieros) en las economías modernas es sostenido por los pilares de la teoría de elección racional, no se puede obviar las conclusiones de la economía conductual. Estudios como el de Tversky y Kahneman (1986), Mullainthan y Thaler (2000) y Splinder (2011), apuntan principalmente a que los individuos no se comportan bajo el supuesto de racionalidad al momento de tomar decisiones, lo que hace dudar del grado de adecuación que puede tener el actual modelo regulatorio.

Junto con repensar las directrices de la regulación financiera, se propone con un cierto grado de normatividad, justificado por las anomalías en los comportamientos que hemos revisado, apelar a los “momentos racionales” de los consumidores. Mediante intervenciones del ente regulador que podrían constituirse en diversas iniciativas que van desde un control más rígido de la publicidad de productos y servicios, hasta asesorías persona a persona a la hora de tomar una decisión financiera relevante. La idea de fondo es lograr que los consumidores financieros dispongan de una instancia en la cual, mientras se enfrentan a la contratación de un producto o servicio financiero, sean capaces de hacer una pausa y reflexionar sobre los puntos más relevantes (preferencias, características personales y del servicio financiero, horizonte de tiempo, etcétera) que se involucran y están en juego en la decisión. Un “momento racional” que ayude a los individuos a mejorar la elección y uso de los mercados financieros.

Teniendo en cuenta estos dos complementos al sistema de regulación financiera, lo que en este trabajo se ha intentado realizar es un aporte que enriquezca a la discusión de cara a una mejora en como se apoya al mercado financiero a llevar a cabo sus labores. Es por eso que en ambos casos complementarios podría ser de gran utilidad seguir avanzando en su estudio, análisis y juicio. Particularmente en lo que respecta a las iniciativas de educación financiera, sería deseable mejorar los

datos disponibles para realizar estudios de conocimientos y familiarización con conceptos financieros básicos existentes en nuestro país. Esto puede ser abordado, por ejemplo, incorporando un apartado del tema en la encuesta de caracterización socioeconómica nacional (Casen), lo que permitiría tener un panorama más detallado de la situación real chilena, siendo posible identificar a los sectores más vulnerables y donde sería más rentable socialmente hablando una intervención de este tipo, además de cualquier otro estudio pertinente. Por su parte, para poder canalizar de una mejor forma los conocimientos desarrollados en la economía conductual, de modo que los aportes relevantes sean considerados en el desarrollo de políticas y diseños regulatorios, podría ser de gran utilidad también recopilar una mayor y mejor información acerca de variables psicológicas claves, de modo de poder hacer estudios más precisos respecto de comportamientos y causalidades. Junto con esto, la literatura que ha desarrollado el nexo entre economía del comportamiento y regulación financiera es muy poca, por lo que sería deseable un mayor número de estudios en el tema.

## 7- BIBLIOGRAFÍA

**Acharya, V.V., Cooley, T., Richardson, M., y Walter, I.** (2011). *"Market Failures and Regulatory Failures: Lessons from Past and Present Financial Crises."* Asian Development Bank Institute (ADBI), Working Paper Series, No. 264. Disponible en <http://www.adbi.org/working-paper/2011/02/08/4377.market.regulatory.failures.lessons.gfc/>.

**Atkinson, Adele, y Messy, Flore-Anne** (2012). *"Measuring Financial Literacy: Results of the OECD/International Network on Financial Education (INFE) Pilot Study."* OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions No. 15.

**Benston, George J.** (2000). *"Consumer Protection as Justification for Regulating Financial-Services Firms and Products."* Journal of Financial Services Research 17:3 277-301, 2000.

**Brainbridge, Stephen M.** (2000). *"A Behavioral Economic Analysis of Mandatory Disclosure: A Thought Experiment Turned Cautionary Tale."* University of California, Los Angeles (UCLA), School of Law.

**Brown, Jeffrey R., Liang, Nellie, Weisbenner, Scott** (2007). *"Individual account investment options and portfolio choice: Behavioral Lessons from 401(k) plans."* Journal of Public Economics 91 (2007) 1992-2013.

**Campbell, John Y., Jackson, Howell E., Madrian, Brigitte C., y Tufano, Peter** (2010). *"The Regulation of Consumer Financial Products: An Introductory Essay with Four Case Studies."* HKS Faculty Research Working Paper Series RWP10-040, John F. Kennedy School of Government, Harvard University. Disponible en <http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:4450128>.

**Campbell, John Y., Jackson, Howell E., Madrian, Brigitte C., y Tufano, Peter** (2011). *"Consumer Financial Protection."* Journal of Economic Perspectives, Colume 25, Number 1, Winter 2011, Pages 91 - 114.

**Centro Micro Datos** (2010). *"Encuesta de Protección Social 2009: Instrucciones al Usuario de la Encuesta."* Departamento de Economía, Universidad de Chile, junio 2010.

**Cole, Shawn y Shastry, Gauri Kartini** (2009). *"Smart Money: The Effect of Education, Cognitive Ability, and Financial Literacy on Financial Market Participation."* Harvard Business School, Working Paper 09-071.

**Consumer Financial Protection Bureau (CFPB)** (2011). *"Building the CFPB: A Progress Report."* July 18, 2011.

**Dawnay, Emma y Shah, Hetan** (2005). *"Behavioural Economics: Seven Principles for Policy-makers."* The New Economics Foundation (NEF), Theoretical New Economics Programme, briefing No. 1, July 2005.

**De Meza, David, Irlenbusch, Bernd y Reyniers, Diane** (2008). *"Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective."* London School of Economics, Financial Services Authority (FSA), Consumer Research 69, July 2008.

**Fama, Eugene F.** (1998). *"Market efficiency, long-term returns, and behavioural finance."* Journal of Financial Economics, 49, 283-306.

**Kozup, John y Hogarth, Jeanne M.** (2008). *"Financial Literacy, Public Policy, and Consumers' Self-Protection: More Questions, Fewer Answers."* The Journal of Consumer Affairs, Vol. 42, No. 2, 2008, 127 - 136.

**Larraín, Guillermo y Repetto, Andrea** (2011). *"Decisiones de portafolio en períodos de auge y crisis. Un análisis de los multifondos en el sistema previsional de Chile."* Santiago, Abril 2011.

**Lusardi, Annamaria** (2008). *"Financial Literacy: An Essential Tool for Informed Consumer Choice?."* Working Paper, National Bureau of Economic Research.

**Lusardi, Annamaria y Mitchell, Olivia S.** (2006). *"Financial Literacy and Planning: Implications for Retirement Wellbeing."* Working Paper, Pension Research Council, Wharton School, University of Pennsylvania.

**Lusardi, Annamaria y Mitchell, Olivia S.** (2007). *"Baby Boomer Retirement Security: The Role of Planning, Financial Literacy, and Housing Wealth."* Journal of Monetary Economics, 54, pp. 205-224.

**Lyons, Angela C., Chang, Yunhee y Scherpf, Erik M.** (2006). *"Translating Financial Education into Behavior Change for Low-Income Populations."* Financial Counseling and Planning, Volume 17, Issue 2, 2006.

**Lyons, Angela., y Neelakantan, Urvi** (2008). *"Potential and Pitfalls of Applying Theory to the Practice of Financial Education."* The Journal of Consumer Affairs, Vol. 42, No. 1, 2008.

**Lyons, Angela C., Palmer, Lance, Jayaratne, Koralalage S. U. y Scherpf, Erik** (2006). *"Are We Making the Grade? A National Overview of Financial Education and Program Evaluation."* The Journal of Consumer Affairs, Vol. 40, No. 2, 2006.

**Mandell, Lewis y Schmid Klein, Linda** (2009). *"The Impact of Financial Literacy Education on Subsequent Financial Behaviour."* Journal of Financial Counseling and Planning, Volume 20, Issue 1 2009.

**Marshall, Enrique** (2011). *"Inclusión Financiera: Avances y Desafíos para Chile."* Documentos de Política Económica, Banco Central de Chile, N° 41 - Abril 2011.

**Miller, Margaret, Godfrey, Nicholas, Levesque, Bruno, y Stark, Evelyn** (2009). *"The Case for Financial Literacy in Developing Countries: Promoting Access to Finance by Empowering Consumers."* A World Bank Group, Department for International Development (DFID), Organization for Economic Co-operation and Development (OECD), and Consultative Group to Assist the Poorest (CGAP) issue.

**Mitchell, Olivia y Utkus, Stephen** (2003): *"Lessons from Behavioral Finance for Retirement Plan Design."* Pension Research Council of Wharton School of the University of Pennsylvania, Working Paper, 2003-6.

**Monticone, Chiara** (2010). *"How Much Does Wealth Matter in the Acquisition of Financial Literacy?."* The Journal of Consumer Affairs, Vol. 44, No. 2, 2010.

**Mullainathan, Sendhil y Thaler, Richard H.** (2000). *"Behavioral Economics."* National Bureau of Economic Research, Working Paper 7948. Disponible en <http://www.nber.org/papers/w7948>.

**Spindler, Gerald** (2011). *"Behavioural Finance and Investor Protection Regulations."* Journal of Consumer Policy 2011, 34:315-336.

**Stiglitz, Joseph E.** (1989). "Financial Markets and Development." Oxford Review of Economic Policy, Vol. 5, No. 4.

**Stiglitz, Joseph E., Jaramillo-Vallejo, Jaime, y Park, Yung Chal** (1993). *"The Role of the State in Financial Markets."* World Bank Research Observer Annual Conference on Development Economics Supplement (1993): 19-61.

**Tapia, Waldo y Yermo, Juan** (2007), *"Implications of Behavioural Economics for Mandatory Individual Account Pension Systems."* OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 11, OECD Publishing.

**Thaler, Richard H., y Sunstein, Cass R.** (2003). *"Libertarian Paternalism."* The American Economic Review, Vol. 93, No. 2, May 2003, pp. 175 - 179.

**Tversky, Amos y Kahneman, Daniel** (1986). *"Rational Choice and the Framing of Decisions."* The Journal of Business, Vol. 59, No. 4, Part 2: The Behavioral Foundations of Economic Theory (Oct., 1986), pp. S251-S278.



**Williams, Toni** (2007). "*Empowerment of Whom and for What?: Financial Literacy Education and the New Regulation of Consumer Financial Services.*" *Law and Policy*, 29 (2) pp. 226 - 256.

**Willis, Lauren E.** (2008a). "*Against Financial Literacy Education.*" University of Pennsylvania. Disponible en: [http://works.bepress.com/lauren\\_willis/1](http://works.bepress.com/lauren_willis/1).

**Willis, Lauren E.** (2008b). "*Evidence and Ideology in Assessing the Effectiveness of Financial Literacy Education.*" Scholarship at Penn Law. Paper 206. Disponible en [http://lsr.nellco.org/upenn\\_wps/206](http://lsr.nellco.org/upenn_wps/206).

**Willis, Lauren E.** (2011). "*The Financial Education Fallacy.*" *American Economic Review: Papers and Proceedings* 2011, 101:3, 429-434. Disponible en <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/aer:101.3.429>.

## 8- ANEXO: Educación financiera en Chile

Las preguntas del Módulo K del cuestionario de la EPS relevante para el análisis realizado son las siguientes:

Tabla 1

Código	Pregunta	Alternativas de respuesta
K1	Si la posibilidad de contraer una enfermedad es de un 10% ¿cuántas personas de 1000 contraerían la enfermedad?	Libre, ns/nr
K2	Si 5 personas tienen los n°s premiados de la lotería y el premio es de 2MM ¿cuánto recibe cada una?	Libre, ns/nr
K3	Suponga \$100 en una cuenta de ahorro a una tasa del 2% anual ¿cuánto tendrá al término de 5 años?	Más, Menos o Exactamente \$102, ns/nr
K4	Suponga \$200 en una cuenta de ahorro a una tasa del 10% anual ¿cuánto tendrá al término de 2 años?	Libre, ns/nr
K7	Suponga \$100 en una cuenta de ahorro a una tasa del 1% anual. Si la tasa de inflación es 2% anual, después de 1 año ¿cuánto podrá ud. comprar?	Más, Menos o Exactamente \$100, ns/nr
K8	“Comprar una acción de una empresa es menos riesgoso que comprar con el mismo dinero varias acciones de distintas empresas” ¿verdadero o falso?	Verdadero, Falso, ns/nr

*Fuente: Cuestionario EPS, Centro de Micro Datos, Universidad de Chile.*

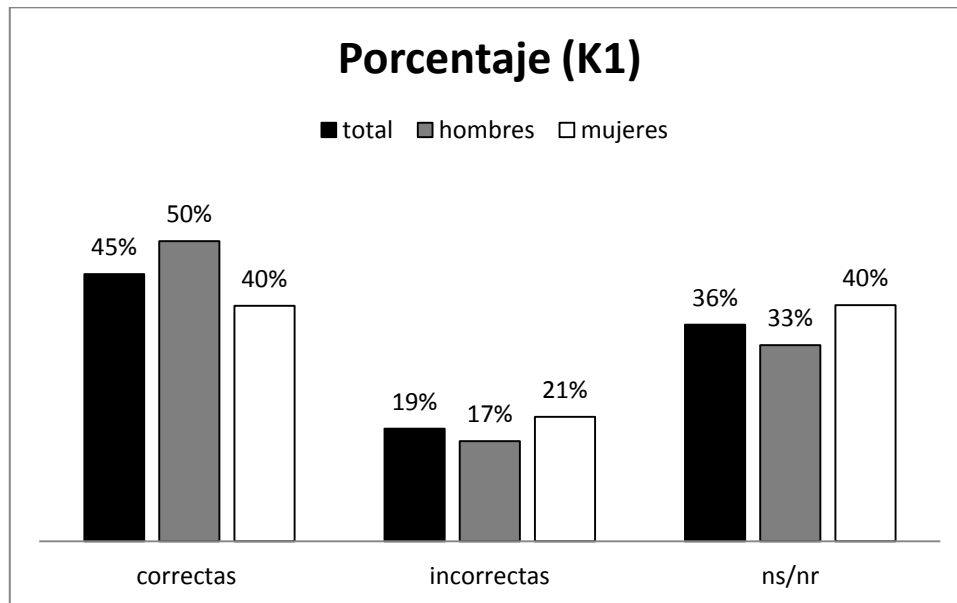
Los resultados de las preguntas anteriores contenidos en la EPS desagregados según género son los siguientes:

Tabla 2

Pregunta		correctas	incorrectas	ns/nr
k1	total	44,8%	18,9%	36,3%
	hombres	50,3%	16,8%	32,9%
	mujeres	39,5%	20,9%	39,6%
k2	total	38,6%	26,2%	35,2%
	hombres	43,2%	25,6%	31,2%
	mujeres	34,1%	26,9%	39,0%
k3	total	47,4%	15,4%	37,2%
	hombres	51,4%	15,7%	32,9%
	mujeres	43,6%	15,0%	41,4%
k7	total	17,7%	40,2%	42,1%
	hombres	19,9%	42,2%	38,0%
	mujeres	15,7%	38,3%	46,0%
k8	total	40,6%	26,6%	32,8%
	hombres	43,3%	28,0%	28,7%
	mujeres	37,9%	25,3%	36,8%

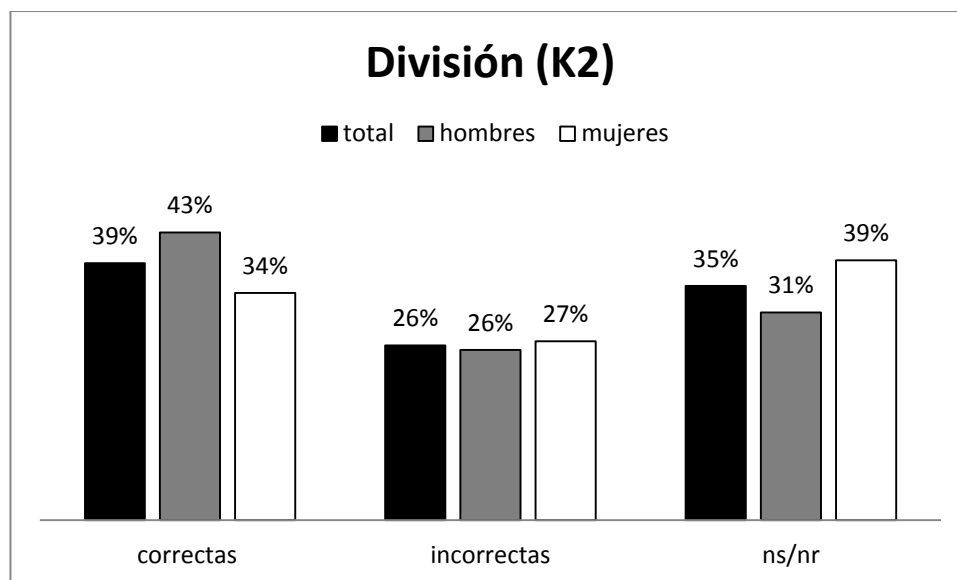
*\*n = 14.463 (7.077 hombres, 7.386 mujeres).*

Grafico 1



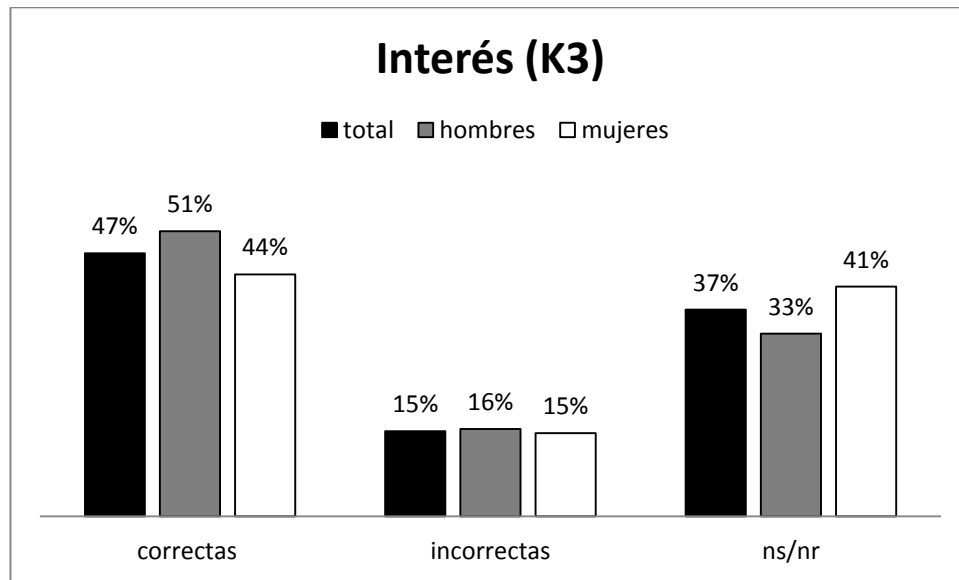
*\*Datos EPS 2009, elaboración propia.*

Grafico 2



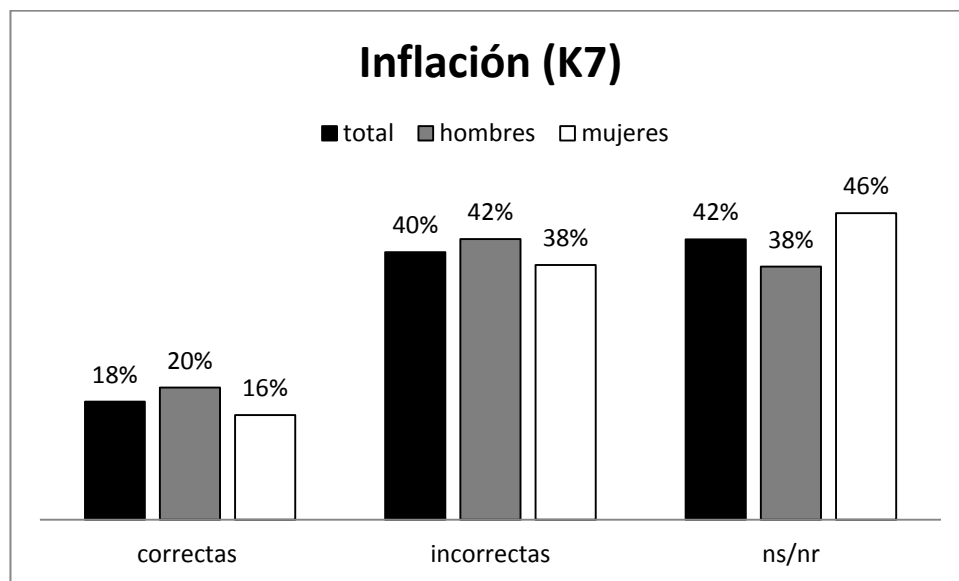
*\*Datos EPS 2009, elaboración propia.*

Grafico 3



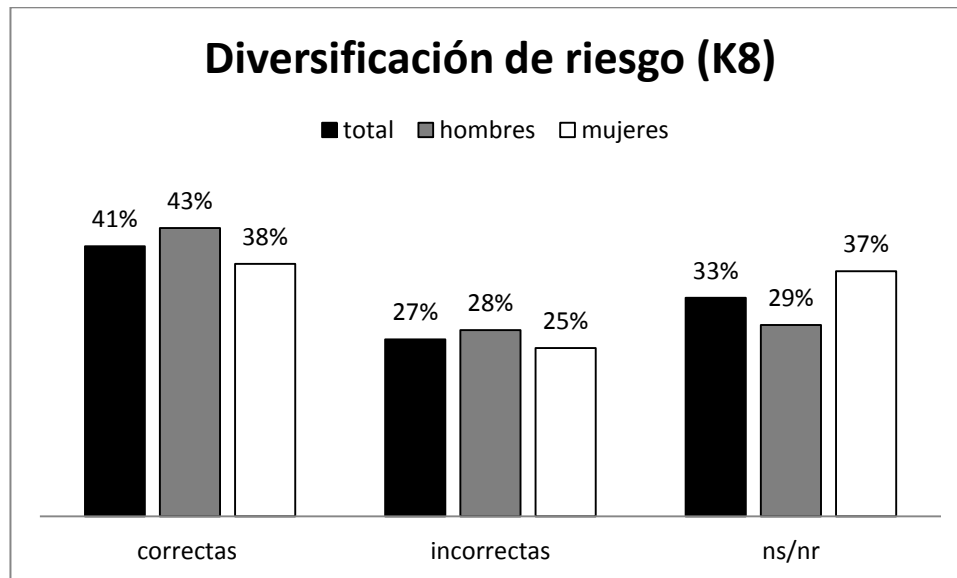
*\*Datos EPS 2009, elaboración propia.*

Grafico 4



*\*Datos EPS 2009, elaboración propia.*

Grafico 5



*\*Datos EPS 2009, elaboración propia.*

Imitando lo hecho en Lusardi (2008) para poder comparar, a continuación se presentan los resultados de la EPS para mayores de 50 años y para quienes están entre los 51 y 56 años (a criterio de la autora, la etapa en donde se encuentra el más probable *peak* de conocimiento financiero, pues ya se ha tomado con alta probabilidad una serie de decisiones financieras importantes dentro del ciclo de vida):

Tabla 3

pregunta	correctas	incorrectas	ns/nr
k3	38,9%	15,6%	45,4%
k7	16,1%	35,1%	48,8%
k8	35,2%	23,7%	41,1%

*\*Mayores de 50 años, n = 6.746, edad promedio = 63,3 años.*

Tabla 4

pregunta	correctas	incorrectas	ns/nr
k1	43,7%	20,5%	35,8%
k2	38,9%	26,5%	34,6%

*\*Entre 51 y 56 años, n = 1.829, edad promedio = 53,4.*

Luego, la comparación entre Chile y el resto de los países para los cuales se dispone información (pregunta sobre calculo de interés):

Tabla 5

País	K3
Albania	40%
Armenia	53%
<b>Chile</b>	<b>47%</b>
Czech Republic	60%
Estonia	64%
Germany	64%
Hungary	61%
Ireland	76%
Malaysia	54%
Peru	40%
Poland	60%
South Africa	44%
United Kingdom	61%

*\*Fuente: Atkinson y Messy (2012), para Chile, datos EPS 2009.*

Tabla 6

País	K1	K2	K3	K7	K8
Chile	43,7%	38,9%	38,9%	16,1%	35,2%
United States	83,5%	55,9%	50%	50%	33,0%

*\*Fuente: Lusardi (2008) y EPS 2009. Preguntas K1 y K2 para individuos entre 51 y 56 años; K3 a K7 para mayores de 50 años.*