

**Título:** ¿Benefician las finanzas a la sociedad?

**Fecha:** Enero 2015

**Autor:** Luigi Zingales

**Institución:** Harvard, NBER, CEPR

**Categoría:** Arquitectura

## Resumen:<sup>1</sup>

Existe un buen número de teorías que explican el papel que juegan las finanzas en la economía, así como evidencia empírica de que las finanzas promueven el crecimiento, el emprendedurismo, la educación, el alivio de la pobreza y la desigualdad. Sin embargo, la sociedad piensa diferente, el 57% de los lectores de “The Economist” no está de acuerdo con la frase “la innovación financiera impulsa el crecimiento económico”; este sentimiento ha estado presente a lo largo de la historia, ya que las finanzas se perciben cómo una mera actividad generadora de rentas, y la crisis del 2008 agravó esta percepción.

Como académicos, los economistas debemos aceptar que:

Es fundamental la opinión del ciudadano sobre las finanzas, ya que del papel que jueguen las finanzas depende de su percepción. El hecho de que una industria pague multas por 139 billones de dólares en 2 años nos tiene que decir algo; hay varias prácticas financieras de desperdicio, si no es que fraudulentas. La evolución del prestigio social como norma, debería llenar el vacío entre el beneficio social percibido y el beneficio privado. Las finanzas están en total desventaja en ese sentido. A riesgo de sobresimplificar el tema podremos decir que las finanzas como actividad privada y sin la acción coercitiva del estado, pueden hacerse de dos maneras: i) de manera competitiva y transparente apoyándose en la ejecución eficaz de los contratos y, ii) de manera relacional, cuando el financiero asegura el retorno de su inversión por medio de una especie de monopolio sobre el acreditado al que se está financiando, lo que implica barreras a la entrada, ya sean la opacidad o la misma regulación; ambas aumentan el costo de entrada de la industria. De aquí se desprende que si el prestador de fondos no tiene la expectativa de que su contrato se ejecute por ley, jamás extenderá crédito competitivo y transparente, sino que buscará cierto control político y económico para proteger sus fondos. La verdadera competencia sólo ocurre cuando se está en una cancha nivelada que tiene que ser diseñada y apoyada; la gran paradoja es que todo el mundo se beneficiaría de ese sistema, pero nadie gasta lo suficiente para hacer un cabildeo por ello. Entonces, ésta es la razón por la que el apoyo del público a las finanzas es tan importante; sin ese apoyo la verdadera competencia en el sector financiero no puede operar. Otro ingrediente fundamental es el imperio de la ley; sin embargo, detrás de este concepto hay un conjunto de creencias basadas en que esta regla favorece la prosperidad económica. Si esta creencia se tambalea, los derechos de propiedad tambalearán también en un futuro. Ante esta amenaza, un mayor

---

<sup>1</sup> Resumen elaborado por la Unión de Instituciones Financieras Mexicanas A.C.

gasto de cabildeo por parte de los financieros para protegerse, tendrá un efecto contrario en la percepción del público.

La respuesta tampoco es mayor regulación, pues los financieros son muy buenos para envolver a los reguladores. Cada crisis ha generado una nueva generación de reguladores.

Los beneficios de las finanzas están sobrevaluados, en este momento no hay ni evidencia ni teoría que demuestre que el crecimiento de las finanzas en los últimos 40 años haya beneficiado a la sociedad; es más, lo que sí es demostrable es la existencia del componente de apropiación de rentas. No hay una base teórica que demuestre que la innovación financiera, al aumentar oportunidades financieras, aumente el bienestar.

Aunque hay evidencia (crédito privado/PIB) de que, en promedio, un sector bancario más grande se correlaciona con mayor crecimiento a lo largo del tiempo, no se demuestra que en el margen ésto sea cierto y tampoco se demuestra el papel positivo jugado por otras formas de desarrollo financiero: mercado valores, de bonos chatarra, opciones y futuros, swaps etc. Existe hoy evidencia que desafía la noción de que más crédito es mejor; hay un punto de inflexión cuando el crédito alcanza el 80 al 100% del PIB, que es cuando el efecto marginal de la profundización financiera se vuelve negativo. Más grave aún es que no hay demostración de que la existencia o el tamaño del mercado de valores tenga relevancia para el crecimiento. Lo único que se ha demostrado es que la rotación en bolsas locales de acciones locales, sobre capitalización local, está relacionada con el crecimiento económico, pero no es claro que este resultado no sea producto del “cuchareo” de datos. Como conclusión, la falta de evidencia ante un tema tan popular, no tiene que ver con la falta de información, si no hay evidencia es que no hay correlación.

Como comparación la industria farmacéutica creció del 5 al 18% del PIB entre 1960 y 2012, mientras que la financiera lo hizo del 4 al 8%, ambas industrias son fuertemente reguladas y cabildeadas, plagadas de conflicto de interés y experiencias de abuso y fraude; en ambas los compradores no asumen el costo de sus decisiones, son necesarias, pero la mayoría del público no las entiende y depende totalmente de la confianza. Los resultados empíricos muestran que: a) en finanzas los trabajadores iletrados se benefician de la asesoría financiera ganando 50 puntos base de retorno extra dado un cierto nivel de riesgo. En salud, la pregunta no es cuánto beneficio traen los doctores, sino la razón costo-beneficio (gasto en salud sobre PIB): en Estados Unidos es de 18%, siendo que la esperanza de vida está en el lugar 32 entre Portugal y Grecia; lo doble que en Gran Bretaña 9%, Suecia 10%, Alemania 11%.

Hay que usar la investigación y la enseñanza para disminuir la apropiación de la renta de las finanzas, debemos convertirnos en vigilantes y no en sus paleros. Hace 40 años la revolucionaria teoría de eficiencia de los mercados (“EMT” 1978), se erguía cómo la proposición con más evidencia empírica; hoy, es difícil encontrar alguien que apoye este argumento. Las consecuencias que trajo esta proposición sobre el bienestar y la regulación no han sido digeridas cuando hablamos de bienestar y regulación. Sin las muletas de EMT no hay forma de deducir que todas las finanzas son buenas; y además, no hay que caer en el extremo de decir que todas las finanzas son malas. Hay que identificar los componentes de cazar rentas; i.e. esas actividades que son rentables individualmente pero no socialmente. Por ejemplo, los temas menos discutidos en la literatura son: i) “verle la cara” al cliente se hace de

2 maneras: cuando se vende algo que el cliente no entiende y que si lo entendiera nunca lo compraría y cuando los inversionistas comunes son atraídos por grupos de productos para inversionistas sofisticados, (los cuales compran la parte barata y desechan la parte cara) los no-sofisticados se quedan con todo, pagando un sobreprecio. Un estudio (Celerier y Vallee 2013) muestra que de 55 mil productos financieros al menudeo en 17 países europeos de 2002 al 2010, los más complejos tienen sobreprecios y son vendidos a los no-sofisticados. También se demuestra (Carlin 2009) que al incrementarse la competencia aumenta la complejidad, medida a través de la introducción de productos de “Exchange Traded Funds” y a mayor complejidad mayores costos de búsqueda. Otro estudio a punto de publicarse sobre la complejidad de las hipotecas, muestra que la mayoría de los acreditados que recibían préstamos a tasa variable no entendía que la tasa no era fija.

La flexibilidad de la ingeniería financiera ha sido utilizada como herramienta para oportunidades de abuso, incluso el gobierno las utiliza en el caso de créditos subsidiados, ya que es menos transparente para los contribuyentes (“opciones de rescate en el caso de Freddie y Fannie”).

Excepto para el caso de tergiversación, cabe preguntarse si todos estos casos caen en el principio “cuidado por parte del comprador”, en el que el comprador no puede recuperar daños del vendedor por defectos en el producto.

Reducir el riesgo moral se contrapone al interés por explotar los problemas de agencia del cliente y desafortunadamente la eficacia de dicha reducción se mina con 3 elementos que relucen en el sector financiero: velocidad de innovación, la flexibilidad de la ingeniería financiera como herramienta para explotar problemas de agencia y los principales afectados (accionistas de empresas públicas o contribuyentes) están dispersos y con poca capacidad para movilizarse. Hay muchos ejemplos de esta explotación y, peor aún, la generalización de fraudes en las finanzas es notoria; a diferencia de un doctor que hace el juramento Hipocrático y que socialmente es inaceptable que él se haga rico a costa de su paciente, en finanzas los maestros enseñan a sus alumnos a maximizar la ventaja fiscal de la deuda y cómo explotar cualquier oportunidad de arbitraje.

Las ineficiencias del sector financiero son atribuidas a imperfecciones de mercado y la solución propuesta es la intervención de gobierno, esta solución ignora que la propia intervención es la que genera ineficiencias; el ejemplo más claro es el “put” que el gobierno provee al sector financiero; en 2007 dicho put salió a relucir cómo una garantía colectiva reflejada en el precio de las acciones, lo que abarató el costo del capital. Dicho subsidio hace que el tamaño del sector crezca de manera desproporcionada cuando hay libre entrada.

Fannie y Freddie pedían prestado con una garantía implícita del gobierno y en realidad, al sector financiero le gustaba mucho recibir un subsidio gubernamental en forma de seguro barato en contra de default, y la promoción de vivienda popular era sólo una excusa noble. En este asunto, desafortunadamente, los economistas no jugaron un rol positivo debido a que ambos gigantes guardaban celosamente la información. Los estudios que se hicieron fueron pagados por la propia Fannie y en todos ellos se concluía que la probabilidad de un shock en contra de su base de capital era casi nula.

No existe teoría para explicar la frecuencia de la ineficiencia de la regulación y de su tamaño, lo que imposibilita el hacer un postulado sobre el costo del arbitraje regulatorio. Aprovechar los costos de agencia siempre genera ineficiencias, incluso cuando los “principales” pueden prever ex ante a través de restricciones contractuales, siendo éstas por lo general costosas o incompletas. En finanzas hay una redistribución de la riqueza de las víctimas (a las que “les

ven la cara”) a los verdugos, lo que favorece oportunidades de generación de ganancias en sectores sin barreras a la entrada y por ende, un exceso de nuevos entrantes a la industria cómo veremos más adelante.

Debemos involucrarnos más en Políticas (Públicas) pero no en la Política; la contribución primaria de los investigadores debería ser de “soplones”, exponiendo todas las distorsiones. Para ello es necesario tener acceso a toda la información y promover evaluaciones bien hechas de todo tipo de programas. El ejemplo de créditos de nómina en Estados Unidos es muy ilustrativo. El 69% de los acreditados toma dichos créditos para cubrir gastos ordinarios. La pregunta es si la reducción en esos gastos pudiera hacerse como paso necesario para cubrir faltantes en el hogar. El diseño de los créditos de nómina no permite ese ajuste, ya que la amortización total es al vencimiento, lo que imposibilita repagar el crédito en un ciclo de ingreso simple, detonando una espiral de endeudamiento. En 2010 el estado de Colorado trató de eliminar esa característica y obligó a convertirlo en un crédito pagadero a plazos. ¿Por qué debió ser impuesta esta política? La razón es que los acreditados no sofisticados no aprecian la conveniencia de los plazos; de tal forma que los otorgantes de crédito prefieren una sola amortización para seguir endeudando al cliente y cobrar más comisiones. La experiencia ha resultado positiva, tres años después de la reforma, los acreditados gastan 44% menos en intereses que lo que pagaron en 2009 bajo el modelo convencional, ahorrando \$41.9 millones. Lo notable del caso es que la oferta de crédito de nómina aumentó y la razón es que se eliminaron dos ineficiencias: menos bancarrotas y la reducción de exceso de jugadores. Esto es consistente con un estudio (Avery ,Samolyk 2010) en el que se encontró que los estados sin tope de tasas tienen más tiendas de créditos nómina per cápita, y concluye que con entrada libre, la posibilidad de obtener márgenes de ganancia anormales conduce a un exceso de empresas en la industria, cada una de ellas operando por debajo de la escala óptima. La libre competencia sola no resolvió el problema de la espiral de endeudamiento. La libre competencia funciona sólo si se restringe la dimensión en la que la competencia se lleva a cabo, en este caso si se permite prestar a la base de la pirámide sólo a plazos, la competencia bajará el costo de los créditos. Éste es un ejemplo de la dinámica de la política para resolver un problema: los cabilderos financieros no querrán tope en tasas, los acreditados no sofisticados no aprecian la ventaja de crédito a plazos, y los empobrecidos por la espiral de endeudamiento querrán prohibir los créditos de nómina en lugar de modificar su estructura. ¿Quién entonces cabildará para promover esos cambios que nivelan la cancha y hacen más productiva la economía y no cierran la industria?

Los economistas debemos ser más rigurosos. En lugar de buscar relevancia en políticas económicas; por ejemplo, en el problema del “too big to fail”, si éste tuviera solución total pero muy costosa y otra solución fuera parcial pero no tan costosa, los economistas se irían por la segunda ya que la primera los haría ver poco realistas ante los agentes. También tenemos que proveer soluciones más simples aunque nos veamos menos listos. Cómo ejemplo: i) se demuestra que si el agente puede esconder el producto sin costo, un simple contrato de deuda es lo óptimo para eliminar el riesgo moral con contingencia limitada, ii) las reglas simples facilitan detectar la responsabilidad y que el público pueda monitorear, iii) para evitar que se les vea la cara a los inversionista no sofisticados, es necesario poner la contingencia en los vendedores, iv) limitar la proliferación de instrumentos financieros que buscan aprovechar los problemas de agencia a través de hacer obligatorias las cuentas

estándar y también cuentas libres de derivados, v) para evitar arbitraje regulatorio sin detener la buena innovación financiera, hay que hacer responsables a los bancos por ayudar a eludir la regulación.

Finalmente, no debemos pedir prestado tanto de las ciencias exactas, ya que con ese enfoque hemos enseñado inadvertidamente a las personas cómo comportarse de manera incorrecta. Hay que considerar que el dinero es la única métrica en finanzas, así que los que buscan otra cosa se van a otros lados. Se ha demostrado cómo los banqueros hacen trampa en experimentos en los que se les recuerda su profesión, y Gary Becker ha admitido que el enseñar que es irracional no cometer un crimen cuando el beneficio esperado es mayor al castigo esperado, se entiende cómo algo que es moralmente aceptable.

***Este documento es propiedad de la Unión de Instituciones Financieras Mexicanas A.C., su uso es exclusivo de sus asociados y debe ser tratado como información confidencial. Queda prohibida la copia parcial o total de este documento.***