

Mirando las Finanzas desde la óptica del Inversor

Adrián Zicari¹

RESUMEN

Se presenta la problemática moderna de las Finanzas Personales y un concepto clave: el Ciclo de Vida del inversor. A partir de allí, se analiza la vinculación de este concepto con el modelo general de gestión de carteras (Markowitz) y se procura finalmente llegar a algunas ideas relevantes para la discusión de políticas públicas referidas a la problemática del ahorro e inversión personal.

ABSTRACT

This paper presents some contemporary issues of Personal Finance along with a key concept: the investor's Life Cycle. Thus, the relationship of this Life Cycle concept with the general portfolio management model (Markowitz) is presented. Finally, some ideas related to public policy (personal saving and investing) are presented.

JEL Code: G00

Keywords: Personal Finance – Life Cycle – Investment Portfolio – Human Capital

1. Profesor de Finanzas de la Escuela de Negocios de la Universidad de Palermo. MBA, Universidad Adolfo Ibáñez. CFA Charter Holder. E-mail: adrianpablo@yahoo.com.

I. Introducción: el resurgimiento de las Finanzas Personales

Hasta hace poco tiempo, las Finanzas Personales (vale decir, el estudio y aplicación de herramientas de gestión financiera desde la perspectiva de una persona física) eran claramente la “Cenicenta” de las Finanzas. De hecho, ni siquiera se consideraba a las Finanzas Personales como una disciplina “per se”. Se pensaba entonces que los modelos y esquemas tradicionales de las Finanzas Corporativas (o Finanzas de Empresas), los cuales habían sido originalmente creados para la gestión financiera de compañías (normalmente sociedades por acciones), podían aplicarse sin mayor dificultad a la realidad de las personas físicas.

En ese contexto, las Finanzas Personales eran consideradas como una disciplina menor, una tarea de cabotaje, ni siquiera digna de ser incluida en una currícula académica y rara vez mencionada en las incumbencias de las profesiones universitarias. Si las Finanzas Corporativas eran un arte, las Finanzas personales eran meramente una artesanía².

En los últimos años se produjeron cambios radicales en esta visión de las Finanzas Personales: cada vez es más común ver seminarios, cursos, talleres sobre esta temática (incluso en ámbitos universitarios), van surgiendo publicaciones especializadas en todo el mundo y también en la Argentina. Incluso en algunos países (Estados Unidos, entre ellos) existen ya certificaciones profesionales no universitarias de “Planificador Financiero”³ (“Financial Planner”). También la certificación CFA (Chartered Financial Analyst) de los Estados Unidos tiene entre sus contenidos un amplio desarrollo de la temática de Finanzas Personales⁴.

¿Cuáles son entonces las causas de este renovado interés en las Finanzas Personales? Posiblemente no haya una única causa, sino una combinación de factores, entre los cuales podemos mencionar:

- Paulatino envejecimiento de las poblaciones en muchos países (no sólo los desarrollados). Según el “Informe de las Naciones Unidas sobre el envejecimiento de la población mundial” en el año 2050⁵, por primera vez en la historia de la humanidad habrá más personas mayores de 60 años que niños y jóvenes (de 0 a 14 años). Esta tendencia afectará “el crecimiento económico, el ahorro, las inversiones y el consumo, las pensiones, los impuestos... así como la asistencia prestada por una generación a otra”⁶.

2. Más propiamente hablando, las Finanzas son un arte con un fuerte componente de rigor científico.

3. Acerca de la certificación norteamericana, puede verse www.cfp.net. También hay otras certificaciones en otros países, en general de habla inglesa.

4. Sugerimos ver la página www.cfainstitute.org donde se detalla el contenido (body of knowledge) de la designación CFA. El autor de este trabajo tiene la designación CFA.

5. “Una Sociedad para todas las edades”, Segunda conferencia sobre el envejecimiento, Madrid, 2002.

6. Ibidem.

- Progresiva reducción del tamaño de la “familia promedio” (en particular en algunos países europeos, notablemente Italia y España)⁷: al haber menos hijos por cada familia, es más probable que quienes se retiren cuenten con menos ayuda familiar. Por ejemplo, actualmente en Italia es muy común que los ancianos sean cuidados por personal asalariado (habitualmente inmigrantes de Europa Oriental o América Latina) en vez de familiares.
- Particularmente en los Estados Unidos, en estos años comienzan a retirarse los “baby-boomers”, la generación nacida en los primeros años de la posguerra, lo que causa una gran presión sobre el sistema previsional norteamericano (que todavía funciona en gran medida, sobre esquemas de reparto)⁸.
- El surgimiento en muchos países de sistemas privados de retiro (Chile y Argentina por ejemplo), que según el caso, otorgan a cada persona un cierto margen de acción en sus decisiones previsionales. Por ejemplo, en Argentina es posible elegir la compañía que gestiona la administración de fondos (llamada “AFJP” o Administradora de Fondos de Jubilación y Pensión). En Chile es posible elegir además, dentro de una misma compañía administradora, diversas carteras de inversión de menor o mayor riesgo conforme las necesidades del inversor.
- En los Estados Unidos, ya es un hecho la declinación de los sistemas “*defined benefit*” (beneficios definidos), donde las empresas se hacían cargo de un nivel definido de pagos para cada empleado que se retiraba. En esos sistemas, la firma empleadora se comprometía con su personal a abonar en concepto de pensión una cifra fija por año de servicio o un porcentaje del sueldo del empleado activo en la misma categoría de la persona jubilada. A tal fin, la compañía separaba fondos que eran asignados a inversiones de largo plazo, con el objetivo de cubrir los compromisos futuros de pago de pensiones a su personal. Si bien este sistema daba amplias seguridades a los empleados, el problema radicaba en que la compañía debía afrontar los pagos de pensiones aún si las inversiones no habían rendido lo suficiente, creando así un pasivo para la firma. En algunos casos (por ejemplo, compañías automovilísticas), estos pasivos han alcanzado cifras multimillonarias. Todo esto ha llevado entonces al surgimiento de los sistemas “*defined contribution*” (contribución definida), donde las empresas se limitan a hacer un aporte previsional para cada empleado y éste último es el único responsable de gestionar sus propias inversiones⁹.
- En general, en todos los países donde hay algún esquema previsional de “solidaridad intergeneracional” o “de reparto”, hay creciente incertidumbre acerca de que estos sistemas podrán cumplir con lo prometido a sus beneficiarios en las próximas décadas.

7. Francia es una notable excepción en este sentido.

8. El “Baby-boom” fue un fuerte incremento en la natalidad en los Estados Unidos durante los primeros años de la posguerra. En Europa existió un fenómeno parecido, sólo que proporcionalmente menos importante y durante unos años más tarde.

9. Nótese una diferencia crítica: si una empresa ofrece un plan “*defined benefit*”, estos beneficios son un pasivo para esa firma y así constan en sus estados contables. En cambio, si una empresa ofrece un plan “*defined contribution*”, la empresa sólo se responsabiliza de hacer el aporte comprometido. El problema de allí en más pasa a ser del beneficiario, quien si se equivoca en sus decisiones de inversión, no puede reclamar nada a la empresa.

En conclusión, podemos ver cómo en todo el mundo, con distintos matices en cada caso, hay cada vez menos certezas: ni las empresas, ni los sistemas públicos de pensión pueden garantizar el futuro financiero de las personas que hoy están cubriendo. En consecuencia, hay una tendencia a que la gente tome responsabilidad para tomar sus propias decisiones financieras personales de largo plazo. Lamentablemente, es posible que el común de la gente no esté todavía preparado para tomar este tipo de decisiones. Desarrollaremos más adelante en detalle esta idea.

II. Ciclo de Vida y riesgos financieros

El principal problema de las Finanzas Personales es distribuir el ingreso que una persona obtiene durante su vida productiva a lo largo de toda la vida humana¹⁰. Esto es así porque los “años productivos” de una persona son apenas una parte de su vida total: una persona entra a trabajar luego de haber sido formada durante una considerable cantidad de años y luego de su jubilación, ésta tiene la expectativa de vivir por muchos años. Más aún, conforme avanza la medicina, esta expectativa de vida va paulatinamente aumentando, con la consiguiente presión sobre los sistemas previsionales hoy existentes, que fueron diseñados para otra realidad actuarial.

Dado que estamos considerando aquí un horizonte extenso (toda la vida de una persona), la incertidumbre y los riesgos son mayores que si estuviéramos considerando sólo el horizonte de inversión clásico en una empresa (sólo unos pocos años). Además de la lógica mayor incertidumbre que implican las inversiones a más largo plazo, aquí también deberemos considerar otros factores referidos a la persona del inversor. Esto es, los sucesos que razonablemente acaecerán durante la vida del mismo. Por ejemplo, podríamos preguntarnos acerca de:

- Cuántos años va a vivir la persona: si va a llegar a la edad jubilatoria, y en tal caso, cuántos años vivirá después de jubilarse.
- Cómo será su salud: porque una persona enferma podrá tener que asumir costos importantes de atención médica.
- Situación familiar: cantidad de hijos, la salud de los mismos, potenciales crisis familiares. Cada una de estas situaciones implicará una distinta estructura de gastos familiares.
- Situación laboral: mayor o menor nivel de ingresos y volatilidad de los mismos. Nótese que estos conceptos son diferentes: una persona puede tener altos ingresos pero éstos pueden ser volátiles (por ejemplo, un empresario, un profesional independiente). Una persona puede tener ingresos estables, pero modestos (por ejemplo, un empleado público de escalafones iniciales). En definitiva, la capacidad de ahorro variará fuertemente según sean el nivel y la variabilidad de los ingresos. En un extremo de la variabilidad de ingresos se encuentra la posibilidad de que el

10. Ibbotson et als “Lifetime Financial Advice: Human Capital, Asset Allocation , and Insurance”, pag VII, The Research Foundation of CFA Institute, Virginia, 2007.

ingreso sea transitoriamente cero: esto es el riesgo de desocupación. Naturalmente, igualdad de condiciones, una persona con estabilidad laboral (quizás un funcionario público de carrera) contará en este sentido con una mayor capacidad de ahorro.

Como se puede apreciar, cada una de las situaciones antes mencionadas implicará distintas necesidades financieras de la persona, cambios en su capacidad de ahorro, alteraciones en su tolerancia al riesgo, entre otras consecuencias; todo lo cual repercutirá en necesarias reconsideraciones (rediseños) de la estrategia financiera personal a lo largo de la vida del inversor.

A estos riesgos “micro” deberíamos agregarles los riesgos “macro”, entre ellos el más relevante en nuestro caso es la **inflación**, con su potencial de erosión del capital monetario a lo largo del tiempo. Téngase en cuenta además, que la inflación relevante para el jubilado no es la inflación macroeconómica general (más allá de cómo ésta se mida). Lo importante para él o ella es el aumento de sus costos particulares, que bien pueden diferir de la inflación general. Por ejemplo, el surgimiento de nuevas terapias médicas altamente costosas y no cubiertas (o parcialmente cubiertas) por la seguridad social pueden implicar una inflación “particular” para el jubilado superior a la inflación general.

Respecto de la longitud de la vida del inversor, nos encontramos con dos riesgos, curiosamente opuestos entre sí:

- **Riesgo de “longevidad”¹¹**: el riesgo de que la persona viva más tiempo del previsto y agote así sus reservas financieras. Convengamos en que vivir más nunca puede ser considerado un “riesgo” per se, más bien queremos decir aquí que el riesgo es quedarse sin dinero por haber agotado las reservas previstas para la jubilación. Para asegurarse contra esta posibilidad, existe un producto financiero llamado “anualidad”, que en nuestro país lo ofrecen las compañías de seguro de retiro desde hace algunos años. La anualidad paga al titular de la misma una suma fija (eventualmente ajustable por algún índice) mientras esa persona viva. Aquí el riesgo para la compañía de seguros es que la persona viva más tiempo del promedio actuarial.
- **Riesgo de muerte¹²**: riesgo opuesto al anterior, en el cual la persona vive menos de lo esperado, no llegando a generar todos los ingresos que se suponía iba a obtener. Para este caso están los llamados “seguros de vida”¹³, que pagan una indemnización a los derechohabientes de la persona fallecida.

11. Ibbotson et al. “Lifetime Financial Advice: Human Capital, Asset Allocation , and Insurance”, pag VII, The Research Foundation of CFA Institute, Virginia, 2007.

12. Ibbotson et als “Lifetime Financial Advice: Human Capital, Asset Allocation , and Insurance”, pag VII, The Research Foundation of CFA Institute, Virginia, 2007.

13. En realidad, la expresión técnica es “seguro de muerte”, sólo que por motivos comerciales se los suele llamar “seguro de vida”. Estos seguros son conceptualmente distintos de algunos productos de ahorro llamados también “seguro de vida” que en realidad son imposiciones financieras de largo plazo, con el elemento de seguro como un factor secundario.

Nótese entonces que tanto la “anualidad” como el “seguro de vida” son productos financieros con distintos comportamientos (“payoffs”), ambos condicionados al horizonte de vida de la persona asegurada. No se trata entonces de productos excluyentes (en el sentido de que deberíamos elegir uno por oposición al otro), sino más bien de herramientas complementarias, que abordan diferentes riesgos.

III. El Capital Humano

Otro concepto importante es el de **Capital Humano**¹⁴, que podríamos definirlo como el valor presente de los futuros ingresos laborales de una persona. Por ejemplo, una persona recién graduada tiene una razonable expectativa de tener una cierta carrera laboral durante una cantidad de años, con un ingreso dentro de un cierto rango. Esos ingresos, medidos a su valor actual, conforman el Capital Humano de una persona. En términos de Finanzas Corporativas, sería el equivalente al Valor Actual de un proyecto de inversión. Lógicamente, ese Capital Humano puede aumentar mediante la educación, la que puede ser entendida como una inversión en ese Capital Humano¹⁵. Por otro lado, la adquisición de ciertas experiencias laborales de calidad (pasantías, trabajo en empresas consideradas “escuelas”) también podría ser una inversión en este sentido. Incluso en un sentido más amplio, la creación de redes de contacto (“networks”) de colegas y profesionales de referencia puede ser un medio de valorización del Capital Humano, al aumentar así la empleabilidad de la persona.

Un aspecto interesante de este Capital Humano es su interrelación con todo el conjunto de inversiones de la persona. En términos de la teoría de carteras, nos interesa la **correlación** entre el Capital Humano y el conjunto de inversiones tradicionales (acciones, bonos, depósitos bancarios, propiedades inmobiliarias) con que cuenta esa persona. Esta correlación se referirá al rendimiento de cada uno de los componentes de la cartera: una **correlación alta** indicará que todos los elementos del portafolio de inversiones aumentan o disminuyen su rendimiento de forma similar. Esto es, los diversos vehículos de inversión que componen la cartera están sujetos a los mismos factores de riesgo, por lo cual ante distintos escenarios económicos, éstos tendrán un rendimiento similar. No habrá entonces suficiente diversificación. Por ejemplo, esto podría suceder cuando una persona tiene (como inversión principal) acciones de la misma firma donde trabaja: tendría entonces una alta correlación entre su ingreso laboral y su inversión financiera, en otras palabras, una insuficiente diversificación. En efecto, si la empresa donde esta persona trabaja quebrara, ésta se quedaría simultáneamente sin su sueldo y sin su inversión.

Análogamente, una **correlación baja** entre los elementos constituyentes del portafolio significa que todos éstos están suficientemente diversificados. Al estar sujetos a distintos

14. Ibbotson et als “Lifetime Financial Advice: Human Capital, Asset Allocation , and Insurance”, pag VIII, The Research Foundation of CFA Institute, Virginia, 2007.

15. Ibbotson et als “Lifetime Financial Advice: Human Capital, Asset Allocation , and Insurance”, pag 1, The Research Foundation of CFA Institute, Virginia, 2007.

factores de riesgo, lo más probable es que las potenciales pérdidas de algunos sean compensadas con utilidades en otros. Así, la cartera de inversiones considerada globalmente es más estable, lo cual es altamente beneficioso para un inversor de largo plazo. Esta mayor diversificación podría suceder para la persona del ejemplo anterior si ésta diversificara su riesgo, comprando acciones de otras firmas (y preferentemente de otros sectores de la economía e incluso de otros países).

El Capital Humano como tal es una potencialidad, que se va materializando o concretando a través del tiempo. Podríamos decir que éste se “monetiza” a través de los sucesivos sueldos, en una dinámica que va desde el Capital Humano hacia el capital financiero o tradicional. Este proceso se sucede a lo largo de la vida activa de la persona y concluye en ocasión de su retiro, momento en el cual el Capital Humano se agota y la persona queda sólo con su capital financiero o patrimonio.

De este modo, podemos apreciar que existen tres etapas en el Ciclo de Vida de una persona¹⁶:

- Una primera etapa, que podríamos llamar de **preparación**, donde la persona se educa y capacita como trabajador. Al final de esta etapa el Capital Humano está en su punto más alto en tanto que la persona carece de capital financiero (incluso puede tener deudas contraídas con motivo de su capacitación)¹⁷. Es bien posible además, que en casos concretos, haya períodos importantes de capacitación que sean simultáneos con etapas laborales.
- Una segunda etapa, **productiva o de acumulación**, donde el Capital Humano va convirtiéndose en capital financiero, mediante la obtención de sueldos u honorarios.
- Una etapa final, de **desacumulación**, donde la persona ya no cuenta con Capital Humano significativo, pero sí dispone de un capital financiero relevante. Esta última etapa puede no ser excluyente: es posible imaginar un traspaso paulatino de la etapa productiva a la de desacumulación. Quizás en estos casos, la persona retirada hace alguna tarea de tiempo parcial que implique ralentizar la velocidad de desacumulación de su capital financiero.

En definitiva, una persona dispone de dos tipos de capital: **humano y financiero** y este hecho resulta clave en el desarrollo de una adecuada estrategia de **diversificación** en sus inversiones personales, la cual variará a lo largo del Ciclo de Vida de la persona. Por ejemplo, dado que el Capital Humano suele tener una volatilidad menor que el de una cartera de inversiones financieras, es posible que la persona quiera tener, a lo largo de su etapa productiva o de acumulación, inversiones financieras más riesgosas (por ejemplo, acciones, un emprendimiento propio adicional). La misma persona, en su etapa de desacumulación, dado que no dispone ya de Capital Humano, preferirá que su cartera de

16. Ibbotson et als “Lifetime Financial Advice: Human Capital, Asset Allocation , and Insurance”, pag 1, The Research Foundation of CFA Institute, Virginia, 2007.

17. También es cierto que el mismo trabajo genera una experiencia que en muchos casos aumenta el Capital Humano de la persona.

inversiones esté concentrada en inversiones financieras menos riesgosas (por ejemplo, bonos públicos internacionales, propiedades inmobiliarias)¹⁸.

IV. El modelo tradicional de cartera y el Ciclo de Vida

La teoría moderna de gestión de carteras (o portafolios) está basada en el trabajo pionero del economista norteamericano Harry Markowitz (premio Nobel de Economía 1990), quien planteó un modelo analítico de diseño de carteras teniendo en cuenta la diversificación de los riesgos de sus componentes individuales. Este marco teórico, ampliamente usado hoy tanto en ámbitos académicos como profesionales, se orienta hacia la determinación de los llamados “portafolios eficientes”; esto es la combinación adecuada de activos financieros en función de una ideal combinación de riesgo y rendimiento. A partir de allí, cada inversor (bien sea una persona física o una empresa) elegirá el “portafolio eficiente” que más le conviene en función de su “tolerancia al riesgo”¹⁹. Hasta aquí hemos expuesto (de un modo extremadamente esquemático) las ideas convencionales acerca de la diversificación de cartera. Sin embargo, si incorporamos ahora el concepto de Ciclo de Vida, debemos incluir entonces en este análisis la correlación entre el Capital Humano (que puede ser el principal activo de una persona) y su capital financiero.

El propio Markowitz²⁰ reconoció que el esquema tradicional de diversificación no es un marco conceptual realista para un inversor físico (aunque sí es un enfoque muy válido para una empresa). Resulta claro que, para el diseño de la estrategia de inversión en el caso de un inversor personal, es una omisión grave no considerar su Capital Humano (al menos en lo referido al valor estimado del mismo y su correlación con los activos financieros de los que dispone el inversor).

En consecuencia, el hecho de reconocer la existencia de este Capital Humano implica la necesidad de protegerlo. Si bien no existen en nuestro medio coberturas significativas para los vaivenes en el valor de este Capital Humano (un subsidio al desempleo tal cual existe en algunos países europeos podría desempeñar este rol), sí se cuenta con coberturas para la eventualidad de pérdida total de este Capital Humano, (riesgo de muerte) que sería, lógicamente, el peor escenario posible. Las coberturas para este riesgo pueden estar incluidas en sistemas públicos (pensiones), privados (seguros de vida comerciales antes mencionados), o esquemas privados vinculados a colegios profesionales, entre otros. También los antedichos sistemas incluyen en algunos casos coberturas contra incapacidades laborales, que son éstas en definitiva una disminución del Capital Humano de la persona asegurada.

18. Ibbotson et als “Lifetime Financial Advice: Human Capital, Asset Allocation , and Insurance”, pag 2, The Research Foundation of CFA Institute, Virginia, 2007.

19. Puede haber inversores más “arriesgados” que acepten inversiones más rentables aunque sean más riesgosas, e inversores más “cautelosos” que sólo toleren niveles más bajos de riesgo y naturalmente menor rentabilidad.

20. Mencionado en Ibbotson et als “Lifetime Financial Advice: Human Capital, Asset Allocation, and Insurance”, pag 6, The Research Foundation of CFA Institute, Virginia, 2007.

Naturalmente, es posible imaginar que en el futuro podrían existir instrumentos financieros derivados (al estilo de los derivados financieros) con los cuales realizar coberturas más “customizadas” (a medida de la persona) de este riesgo de disminución o pérdida parcial de Capital Humano. Sin embargo, como sucede con el desarrollo de cualquier instrumento financiero derivado, la cuestión no es tanto su viabilidad técnica, sino el costo y la liquidez de un mercado de derivados que transaccione estos riesgos. Por otro lado, es posible también imaginar en estos casos, cuestiones de “riesgo moral” y “selección adversa”²¹.

Nótese además que la cobertura del riesgo de disminución del Capital Humano por cuestiones de salud está escasamente desarrollada. Lo que llamamos “cobertura de salud” es en realidad una mera cobertura de los costos de curación (por ejemplo, costos de internación, medicamentos, rehabilitación). Normalmente no hay coberturas por “lucro cesante”, vale decir ingresos no percibidos durante la enfermedad²².

Lo antes mencionado no quita el que existan formas “caseras” de cobertura de ese riesgo de pérdida parcial o temporaria de Capital Humano, en la forma de **autoseguro**: ahorros que las personas mantienen por precaución frente a posibles contingencias de desempleo o crisis económicas.

Hemos antes mencionado el “riesgo de longevidad”, que ahora podemos comprenderlo como el riesgo de que el “Capital Humano” (una vez transformado en capital financiero después de la jubilación) no alcance a cubrir las necesidades **de toda la vida** de la persona. Es interesante destacar que este “riesgo” va (afortunadamente) en aumento en todo el mundo, dado el incremento en la longevidad media de la población²³.

Por último, el concepto de Ciclo de Vida nos acerca otras ideas útiles para el diseño de carteras personales:

- Los vehículos de inversión (ejemplos: acciones, bonos, inversiones inmobiliarias, depósitos bancarios, obras de arte) son en el fondo instrumentos que permiten “transportar” consumo desde un momento de la vida (etapa laboral o de acumulación) hacia otro momento de la vida (etapa de desacumulación)²⁴.
- Podríamos imaginarnos una “ley de utilidades decrecientes” a lo largo de la vida de la persona, en función de la cual un ingreso adicional o marginal en la época más escasa (por ejemplo la etapa de desacumulación) pueda resultar de mayor utilidad que en una etapa de mayor prosperidad (normalmente la etapa de acumulación)²⁵.

21. Véase Lucas, Deborah “Session 1 Comments”, pag 40 en Ibbotson et als “Lifetime Financial Advice: Human Capital, Asset Allocation, and Insurance”, The Research Foundation of CFA Institute, Virginia, 2007.

22. Una persona que trabaja en relación de dependencia tiene una cobertura implícita en este sentido.

23. Puede resultar una obviedad, pero si la longevidad media es un promedio, por definición la mitad de la gente superará la media.

24. Bodie et als “The Theory of Optimal Life-Cycle saving and investing”; pag 21, The Research Foundation of CFA Institute, Virginia, 2007

25. Bodie et als “The Theory of Optimal Life-Cycle saving and investing”; pag 22, The Research Foundation of CFA Institute, Virginia, 2007

Por eso, transferir ingresos desde una etapa en que éstos sean más holgados hacia una etapa en que estos sean más escasos (“transporte” que puede hacerse con los activos financieros antes mencionados) conllevaría un incremento en la utilidad total de la persona a lo largo de su vida.

- Podemos pensar el Capital Humano como un “presupuesto plurianual”²⁶ extendido a lo largo de toda la vida de la persona. Esta visión nos permitiría aceptar que la persona se endeude en las primeras etapas de su vida tomando en consideración su Capital Humano antes que su capital financiero (que podría ser escaso o nulo en ese momento). Su “ratio de endeudamiento” no sería entonces tan alto, porque estaríamos comparando su “stock” de deuda no sólo con su capital financiero o patrimonio sino también con su Capital Humano.

V. Algunas consideraciones de Políticas Públicas y Regulación

A la luz de lo expuesto hasta ahora, esbozaremos algunas ideas referidas a las Políticas Públicas de largo plazo. Cada una de estas ideas ameritaría un análisis específico y detallado, que aquí nos limitamos sólo a plantear de un modo preliminar.

En primer lugar, debemos reconocer que el Capital Humano de una persona es para ella un activo crítico y en algún momento de su vida, quizás su principalísimo activo. Así entonces, a nivel agregado, la prosperidad de un país estará vinculada al crecimiento del Capital Humano de cada uno de sus integrantes. De este modo, no sólo la inversión pública debería consistir en obra pública convencional (ejemplos: caminos, diques y puentes), sino también en acciones tendientes a que la población alcance mayores niveles educativos, con evidentes externalidades positivas para la comunidad. En ese sentido, ya en el siglo XIX el presidente Sarmiento hablaba de “educar al soberano”: la masa de la población que con su voto elegiría a las autoridades públicas. Por otro lado, téngase en cuenta que la inversión pública en educación no está constituida sólo por el gasto público explícito (por ejemplo, una escuela pública), sino también por exenciones tributarias (por ejemplo, una iniciativa educativa privada).

Naturalmente, hay un problema de medición de los retornos de la inversión en educación: quizás sea más fácil medir los beneficios de la inversión pública “dura” (ejemplos: caminos y puentes) que un incremento en Capital Humano. En consecuencia, se podría discutir acerca de la relación costo-beneficio en la inversión en educación, vale decir cuánto se invierte respecto de cuánto Capital Humano se genera. Esto es, en términos de teoría financiera, cuál es la TIR (Tasa Interna de Retorno) de la inversión pública en educación.

Incluso se podría debatir acerca de si conviene direccionar financiamiento público hacia formaciones más “rentables” tributariamente a largo plazo. Por ejemplo: ¿debe Argentina financiar preferentemente la formación de ingenieros en software (con altos

26. Bodie et als “The Theory of Optimal Life-Cycle saving and investing”; pag 23-24, The Research Foundation of CFA Institute, Virginia, 2007

sueldos promedio y consecuentemente que pagan más impuestos) antes que profesionales de disciplinas de difícil empleabilidad?

También análogamente, podría decidirse apoyar formaciones no tan “rentables” desde el punto de vista tributario, pero que se suponga tengan externalidades positivas para la comunidad (ejemplos: maestros, trabajadores sociales).

Por otro lado, si suponemos que una persona más capacitada ganará más (por el incremento de su Capital Humano), ello nos daría un “activo” o “garantía” contra el cual se podrían financiar los aranceles para la educación de esa persona. Esta práctica, conocida en otros países como “préstamos de honor”, bien podría existir en nuestro medio, permitiendo financiar esa formación. Así, sería posible aumentar la accesibilidad de la educación a personas que hoy no disponen de fondos para afrontar los costos de capacitación. Posiblemente harían falta herramientas legales que hicieran exigible una deuda largo plazo de esta naturaleza.

Respecto de los mecanismos de protección de contingencias referidas al Capital Humano, hemos visto que las coberturas de salud (tanto públicas como privadas) apuntan básicamente a asegurar costo de la curación de la enfermedad, pero no los ingresos caídos durante esa enfermedad. Más aún, las coberturas normalmente están dirigidas al riesgo de enfermedad actual o corriente, siendo que en realidad los costos de salud se incrementan fuertemente en la etapa de desacumulación (a partir del retiro de la persona). En otras palabras, desde el punto de vista del Ciclo de Vida, sería deseable que las coberturas de salud tuvieran incluidos mecanismos de ahorro que permitieran afrontar los costos (mucho mayores por cierto) de la última etapa de la vida de la persona.

Quizás para lograr esto sería necesario que hubiera una regulación en este sentido, dado que hoy día no existen incentivos de corto plazo para generar ese tipo de ahorro. Más bien, los sistemas de financiación de salud (medicina prepaga y obras sociales desreguladas) compiten entre sí por servicios y precios, con un “menú” establecido por ley (el Plan Médico Obligatorio, o PMO), sin tener en cuenta los costos de atención médica de la etapa de “desacumulación” o jubilación. Dicho sencillamente, ése es un problema que, para cada uno de nosotros, afrontará el Estado en su momento (como pueda) a través del PAMI (Instituto de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados).

Posiblemente sea conveniente la existencia de reservas personales, para la cobertura de los costos de salud del final de la vida, que se vayan acumulando a lo largo de la etapa productiva de la persona y que sean “portátiles” entre distintos sistemas. Se mantendría entonces la libertad de cambiar entre distintos sistemas (por ejemplo de una medicina prepaga a otra), llevando el asegurado su reserva personal a su nueva cobertura²⁷.

27. Hay una experiencia norteamericana bastante interesante al respecto. Ver Zicari, Revista “Enfasis Salud”. Serie de artículos sobre Nuevas formas de Financiación, Buenos Aires, 2001

VI. Ciclo de Vida y Decisiones Financieras

Todo lo antes mencionado nos presenta un **eje continuo de decisiones financieras** a lo largo de toda la vida de la persona. Además, en gran medida, estas decisiones están **interrelacionadas** entre sí. De este modo, es necesario abordar estas cuestiones con un enfoque integrador, que permita abordar consistentemente todo el Ciclo de Vida de la persona. Sin embargo, nos encontramos con que los servicios financieros que harían falta para este fin se han desarrollado de modo disperso, involucrando una **amplia gama de productos distintos** (fondos comunes de inversión, depósitos bancarios, planes de ahorro, seguros de retiro, seguros de vida, cobertura de salud, entre otros), ofrecidos por empresas diferentes, con distintas fuerzas de venta, con eventuales superposiciones entre los productos y con regulaciones inconexas. Esto nos lleva a algunas reflexiones:

¿Quién asesora? Dado que se trata de productos con características técnicas complejas, parece necesario un nivel importante de asesoramiento al cliente. Sin embargo, lo que llamamos “asesores” en realidad son vendedores²⁸ y su relación contractual (y consecuente lealtad) es con la empresa proveedora de servicios y no con el cliente. Vale decir, ellos están estimulados a vender aquellos servicios financieros que la empresa quiera vender y no aquello que el cliente realmente necesite. Esto sucede porque lamentablemente, no tenemos hoy en nuestro país la cultura de pagar por el asesoramiento independiente. No existe aquí nada similar al “*Financial Planner*” antes mencionado: un profesional independiente, que responde al cliente y que busca armar para ese cliente el mejor conjunto de servicios financieros (independientemente de qué firmas se lo brinden).

¿Quién regula? El enfoque integrador que hemos presentado sugiere que debería haber un marco regulatorio consistente. Hoy en cambio tenemos distintas leyes para jubilaciones y pensiones, seguros, salud, inversiones financieras; y en cada uno de esos ámbitos tenemos un organismo de supervisión diferente, cada uno de ellos potencialmente con distintos criterios. Esto no quiere decir que necesariamente debería haber un único marco regulatorio y un solo organismo de supervisión, pero sí al menos sería de desear que hubiera una cierta consistencia en este aspecto.

¿Quién educa? No nos referimos a la educación en general, tal cual hemos antes hablado, sino más bien al mínimo conocimiento de Finanzas Personales que toda la población debería tener a fin de poder tomar decisiones informadas responsables. Tal cual decía un reconocido profesor americano “el planeamiento para el retiro es

28. No pretendemos hacer un juicio de valor acerca de estas personas, simplemente decimos que la estructura de incentivos para ellos no está orientada al mayor interés del cliente. Lamentablemente, mientras no haya asesores independientes, es de suponer que esta situación siga produciéndose.

un arte en donde hay pocas oportunidades para aprender de los propios errores...uno se retira sólo una vez”²⁹. Se trata de un desafío para todos: incluso una persona muy preparada en un aspecto profesional (digamos, un eminente cirujano) bien puede desconocer nociones básicas de Finanzas Personales. Además, tal cual mencionamos antes, para la persona común no sólo hay muy poca información, sino que ésta suele ser sesgada, al provenir de “asesores” (en realidad, vendedores) incentivados en vender solamente sus productos financieros. Pienso que esta tarea de orientación independiente debería ser un rol de los poderes públicos y de las entidades de orientación a los consumidores.

¿Quién es responsable? En el contexto actual, cada uno es responsable por su propio planeamiento financiero. Llevando esta idea al extremo podríamos hablar de un “**libertarianismo**” donde cada uno es el único responsable, una suerte de “caveat emptor”³⁰: el que se equivocó, que afronte las consecuencias. En cambio, hay quienes piensan que las personas deben ser protegidas, porque éstas podrían no actuar a favor de sus propios intereses (por falta de información, escaso criterio, excesivo cortoplacismo), lo que sería un enfoque “**paternalista**”. Más allá de las disquisiciones filosóficas, en una democracia las mayorías mandan: si un número suficientemente grande de personas se hubiera equivocado en su planeación financiera de largo plazo, habrá una fuerte presión política para “socializar” esos errores a costa del erario público. Un autor americano propone en este sentido una visión intermedia, la del de “**paternalismo libertario**” (“**libertarian paternalism**”)³¹. Se trata de una suerte de balance entre estas dos perspectivas, que permite a la gente que tome decisiones (ahí se es “**libertario**”) en tanto que se busca que estas decisiones están muy bien informadas (ahí se es “**paternalista**”).

En conclusión, hemos procurado presentar algunos de las cuestiones más interesantes de las Finanzas Personales, en particular el Ciclo de Vida y a partir de este concepto, hemos esbozado algunas reflexiones al respecto. Esperemos que las mismas puedan ser un aporte para el inicio de un debate acerca de la integración de políticas públicas de largo plazo en lo referido a la problemática del ahorro e inversión personal.

29. Brown, Jeffrey “Session 2, Comments by J. Brown”, The Future of Life Cycle and Investing, pag 45, The CFA Research Foundation, Virginia, 2007. Traducción libre propia. A su vez, Brown hizo referencia a Douglas Bernheim de Stanford.

30. En latín, “que el comprador tenga cuidado”.

31. Brown, Jeffrey “Session 2, Comments by J. Brown”, The Future of Life Cycle and Investing, pag 45, The CFA Research Foundation, Virginia, 2007. Brown indica que la expresión “**libertarian paternalism**” fue usada por primera vez por Thaler y Sunstein.

Referencias

Bodie et. al. “The Theory of Optimal Life-Cycle saving and investing”; pag 21, The Research Foundation of CFA Institute, Virginia, 2007

Brown, Jeffrey “Session 2, Comments by J. Brown”, The Future of Life Cycle and Investing, pag 45, The CFA Research Foundation, Virginia, 2007.

Ibbotson et als “Lifetime Financial Advice: Human Capital, Asset Allocation , and Insurance”, The Research Foundation of CFA Institute, Virginia, 2007.

Lucas, Deborah “Session 1 Comments”, pag 40 en Ibbotson et als “Lifetime Financial Advice: Human Capital, Asset Allocation, and Insurance”, The Research Foundation of CFA Institute, Virginia, 2007.

Zicari, Revista “Enfasis Salud”. Serie de artículos sobre Nuevas formas de Financiación, Buenos Aires, 2001

Anexo

Por qué las Finanzas Personales son diferentes

En el artículo hemos destacado el creciente interés (desde el punto de vista de la práctica profesional y del público en general) acerca de las Finanzas Personales. En efecto, hay hoy problemas concretos que deben resolverse con herramientas de Finanzas Personales. Sin embargo, desde el **punto de vista académico**, cabría preguntarnos si las Finanzas Personales son **metodológicamente distintas** de las Finanzas en general. En otras palabras, si las Finanzas Personales ameritan un esquema conceptual autónomo de las Finanzas Corporativas convencionales.

Como bien sabemos, las Finanzas Corporativas (o Finanzas de Empresas) tienen habitualmente como escenario a la empresa concebida como sociedad anónima que cotiza en la bolsa. Esto es, la empresa es una sociedad de capitales, no de personas y estos capitales pueden cambiar fácilmente de titularidad mediante el sencillo expediente de vender las acciones en el recinto bursátil. De este modo, los flujos de fondos futuros de la empresa son fácilmente transmisibles entre los accionistas y en consecuencia, no es necesario tomar en cuenta ningún factor personal para la toma de decisiones corporativa. En otras palabras, la sencilla transmisión de derechos de propiedad (acciones) de la empresa, permite disociar **el horizonte potencialmente ilimitado** de la compañía del **horizonte personal del inversor**, el que es obviamente limitado por el término potencial de la vida humana.

Agreguemos a lo antes mencionado, que aún una compañía con cotización bursátil puede no “caber” dentro del **modelo ideal** antes planteado. En el mercado argentino, pocas acciones cotizantes son líquidas, vale decir que éstas cotizan en bolsa, pero el volumen de sus transacciones hace que las mismas no sean tan fácilmente transmisibles. Por otro lado, el **modelo ideal** da por supuesto que la tenencia accionaria está dispersa en un sinnúmero de accionistas, lo que tampoco suele suceder en la mayoría de los casos de las empresas cotizantes en nuestro mercado.

Con mayor razón entonces, si estamos analizando una compañía que no cotiza en bolsa (que es el común de las compañías en Argentina y en nuestra región) se justifica al menos tener en cuenta que estamos trabajando en un entorno muy diferente al del **modelo ideal** (gran compañía cotizante, con tenencia accionaria dispersa y alta liquidez bursátil). En particular en Pymes (pequeñas y medianas empresas), debemos considerar el hecho de que el empresario es una persona física, con su específico horizonte vital y particulares características o condicionamientos personales y familiares y que en consecuencia, todo este panorama no puede ser asépticamente separado de la toma de decisiones financieras de la empresa en cuestión. Sólo a efectos ejemplificativos, mencionamos algunas ideas al respecto:

- La política de dividendos de una Pyme no puede referirse sólo a la supuesta maximización del valor corporativo, tal cual plantea la teoría financiera desde

Modigliani-Miller en adelante, sino que necesariamente tomará en cuenta, también y entre otros factores, la situación personal y familiar de los dueños de la firma.

- El horizonte de inversiones de una empresa Pyme estará vinculado a factores tales como el horizonte de vida del titular de la empresa y la continuidad o no de las sucesivas generaciones al frente de la empresa.
- El costo de endeudamiento de una empresa Pyme necesariamente tomará en cuenta no sólo el ratio de endeudamiento de la firma y su cash flow proyectado, sino la situación patrimonial personal del dueño de la firma, quien normalmente es garante de la deuda de su empresa aunque ésta jurídicamente tenga una figura de limitación de responsabilidad (SA ó SRL).

En resumen, la visión de las Finanzas desde el punto de la óptica de las personas físicas (Finanzas Personales) no sólo es una perspectiva valiosa per se, sino que además ilustra con mayor exactitud muchas decisiones financieras personales habitualmente (y erróneamente) incluidas dentro del ámbito de las Finanzas Corporativas.