

# **INTRODUCCIÓN AL SISTEMA**

# **FINANCIERO Y MERCADO DE**

# **CAPITALES**

*Judith Rodríguez García*

*Beatriz de Hoyos Santacreu*

*Pamela Rodríguez Rodríguez*

*Laura Machado Solís*

Tema 1: Introducción al sistema financiero y mercado de capitales

Matemáticas Empresariales (Asignatura Optativa)

Escuela Universitaria de Ciencias Empresariales (ULL)

## **TEMA 1. Introducción al sistema financiero y mercado de capitales.**

<b><u>1. El Sistema financiero.....</u></b>	
1.1. Concepto y objetivos.....	2
1.2. Estructura del sistema financiero.....	4
1.3. Agentes económicos.....	9
<b><u>2. Mediadores e intermediarios financieros.....</u></b>	
2.1. Mediadores financieros.....	11
2.2. Intermediarios financieros.....	12
2.3. Desintermediación.....	14
<b><u>3. Activos financieros.....</u></b>	
3.1. Concepto.....	15
3.2. Clasificación de los activos financieros.....	15
3.3. Precio del activo financiero.....	16
3.4. Funciones de los activos financieros.....	16
3.5. Características de los activos financieros.....	17
3.6. Estudio de la relación entre las características un activo financiero.....	19
<b><u>4. Mercado de capitales y variables monetarias.....</u></b>	
4.1. Mercado de capitales.....	20
4.1.1. Tipos de mercados de capitales.....	20
4.1.2. Principios.....	21
4.1.3. Funciones de la bolsa.....	22
4.1.4. Operaciones bursátiles.....	22
4.1.5. Sistemas de contratación.....	23
4.2. Las variables monetarias.....	24
4.3. Relación entre el mercado de capitales y las variables monetarias.....	24
<u>Tipos de interés como los precios del mercado de capitales</u>	
4.3.1. Factores básicos de los tipos de interés reales.....	24
4.3.2. Tasas de interés y tasas de rentabilidad.....	26
4.3.3. Los activos financieros y las tasas de remuneración nominales.....	26
4.3.4. El tipo de interés y la liquidez.....	27
4.3.5. La pluralidad de los tipos de interés.....	27
4.3.6. La estructura temporal de los tipos de interés.....	29
4.3.7. Los tipos de interés real.....	31
<b><u>5. Relación tipos de interés y Oferta Monetaria (OM) .....</u></b>	
5.1. La Oferta de Dinero.....	32
5.2. La Creación del dinero. El Banco Central y los Bancos Comerciales.....	34
5.3. La Política Monetaria y Financiera. Relación entre OM y tipo de interés.....	36
5.4. Efectos de la Oferta Monetaria sobre los activos financieros.....	38
<b><u>ANEXO.....</u></b>	<b>39</b>

# TEMA 1. INTRODUCCIÓN AL SISTEMA FINANCIERO Y MERCADO DE CAPITALES.

## 1. El sistema financiero.

### 1.1 Concepto y objetivos.

El sistema financiero se define como el conjunto de instituciones cuyo objetivo es canalizar el excedente que generan las unidades de gasto con superávit para dirigirlos hacia las unidades que tienen déficit. Es decir, es el marco institucional donde se reúnen oferentes y demandantes de dinero.

La canalización consiste en la transformación de los activos financieros emitidos por las unidades inversoras, en activos financieros más acordes con las demandas de los ahorradores.

Esta labor de intermediación que se materializa a través de las distintas operaciones que puedan hacerse con los activos financieros, es llevada a cabo por las instituciones que componen el sistema financiero, y se realiza principalmente por dos razones:

- a) La no coincidencia entre ahorradores e inversores, es decir, que en un momento determinado, las unidades con déficit son distintas a aquellas que tienen superávit.
- b) Los deseos e intereses de éstos son distintos, respecto al grado de liquidez, seguridad, rentabilidad de activos etc.

La eficiencia de esta transformación será mayor cuanto mayor sea el flujo de recursos de ahorro dirigidos hacia la inversión, y cuanto mayor sea el grado de madurez y de perfección que posean las instituciones financieras que componen este sistema.

El posicionamiento de las unidades económicas como excedentarias o deficitarias podrá ser debido a razones como: la riqueza, la renta actual y la esperada, la posición social, si son unidades familiares o no lo son, la situación económica general del país y los tipos de interés.

Para resumir, el sistema financiero **lo forman:**

- Las instituciones (autoridades monetarias y financieras): Bancos, Cajas de Ahorro, Compañías de Seguros, etc. Intermediarios que compran y venden activos
- Activos financieros: activos negociables que se generan, con un valor de cambio.
- Los mercados en que operan: Primarios, Secundarios, de Renta Fija, de Renta Variable...

De tal forma que los activos que se generan son comprados y vendidos por este conjunto de instituciones e intermediarios en los mercados financieros.

Un sistema financiero debe cumplir principalmente una serie de **objetivos**:

Provisión de recursos a sectores productivos: (Proveer a los inversores, de fondos para realizar inversiones). Es la función principal.

El sistema financiero hace posible los procesos de inversión productiva y a través de ello condiciona el nivel de producción real y el nivel de empleo. Para ello el sistema financiero realiza 3 sub-funciones: Captación, Canalización y Asignación de los recursos financieros.

- Captación de capital. La cantidad de recursos disponibles para la inversión depende de la capacidad del sistema financiero de captar ahorro. El ahorro depende de la rentabilidad, liquidez y riesgo que ofrezcan los intermediarios financieros a las unidades económicas excedentarias, por la que el sistema financiero puede influir en el nivel de ahorro. Por tanto su funcionamiento debe ser óptimo para captar el máximo ahorro potencial y convertirlo en ahorro efectivamente disponible.

- Canalización. Para su buen funcionamiento es necesaria una estructura suficientemente diversificada para ofrecer a los inversores un fácil acceso a las fuentes de financiación (ofrecer diversidad de productos tanto para ahorradores, como para inversores), buscando un coste de intermediación mínimo.

- Asignación de recursos. Es necesario que el sistema financiero seleccione las mejores oportunidades de inversión, garantizándole financiación suficiente. Es una forma de impulsar a las empresas, es importante que inversiones potencialmente rentables no queden desasistidas.

Creación de liquidez. El efectivo en circulación, billetes y monedas de uso legal suponen un 10% de la liquidez total. El resto del dinero lo crean las entidades financieras con la concesión de préstamos y créditos y la disponibilidad de fondos captados de los ahorradores. Por tanto es necesario exigir a las entidades financieras un máximo de solvencia, esto lo controla la autoridad monetaria.

Soporte de la política monetaria. La política monetaria se utiliza fundamentalmente para controlar la inflación. Para la aplicación de los instrumentos de política monetaria, coeficiente de caja (cantidad de dinero liquidado), fluctuación de los tipos de interés (si sube el tipo de interés, bajan los préstamos y baja la liquidez), etc., necesitan al sistema financiero.

## 1.2. Estructura del sistema financiero.

“El sistema financiero es - según señalan Parejo, Cuervo, Rodríguez y Calvo (1995 p.25) - un mecanismo dinámico en constante evolución, por lo que ésta panorámica actual no constituye más que un fotograma de proyección continua, que es necesario descubrir asimismo para comprender en plenitud su funcionamiento.”

Antes de entrar en la consideración de la estructura del Sistema Financiero Español, conviene primero hacer referencia a su inserción internacional a nivel mundial y europeo. En un mundo tan globalizado como el actual, ningún sistema financiero suficientemente desarrollado puede aislarse de su contexto internacional. Desde una perspectiva europea, el SFE está regulado por el Sistema Europeo de Bancos Centrales.

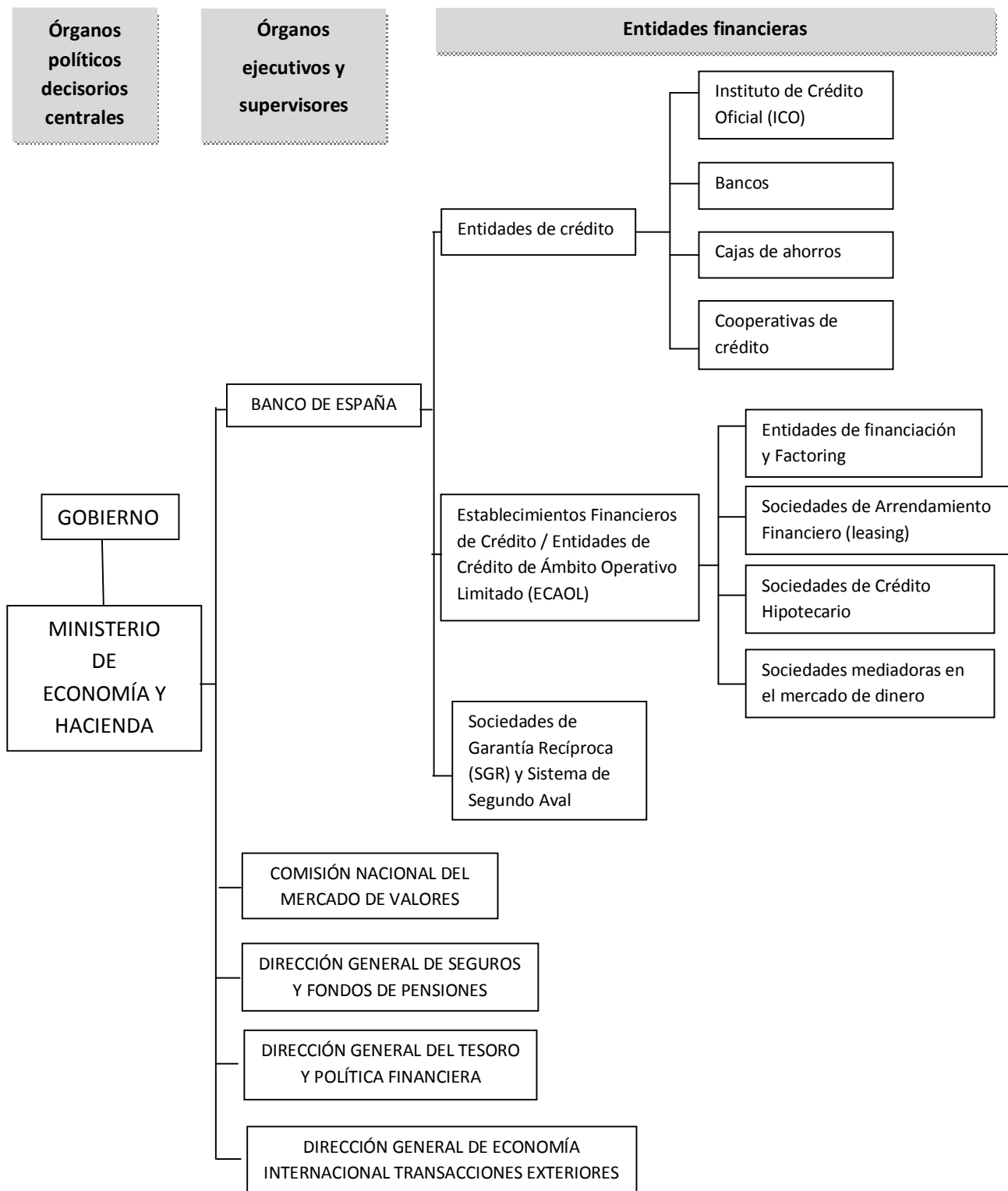
El papel de la autoridad monetaria en los países que han adoptado el euro, que hasta entonces correspondía a sus respectivos Bancos Centrales Nacionales, ha pasado a ser desempeñado por el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), en el que participan tanto el BCE como los BCN de dichos países.

En España, la máxima autoridad en materia de política financiera corresponde al Gobierno, siendo el Ministerio de Economía y Hacienda el máximo responsable de todos los aspectos relativos al funcionamiento de las instituciones financieras.

Este Ministerio ejerce sus funciones a través de *cinco órganos ejecutivos*:

- Dirección General de Política Comercial e Inversiones Exteriores.
- Banco de España.
- Dirección General del Tesoro y Política Financiera.
- Dirección General de Seguros.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

En España existen dos órganos supervisores autónomos de ámbito nacional: el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que son los que analizaremos con mayor profundidad en éste capítulo.



## **BANCO DE ESPAÑA**

El Banco de España es la principal institución de nuestro sistema financiero. Sus funciones se encaminan a la definición y ejecución de la política monetaria y a velar por el buen funcionamiento del sistema financiero. El Banco de España dispone de una autonomía con respecto a las instrucciones del Gobierno y del Ministerio de Economía y Hacienda, de acuerdo con su ley de Autonomía de 1994.

Desde la introducción del euro y el inicio de la política monetaria común el 1 de enero de 1999, el Banco de España constituye el pilar nacional de la autoridad monetaria encargada de llevar a cabo dicha política, el eurosistema, cuyas funciones contribuye a desarrollar, particularmente desde la perspectiva de nuestro país. Así, ha perdido funciones en beneficio del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo.

### Funciones del Banco de España

**La Ley de Autonomía** del Banco de España (1994) configura a éste como un ente de la Administración del Estado de naturaleza especial y le asigna las siguientes funciones:

- ü Poseer y gestionar las reservas de divisas y metales preciosos que no se hayan transferido al Banco Central Europeo.
- ü Promover la estabilidad y el buen funcionamiento del sistema financiero y de los sistemas de pago nacionales.
- ü Poner en circulación la moneda metálica, previa aprobación del BCE respecto al volumen de emisión.
- ü Prestar servicios de tesorería del Estado y agente financiero de la Deuda Pública.
- ü Asesorar al Gobierno y realizar los informes y estudios que resulten procedentes.
- ü Elaborar y publicar las estadísticas relacionadas con sus funciones y asistir al BCE en la recopilación de la información estadística necesaria para el cumplimiento de las funciones del SEBC.
- ü Supervisar la solvencia y actuación de las entidades de crédito y de cualesquiera otras entidades cuya supervisión se le atribuya y controlar el funcionamiento de los mercados interbancarios, de divisas y del mercado de anotaciones en cuenta de Deuda Pública.

Además, **como miembro del Sistema Europeo de Bancos Centrales**, el Banco de España participa en el desarrollo de las siguientes funciones atribuidas al mismo:

- ü Definir y ejecutar la política monetaria de la zona euro mediante la participación de su Gobernador en el Consejo de Gobierno del BCE y de otros representantes del Banco de España en los diversos comités y grupos de trabajo.

- ü Realizar operaciones de cambio de divisas coherentes con el Tratado de la Unión Europea.
- ü Poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los países de la zona euro.
- ü Promover el buen funcionamiento del sistema de pagos en la zona euro.
- ü Emitir y poner en circulación los billetes de curso legal.

Del Banco de España dependen, en primer lugar las denominadas **entidades de crédito**, en sentido estricto, cuya característica común es la posibilidad que tienen de captar como actividad típica y habitual fondos del público en forma de depósitos o títulos similares con obligación de su restitución, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos o a operaciones de naturaleza similar. Pertenecen a esta categoría:

- El Instituto de Crédito Oficial (ICO)
- Bancos privados
- Banca Pública
- Caja de Ahorros
- Cooperativas de Crédito

En segundo lugar, dependen también del Banco de España los Establecimientos Financieros de Crédito (EFC), denominadas **Entidades de Crédito de Ámbito Operativo Limitado (ECAOL)**. Pertenecen a esta categoría, en la actualidad:

- Las Entidades de Financiación y Factoring
- Las Sociedades de Arrendamiento Financiero (LEASING)
- Sociedades de Crédito Hipotecario

Finalmente también dependen de él las **Sociedades de Garantía Recíproca (SGR)**, y el **sistema de Segundo Aval**, además de algunos de nuestros principales mercados financieros [los interbancarios, el de divisas y, en parte (también depende de la Comisión Nacional del Mercado de Valores), el de deuda pública anotada)].

### **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**

La CNMV es el órgano encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas o jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos.

Funciones de la CNMV.

- o Supervisión, inspección y potestad sancionadora de:

§ Mercados de Valores.



- § Actividad de quienes se relacionan con el tráfico de valores.
- Velar por y promover difusión de información necesaria para:
  - § Transparencia de mercados de valores.
  - § Correcta formación de precios.
  - § Protección de los inversores.
- Asesorar en materias sobre mercados de valores:
  - § Gobierno.
  - § Ministerio de Economía y Hacienda.
  - § Comunidades Autónomas.
- Poner medidas o disposiciones sobre mercados de valores.
- Elaborar y publicar informe anual:
  - § Actuación CNMV.
  - § Situación general de mercados de valores.

Las entidades financieras que dependen de la CNMV son de diversas clases, según el ámbito de actuación de las mismas:

- Mercados de valores.
- Inversión colectiva.
- Titulización.
- Capital-Riesgo

## **DIRECCIÓN GENERAL DE POLÍTICA COMERCIAL E INVERSIONES EXTERIORES**

### **DIRECCIÓN GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA**

Se encarga de la gestión de los registros oficiales y operadores financieros y elabora propuestas legislativas. Además acuña la moneda metálica bajo la autoridad del BCE y se encarga de la gestión de la tesorería y de la administración.

### **DIRECCIÓN GENERAL DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES**

Institución que vela por el correcto funcionamiento de las instituciones y el mercado del seguro. De ella depende la concesión de las pertinentes licencias administrativas para iniciar la actividad aseguradora. Realiza labores de inspección y capacidad sancionadora.

### **1.3. Agentes económicos.**

La división clásica de los agentes económicos que operan en los mercados financieros suele tomarse de Kaufman. Se trata de considerar dos tipos de agentes. Los agentes económicos se pueden clasificar en unidades de gasto con déficit, y unidades de gasto con superávit.

Las unidades de gasto con déficit (UGD) son denominados prestatarios, y son aquellos agentes económicos con necesidad de financiación. En este grupo se incluirían las empresas (gastos de inversión), y las administraciones públicas, déficit público a financiar. El objetivo de estas unidades de gasto, es obtener fondos al menor coste posible, y son las unidades que pertenecen al sector empresarial y al sector público.

- El Estado
- Gobiernos Extranjeros y Supranacionales (C.E.E.).
- Instituciones: Comunidades Autónomas, Municipios y otros Entes Locales.
- Empresas Públicas y Privadas
- Economías domésticas (particulares).

Las unidades de gasto con superávit (UGS), denominados prestamistas o inversores, son los agentes económicos con capacidad de ahorro, lo que les permite comprar activos financieros. Su objetivo es obtener el máximo beneficio posible por sus recursos, y pertenecen a las economías domésticas.

- Economías domésticas (particulares).
- Instituciones de Inversión Colectiva (Fondos de Inversión).
- Compañías de Seguros.
- Mutualidades y Fondos de Pensiones.
- Empresas Privadas.
- Cabría añadir Empresas Públicas, Instituciones y Estados si los hubiese con superávit.

Las UGD son los agentes necesitados de financiación en un momento dado, que emitirán cierto tipo de activos o productos financieros, a fin de captar la liquidez proveniente de las UGS o de agentes con capacidad de ahorro.

UGD y UGS pueden identificarse en la vida real con las familias, las empresas y el propio Estado, teniendo en cuenta que, según las diversas circunstancias, los agentes económicos pueden actuar como unidades deficitarias, emitiendo activos financieros, o como unidades superavitarias, comprando dichos activos. Más aun, un agente económico puede actuar simultáneamente como UGD y UGS es decir, como prestatario y prestamista.

Para entender mejor esta clasificación, explicaremos el siguiente **caso**:

*Un individuo suele seguir al menos en un entorno desarrollado unas pautas de comportamiento económico muy desarrolladas a lo largo de su vida. Desde su nacimiento, hasta la terminación de una carrera, o adquisición de los conocimientos necesarios para desarrollar una profesión, el individuo suele comportarse como una típica UGD, generalmente financiada por los padres. Conseguido un empleo, la supuesta persona de nuestra historia suele convertirse en UGS, al menos hasta que decide formar una familia y adquirir supongamos una vivienda mediante un préstamo hipotecario, lo que llevaría de nuevo a actuar como UGD.*

Una empresa del sector productivo puede actuar a la vez como UGS y UGD. Así por ejemplo puede mantener en su activo una cartera de valores y, al mismo tiempo, aparecer en su pasivo una emisión de obligaciones o financiación ajena a largo plazo.

De todos modos y en general, las familias tenderán a comportarse como ahorradores netos, es decir, tenedores de activos financieros y las empresas como unidades deficitarias debido a sus gastos de inversión y por tanto serán las emisoras de dichos activos financieros.

Señalemos también que el tercer interlocutor es el estado, con un papel cada vez más preponderante en los mercados financieros. El papel de las administraciones públicas se configura claramente como el UGD al menos en los estados modernos. Recordemos, por ejemplo, en el caso español las cifras del déficit público muy considerables a lo largo de la década de los noventa del siglo pasado y bastante menores en la actualidad.

Los **tipos de interés** son otra variable de relevancia en el comportamiento de los agentes económicos. Cuanto mayor sea ese tipo de interés de mercado, más probable es que las familias tiendan a comportarse como UGS antes que como UGD, es decir, se trataría de ahorrar más. Por el contrario, una bajada de los tipos de interés quitaría incentivos de ahorro, estimulando los gastos y la aparición de déficit en las familias.

En las empresas, una subida de los tipos de interés puede frenar las inversiones productivas y crecimiento de las compañías. Los efectos serían inversos en el caso de un descenso de los tipos de mercado. Así, desde principios de actual milenio, la economía mundial está inmersa en un proceso de disminución generalizada de tipos de interés, con el que se trata de mantener la expansión de la misma.

Hasta aquí hemos considerado implícitamente que las UGD y UGS tienen alguna forma de ponerse en contacto para intercambiar activos financieros por liquidez o medios inmediatos de pago. Sin embargo, convendrá explicitar que, en un mundo financiero tan complejo como el actual, dicho contacto distará en muchos casos, de ser directo, informal y no estandarizado. Por el contrario, se basará en intermediarios o mediadores especializados, en mercados con alto grado de organización y en activos o productos normalizados.

## 2. Mediadores e intermediarios financieros.

Hasta ahora hemos considerado la existencia de determinados agentes económicos en los mercados financieros, como son las UGD y UGS, o, lo que es lo mismo, prestatarios y prestamistas. Pero la relación que establecen entre sí dichos agentes rara vez suele ser directa, por ello, de un modo u otro surgen otros agentes que median o intermedian entre los mismos (entre UGD y UGS), dando lugar a la aparición de los mediadores e intermediarios.

Por ello se establece que, generalmente, la canalización del ahorro, UGS, a la inversión, se realiza a través de dos medios claramente diferenciados, la *vía directa* identificada por los *mediadores* y la *vía indirecta* perteneciente a los *intermediarios*.

En la siguiente figura, se establece una distinción entre el mercado privado y el intermediario, que nos servirá de apoyo para la explicación del papel de mediadores e intermediarios.



Hay unidades oferentes de fondos, los denominados superavitarios o prestamistas, que pueden ser asimismo empresas, familias, gobierno. Ambos recurren a los intermediarios financieros, al mercado como un todo. Los primeros emiten valores, los segundos llevan su dinero o sus fondos. Se produce el intercambio en el intermediario financiero propiamente dicho y se lleva a cabo la transformación.

### 2.1. Mediadores Financieros.

Por la *vía directa*, los *mediadores financieros* facilitan el contacto entre UGS y UGD, interviniendo en el trasvase de fondos de los prestamistas hacia los prestatarios y en el movimiento de

títulos sin que exista ninguna transformación del mismo, formando así lo que se conoce por **mercado primario**.

El **mercado primario** es aquel en el que se produce la colocación inicial de títulos. Es un mercado no organizado donde el emisor de los títulos los vende a cambio de unos recursos. Se produce así la canalización directa del ahorro a la inversión productiva, característica fundamental de todo mercado financiero.

La única **función de los mediadores** es ejecutar las órdenes de sus clientes, son solamente ejecutores por cuenta y orden de otros. En síntesis no toman riesgos y su ganancia es una comisión por los servicios prestados.

Los **mediadores** pueden actuar como:

- **Brokers o comisionistas**, cobrando una comisión por los servicios prestados y sin asumir riesgos en las operaciones efectuadas por cuenta de terceros. Ejemplo de *broker* en el mercado interbancario puede ser el que media en la compraventa de depósitos entre bancos comerciales a cambio de un porcentaje.

- **Dealers**, comprando y vendiendo activos por cuenta propia, no transformándolos, y asumiendo el riesgo de un movimiento adverso en el precio de los títulos negociados. Ejemplo de *dealer* puede ser el banco comercial que compra y vende letras del Tesoro por su cuenta y riesgo.

- **Creadores de mercado o “market makers”**, son mediadores especializados en determinados mercados financieros, sólo actúan en mercados dirigidos por los precios. Los Creadores de Mercados dan unos precios de compra y de venta, y están obligados a comprar y vender siempre a esos precios dados por ellos mismos.

En cualquier caso, los mediadores no transforman o crean nuevos activos; solo ayudan a la circulación de títulos primarios. Su actividad da lugar al denominado mercado financiero privado, que es un mercado con mediadores pero no intermediado.

## **2.2. Intermediarios financieros.**

Los **intermediarios financieros** son agentes económicos que operan en la **vía indirecta**, prestando y pidiendo prestados fondos, y constituyendo tal actividad el eje básico de su función en el mercado y la razón de su existencia.

Operan en el **mercado secundario** y realizan todo tipo de transformaciones entre los integrantes del mercado financiero, transforman los activos adquiriendo títulos primarios de los prestatarios y vendiendo títulos secundarios a los prestamistas. Toman riesgos y por ende su ganancia es mayor que los mediadores o intermediarios directos.

El *Mercado Secundario* se encuentra formado exclusivamente por los propietarios de los títulos en operaciones de compra y venta, es pues, una “re-venta” de los títulos valores adquiridos previamente con el fin de rescatar recursos financieros, retirar utilidades, diversificar su cartera o buscar mejores oportunidades de rentabilidad, riesgo o liquidez. El mercado secundario está compuesto por:

- Bolsa de Valores: los títulos cambian de manos fácilmente.
- Mercado de Deuda Pública Anotada

El Mercado de Deuda Pública Anotada funciona vía teléfono, se negocia deuda pública representada mediante anotaciones en cuenta y valores emitidos por las CCAA, organismos públicos y otras instituciones nacionales e internacionales que estén autorizados por el Ministerio de Economía y Hacienda.

La función principal de este mercado es la de proporcionar liquidez a los títulos valores emitidos en el mercado primario y la de facilitar su suscripción por parte del público inversionista, al hacer más atractiva la inversión.

Difícilmente podría existir el mercado primario si no se contara con el respaldo del mercado secundario. Este mercado proporciona además de información sobre precio de los valores, lo cual permite el inversionista tomar decisiones que considere adecuadas.

La transferencia del ahorro a la inversión se lleva a cabo por intermediarios como los Bancos Comerciales o Hipotecarios, Corporaciones Financieras, Compañías de Financiamiento Comercial y/o especializadas en Leasing, etc.

El ejemplo más evidente de intermediario financiero es el banco comercial: presta y pide prestados fondos. Como lo hacen otras unidades económicas, pero de una manera habitual y como actividad principal de su negocio. El banco presta fondos a las UGD, adquiriendo de ellas activos o títulos primarios, como puede ser un préstamo o crédito bancario, un activo para el banco y un pasivo para el prestatario. A su vez, el banco capta fondos de las UGS, vendiendo activos, como puede ser una cuenta corriente o un certificado de depósito, pasivos para la institución bancaria que los emite y títulos secundarios en definitiva.

Por lo tanto, se podría decir que el intermediario financiero transforma los títulos a tenor de las exigencias del mercado, actúa de “sastre a medida”, a diferencia del mediador, que solo comercia con “ropa de confección en serie”

Obviamente el papel del intermediario financiero es de la mayor importancia en los mercados financieros, prestando servicios indispensables al resto de los agentes económicos:

- *Reducción al riesgo mediante la diversificación*: los pasivos que emiten los intermediarios financieros, activos para sus clientes, constituyen derechos sobre una cartera muy diversificada de

activos financieros: bonos, obligaciones, acciones, pagarés, créditos bancarios...una cartera muy diversificada es menos arriesgada que una que no lo está, pues los riesgos de pérdidas por insolvencia de los emisores de dichos activos quedan reducidos.

- **Adecuación a las necesidades de prestamistas y prestatarios:** en cantidades y plazos.

- **Gestión del mecanismo de pagos:** proporciona un mecanismo de liquidez o un mecanismo de pago, ya que algunos títulos que dan derecho a ciertos pasivos de los intermediarios financieros, como los cheques sobre cuentas corrientes bancarias, son aceptados como medios de pago.

### **2.3. Desintermediación.**

El concepto de **desintermediación** hace referencia al proceso por el cual el flujo de fondos se desvía de los mercados intermediados hacia los mercados financieros de tipo privado, donde entran en contacto directo los prestatarios y los prestamistas últimos o donde los mediadores, si los hay, actúan como brokers o dealers que no transforman los títulos.

La transferencia del ahorro a la inversión se hace directamente a través de instrumentos. Actualmente, existen cuatro grandes grupos de instrumentos: instrumentos de renta fija, de renta variable (acciones), derivados y otros instrumentos de contacto directo entre oferentes y demandantes de recursos.

La desintermediación surge porque los agentes económicos tratan de apropiarse de todo o parte del margen financiero de los intermediarios. Pues quienes acuden principalmente a los mercados privados o desintermediados son grandes unidades prestatarias, como las empresas o instituciones como el Estado, necesitadas de fuertes capitales.

Así, en nuestro país, las emisiones del Tesoro, particularmente las de corto plazo en forma de letras subastadas por el Banco de España, fluyen directamente hacia los inversores últimos, actuando los bancos comerciales sólo como *brokers* o *dealers* en la mayoría de los casos.

Las **ventajas** que aporta el mercado desintermediado son:

- **Para el empresario:**
  - o Capitalizar su compañía.
  - o Optimizar la estructura financiera de su empresa.
  - o Obtener recursos financieros a menor costo.
  - o Lograr composición accionaria deseada, sin perder el control.
- **Para el inversionista:**
  - o Adquirir parte de la propiedad de una compañía.
  - o Participación de las utilidades.
  - o Beneficios generados por la diferencia precio de compra - precio de venta.
  - o Ventajas tributarias.
  - o Proporcionar liquidez a sus inversiones

## **3. Activos financieros.**

### **3.1. Concepto.**

Activo financiero- Cualquier título-valor o documento representativo de un derecho económico frente al emisor de dicho título y reembolsable en unidades monetarias. Se puede dividir en dos grandes grupos:

Activos tangibles son propiedades físicas cuyo valor depende de sus propias características. Por ejemplo un edificio o una mesa.

Activos intangibles son aquellos activos financieros cuyo valor no depende de sus características, y proporcionan unos derechos legales sobre unos beneficios futuros. Por ejemplo, los bonos y las acciones.

La principal definición de activos financieros sería un subconjunto de los activos económicos: entidades sobre las que las unidades institucionales ejercen derechos de propiedad, individual o colectivamente, y de las que sus propietarios pueden obtener beneficios económicos por su posesión o uso durante un período de tiempo. La mayoría de los activos financieros son derechos financieros que provienen de relaciones de tipo contractual y nacen cuando una unidad institucional proporciona fondos a otra. Estos contratos constituyen la base de las relaciones entre acreedores y deudores mediante las que los propietarios de los activos adquieren derechos incondicionales sobre los recursos económicos de otras unidades institucionales. La relación entre el acreedor y el deudor imparte una dimensión en términos de pasivos y activos a un instrumento financiero.

### **3.2. Clasificación de los activos financieros.**

Existen diversos criterios de clasificación de los mismos, siendo el más utilizado aquel que los ordena por su grado de liquidez relativa.

El dinero, tanto legal como bancario, es el instrumento financiero plenamente líquido, que representa un pasivo para la institución que lo genera:

- El tesoro si se trata de la moneda metálica.
- El banco emisor si se trata de los billetes de curso legal.
- Las entidades bancarias en el caso de los depósitos a la vista.

A continuación, habría que situar los distintos tipos de depósitos, los fondos públicos, las obligaciones de sociedades privadas y, finalmente, los préstamos sin garantía real y los créditos comerciales, que son activos de muy baja liquidez, ya que su rápida transformación en dinero, sólo es posible, con carácter general, soportando ciertas pérdidas.



Otra clasificación es aquella que atiende a la naturaleza de la unidad económica emisora, bien se trate del Estado u otras Administraciones Públicas del Banco Central o emisor, de los intermediarios financieros, o de las empresas no financieras, estableciendo la ordenación de los activos emitidos y puestos en circulación por cada una de ellas.

Caben otros tipos de clasificaciones, según los activos sean objeto de transmisión en mercados abiertos (acciones, obligaciones, etc.), o en mercados negociados (depósitos, préstamos y créditos, etc.). O según el efecto que una variación en el nivel general de precios ejerza sobre el valor real de las tenencias nominales de dichos activos. O según que se materialicen en documentos emitidos físicamente (títulos) o simples anotaciones contables.

### **3.3. Precio del activo financiero**

El precio de cualquier activo financiero es igual al valor presente de su flujo de efectivo esperado, incluso si el flujo de efectivo no es conocido con certeza, entendiéndose por flujo de caja la corriente de dinero líquido que se espera percibir a lo largo de la vida de la inversión financiera.

### **3.4. Funciones de los activos financieros.**

Los activos financieros tienen dos funciones económicas principales: la primera es la transferencia de fondos de aquellos que tienen un excedente para invertir, hacia aquellos que los necesitan para invertirlos en activos tangibles. La segunda función es transferir fondos en forma tal, que se distribuyan el inevitable riesgo asociado con el flujo de efectivo, el cual se genera por los activos tangibles entre aquellos que buscan y aquellos que proporcionan los fondos. Sin embargo, como veremos, las obligaciones hechas por los poseedores finales de las riquezas, son, por lo general, diferentes de las obligaciones emitidas por los demandantes finales de fondos, debido a la actividad de intermediarios financieros que buscan, de alguna manera, transformar las obligaciones finales a activos financieros que el público prefiere.

Podremos ilustrar estas dos funciones económicas con los siguientes ejemplos:

1. Miguel López ha obtenido una licencia para fabricar relojes de tortugas ninja. Miguel estima que necesitara 51 millones para comprar una planta y equipo para fabricar los relojes. Desafortunadamente, solo cuenta con 200.000 para la inversión, sin embargo, estos son los ahorros de toda su vida los cuales teme arriesgar, aunque tiene confianza de que habrá un mercado receptivo para los relojes.
2. Gabriela Ruiz heredó hace poco 730.000. Ella planea gastar 30.000 en algunas joyas, mobiliarios y unos cuantos cruceros, e invertir los 700.000 restantes
3. Octavio Gómez, un abogado de renombre que trabaja con un exitoso bufete en New York, ha recibido un cheque de gratificación, y después de pagar impuestos recibe 250.000. Planea gastar 50.000 en un BMW e invertir 200.000

Supongamos que por accidente, Miguel, Gabriela y Octavio se reúnen en una función social. En algún momento de la conversación comentan sus planes financieros y al terminar acuerdan un trato. Miguel acepta invertir 100.000 de sus ahorros en el negocio de los relojes y vender una participación del 50% a Gabriela por 700.000. Octavio acuerda prestarle a Miguel 200.000 por un periodo de cuatro años con una tasa de interés del 18% anual. Miguel será responsable de operar el negocio sin la asistencia de Gabriela u Octavio. Ahora Miguel tiene su millón de euros para fabricar los relojes.

Dos obligaciones financieras se producen en esta reunión: la primera es un instrumento accionario emitido por Miguel y comprado por Gabriela en 700.000. El otro es un instrumento de deuda emitido por Miguel y comprado por Octavio en 200.000. Por tanto, los dos activos financieros permiten que se transfiera los fondos excedentes de Gabriela y Octavio a Miguel, quien necesitaba fondos para invertir en activos tangibles para la fabricación de los relojes. Esta transferencia de fondos es la primera función económica de los activos financieros.

El hecho de que Miguel no quisiera invertir sus ahorros de 200.000, significa que quería transferir parte del riesgo. Lo hizo vendiéndole a Gabriela un activo financiero que le da a ella una obligación financiera igual a la mitad del flujo de efectivo del negocio. Él, además, asegura una cantidad adicional del capital de Octavio, quien no desea compartir riesgo del negocio (a excepción del riesgo de crédito) en la forma de una obligación que requiere el pago de un flujo de efectivo fijo, que no toma en cuenta el resultado de la empresa. Este desplazamiento del riesgo es la segunda función de los activos financieros.

### **3.5. Características de los activos financieros.**

#### **Liquidez.**

La liquidez de un activo financiero mide la facilidad con que dicho activo puede ser transformado antes de su maduración en un medio de pago de dinero, sin pérdidas de capital. Naturalmente, los activos financieros que son medios de pagos son, por definición, plenamente líquidos.

La liquidez depende de la amplitud y de la profundidad del mercado en que se negocia.

Cuanto mayor sea el número de agentes que participen en los distintos mercados financieros y mayor el volumen de fondos intercambiados, mayor será también la facilidad con que emisores y tomadores de activo podrán ver satisfechos sus deseos de captación de ahorro y obtención de medios de pago respectivamente, en los plazos y por los montantes apetecidos. Un tomador puede aceptar sin problemas un activo financiero con un cierto vencimiento, si sabe que antes de la fecha pactada, puede recuperar su dinero negociando el activo en el mercado. Estos mercados de negociación se llaman secundarios, por oposición a los primarios o de emisión.

## Rentabilidad.

Es la capacidad de obtener resultados. Ésta la obtendremos bien en cobros de dividendos o a través de ganancia de capital.

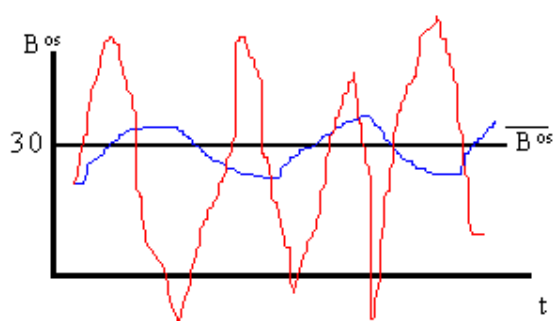
- La rentabilidad *directa* de un activo se deriva del rendimiento nominal que genere la inversión correspondiente, lo que en algunos casos, como son las acciones y participaciones, pueden no ser conocido como certeza a priori.

- La rentabilidad *indirecta* por beneficios fiscales o de otro tipo depende, en general, no solo del activo si no de las características de su emisor o tenedor.

## Riesgo.

El riesgo es la probabilidad de que el crédito concedido sea devuelto en las fechas que especifiquen sus cláusulas de amortización. Por tanto, el riesgo que la posesión del activo supone para el tenedor depende de la solvencia del emisor y las garantías legales que incorpore el propio activo, aquel que se deriva de las fluctuaciones del precio de éste en el mercado, lo que supone pérdidas o ganancias de capital implícitas.

El riesgo es la solvencia del emisor del activo financiero para hacer frente a todas sus obligaciones. Cuanto mayor es el riesgo que se asume en un activo financiero, mayor es la rentabilidad que se espera obtener. El riesgo se mide a través de la volatilidad y la volatilidad se mide a través de la desviación típica.



--- En este caso el activo financiero es poco arriesgado.

--- Activo muy arriesgado.

$$\sigma^2 = E (x - E(X))^2 \quad \sigma = \sqrt{E (x - E(X))^2}$$

Cuanto mayor sea la varianza, más arriesgado es ese activo financiero.

Cuando un activo financiero es muy arriesgado, le vamos a exigir que la esperanza de la rentabilidad fuese muy elevada.

### **Ejemplo:**

$s = 15\%$  muy arriesgado  $E(r) = 10\%$

$s = 4\%$  poco arriesgado  $E(r) = 6\%$

Lo ideal sería invertir en activos de bajo riesgo y elevada rentabilidad, pero esto no lo vamos a encontrar en los mercados financieros.

$s = 1\%$   $E(r) = 20\%$

Frente a dos activos financieros con el mismo riesgo, elegiremos aquel que proporcione mayor rentabilidad.

Si tenemos los siguientes dos activos financieros:

$s = 10\%$   $E(r) = 8\%$

$s = 15\%$   $E(r) = 10\%$

Según el tipo de riesgo que queramos tener, invertiremos en uno u otro activo, ya que el de mayor riesgo tiene una esperanza de rentabilidad mayor.

### **3.6. Estudio de la relación entre las características un activo financiero.**

En general, un activo deberá ser más rentable, cuanto mayor sea su riesgo y menor sea su liquidez, pudiendo establecerse la función:

$$\mathbf{R = F(L,r) \text{ siendo } \partial R/\partial L < 0 \text{ y } \partial R/\partial r > 0}$$

El signo negativo de la derivada parcial,  $\partial R/\partial L < 0$ , significa que la rentabilidad es función decreciente de la liquidez; a menor nivel de liquidez, mayor será el rendimiento exigido.

El signo positivo de la derivada parcial,  $\partial R/\partial r > 0$ , indica que la rentabilidad es función creciente del riesgo; a mayor valor de éste, mayor será el rendimiento exigible en el mercado.

Observamos que la rentabilidad de una inversión financiera es una recompensa al tenedor de los activos, no solo por haber renunciado temporalmente al poder de adquisición que produce la liquidez inmediata, sino también por soportar el riesgo de incumplimiento por parte del emisor de los títulos, esto siempre que nuestro marco de referencia sea un mercado financiero equilibrado. Sin embargo, en los mercados financieros coyuntural o estructuralmente desequilibrados, pueden darse curiosas contradicciones a todo lo anteriormente expuesto.

## 4. Mercados de capitales y variables monetarias.

### 4.1. Mercado de capitales.

El mercado de capitales por excelencia es la Bolsa que es un lugar donde se realizan operaciones de compra y venta de valores mobiliarios, que son documentos jurídicos acreditativos de la propiedad de partes alícuotas del capital de una sociedad anónima (Acciones) o de un préstamo a la misma (Obligaciones), o a entidades públicas (Deuda Pública) y que devengan una renta variable o fija según los casos.

Es un tipo de mercado financiero en los que se ofrecen y demandan fondos o medios de financiación a medio y largo plazo. Frente a ellos, los mercados de dinero son los que ofrecen y demandan fondos (liquidez) a corto plazo.

#### 4.1.1. Tipos de mercados de capitales.

##### a) En función de lo que se negocia en ellos:

- **Mercados de valores:** Son un tipo de mercado de capitales en los que se negocia la renta variable y la renta fija de una forma estructurada. Permite la canalización de capital a medio y largo plazo entre los inversores.

##### Renta fija

- AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros)
- **SENAF (Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros)** (SENAF) es la plataforma de negociación de Letras, Bonos y Obligaciones de Deuda Pública española).

##### Renta variable

- Bolsa de Madrid
- Bolsa de Barcelona
- Bolsa de Bilbao
- Bolsa de Valencia
- Latibex

Instrumentos de renta fija: Se entiende por instrumentos de "renta fija" aquellos instrumentos de inversión que entregan una rentabilidad conocida en un período determinado al momento de la inversión. Estos títulos representan una deuda para la entidad emisora (bancos, empresas, Estado, Banco Central, etc.). El deudor debe responder por la devolución íntegra del capital e intereses pactados.

El término fija, se refiere a la renta y no al precio, que está sujeto a las oscilaciones del mercado aunque no tan pronunciadas como sucede con las acciones. La variación en los tipos de interés y en el riesgo crediticio de las empresas (rating) provoca oscilaciones en el valor de las obligaciones.

Instrumentos de renta variable: Los instrumentos de "renta variable", son representativos de la propiedad o capital de una sociedad o empresa. Quienes compren estos títulos pasan a ser propietarios

o accionistas y, por lo tanto, obtendrán ganancias o pérdidas dependiendo de cómo le vaya a la empresa. Si le va bien habrá dividendos y un mejor precio del título en la Bolsa, y si le va mal, se deteriorará el dividendo y el precio en el mercado.

La denominación variable se relaciona con la variación que puede haber en los precios percibidos por concepto de dividendos. En tanto, los dividendos pueden ser en efectivo o en acciones.

- **Mercado de crédito a largo plazo** Forma parte del mercado de capitales y su función reside en proveer de recursos permanentes a las empresas. Dentro de éste se hallan los préstamos y créditos bancarios.

En función de su estructura:

- **Mercados organizados** (deben contar con un organismo).
- **Mercados no-organizados** (sin organismo).

En función de los activos:

- **Mercado primario:** El mercado primario es aquél en el que se emiten y ofrecen al público los títulos de renta fija por primera vez (suscripción).

A él pueden acceder únicamente el Banco de España, las sociedades y agencias de valores, las entidades de crédito españolas, las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas de otros Estados miembros de la Unión Europea.

- **Mercado secundario:** El mercado secundario de Deuda del Estado se divide en dos segmentos:
  - Mayorista: operaciones entre miembros del mercado primario.
  - Minorista: transacciones entre entidades gestoras y sus clientes.

Los inversores particulares pueden realizar operaciones de compra o venta en este mercado a través de los Intermediarios financieros de los mercados de valores.

En el mercado secundario, la totalidad de los valores emitidos por el Tesoro puede enajenarse sin necesidad de esperar a la fecha de vencimiento, transmitiendo la orden de venta al mercado de valores o a la entidad financiera en la que se adquirieron.

#### **4.1.2. Principios.**

Los principios en los que se basa el mercado bursátil son los siguientes:

**1.- Indiferencia Real:** Supone que los bienes intercambiados son homogéneos.

**2.- Indiferencia Personal:** Supone que la identidad de la persona o institución que ofrece o demanda el activo financiero, es irrelevante a la hora de fijar el precio de la compra / venta.

**3.- Indiferencia Espacial:** Las operaciones que se realizan en la bolsa no suponen el tener que pagar gastos adicionales de transporte, por rapidez de entrega, etc.

**4.- Indiferencia Temporal:** El bien que se ofrece en el mercado puede alcanzar precios diferentes en atención al plazo de entrega, ahora bien, para iguales plazos de entrega, los precios han de ser idénticos.

#### **4.1.3. Funciones de la bolsa.**

Se pueden agrupar en dos grandes apartados:

En primer lugar, la **Canalización del ahorro** que se ve facilitada por el hecho de que permite a cualquier inversor la posibilidad de acceso a actividades rentables de las grandes empresas.

En segundo lugar, el ahorrador dirige sus ahorros hacia actividades productivas, ya que el propio mercado proporciona un conjunto de precios de los diferentes valores, formados libremente en el mercado, y que tiende a reflejar la situación de las diferentes empresas.

Atendiendo al concepto de bolsa como **Mercado Financiero** y desde el punto de vista de los demandantes de fondos, tiene las siguientes funciones:

a) Ejerce el lazo de unión entre los mercados de dinero y de capitales a través de las operaciones a crédito, estableciéndose un factor compensador entre los tipos a corto y a largo plazo.

b) Facilita la obtención de fondos a largo plazo, tanto para el caso de acciones como de obligaciones.

Otras funciones que también se dan en los mercados bursátiles son las que hacen referencia a favorecer la financiación empresarial, someter a las empresas a la racionalidad económica siendo la cotización el precio que refleja la opinión del mercado sobre la marcha de la empresa.

También facilita al ahorro modesto las oportunidades de inversión y consiguiendo la estabilidad social, al hacer posible el incremento de los ahorradores - inversores.

En los Mercados de Capitales se negocian activos financieros emitidos a largo plazo, tanto en forma de deuda como de participaciones de capital, con diferentes grados de riesgo y liquidez.

#### **4.1.4. Operaciones bursátiles.**

Tienen la consideración de operaciones bursátiles las transmisiones por compra-venta de valores admitidos a cotización. Para la bolsa española solamente pueden efectuarse las *Operaciones al Contado*, que consisten en lo siguiente:

Supone que tanto comprador como vendedor, se obligan a liquidar en tiempo y forma determinados, mediante entrega de los correspondientes títulos y su contrapartida monetaria. **Si no se utiliza el crédito** por parte del comprador, la operación se denomina en la práctica bursátil como

**"Operación al Contado"**. En estas operaciones las obligaciones recíprocas de los contratantes deben de consumarse el mismo día de la celebración del contrato, efectuándose la entrega material de los títulos el mismo día de la operación o a lo sumo en el correspondiente periodo de liquidación (cinco días).

#### **4.1.5. Sistemas de contratación.**

##### **SISTEMAS**

En la actualidad y en la bolsa española existen dos sistemas:

- 1.- Sistema de "Corros" o de "Viva Voz".
- 2.- Mercado Continuo.

##### **1.- La contratación en "corros".**

Es el sistema utilizado durante mucho tiempo en las bolsas españolas, y que aún perdura, pero que ha perdido su importancia a la vez que se ha ido introduciendo la contratación por el mercado continuo.

El Corro es lugar "del Parquet" donde se reúnen los operadores para contratar un cierto tipo de valores en un horario y tiempo prefijado. Normalmente la duración es de diez minutos y la contratación se efectúa por el sistema denominado de "Viva Voz". En cada corro se negocian durante los diez minutos una serie de títulos, de tal forma que una vez finalizado dicho corro ya no se efectuarán compra-venta de dichos títulos hasta el día siguiente.

##### **2.- Mercado continuo.**

Se trata de un sistema de contratación asistida por ordenador y que compone el "Sistema de Interconexión Bursátil". Permite la actuación de operadores a distancia desde sus despachos y oficinas. Las órdenes de compra/venta se introducen por terminales y en las pantallas aparecen de forma constante y continua la situación del mercado en cada momento.

##### **TIPOS DE ÓRDENES.**

Los tipos de Órdenes pueden ser:

- 1.- **Limitadas**: Fijan un precio máximo o mínimo.
- 2.- **"A la Apertura"**: Se acepta que la oferta o demanda sea "Casada" al precio de apertura del mercado.
- 3.- **De Mercado**: No expresan límites de precio en la compra o venta, y pueden ser atendidas de forma parcial.



4.- **On Stop**: Condicionan su entrada al mercado a que se ejecute alguna operación al precio propuesto por las mismas. Por ejemplo, comprar X acciones de una sociedad si previamente se han vendido Y acciones de otra.

5.- **De Ejecución Mínima**: Especifican una cantidad mínima que deben de ser ejecutados como primera negociación.

6.- **Mercado de Términos Especiales**: Se negocian las ordenes que deben de ejecutarse por un volumen mínimo y a precios que no provoquen alteraciones en la negociación.

## 4.2. Las variables monetarias.

Entendemos por variables monetarias al panorama monetario del sistema financiero nacional, el cual incluye todos los distintos activos y pasivos del sistema financiero.

**PASIVOS**: son agregados monetarios como:

- Numerario en circulación y depósitos en cuenta corriente,
- Medio circulante y Cuasidinero,
- Liquidez total,
- Endeudamiento externo.

Por el lado de los **ACTIVOS** tienen:

- Las reservas monetarias internacionales netas.
- El crédito: puede ser interno, el sector público o al sector privado, o externo.

El estudio de estas variables debe hacerse observando sus variaciones con respecto al crecimiento del Producto Interior Bruto, sobre todo lo que respecta al crédito, lo cual permitirá formarse una idea de la magnitud de las presiones inflacionarias, y conocer si el crédito actúa como un elemento expansivo o restrictivo.

El análisis del comportamiento de las variables monetarias y financieras es uno de los principales elementos que permite explicar ciertos desequilibrios que se presentan en las economías.

## 4.3. Relación entre el mercado de capitales y las variables monetarias.

Tipos de interés como los precios del mercado de capitales.

### 4.3.1. Factores básicos de los tipos de interés reales.

El tipo de interés es un precio y, como tal, expresa una relación de intercambio. De modo que el tipo de interés expresa el valor de la relación de intercambio temporal de los recursos.

Por ejemplo, si consideramos cantidades de recursos físicos y si la economía es tal que hay 100 unidades de estos recursos que están disponibles para ser intercambiados por 115 unidades de recursos

idénticos el año que viene, y ese cambio se realiza efectivamente, diremos que en esa economía el tipo de interés es del 15%.

Ahora consideramos el conjunto de los recursos reales de que dispone la economía, y supongamos que podemos sumarlos y obtener así una magnitud significativa agregada, a la cual llamaremos  $R_0$  (stock de recursos disponibles en el período actual). Dichos recursos pueden ponerse a disposición de otras personas, por lo que para el propietario o tenedor previo hay un desplazamiento temporal de los recursos, es decir, en lugar de tenerlos disponibles ahora, los tiene en algún período futuro.

A partir de esto hemos considerado hacer dos preguntas claves: ¿De qué depende la efectiva transferencia de una cierta cantidad de recursos  $R_0$  al **período (t)**? y ¿Qué factores explican el cambio de recursos  $R_0$  por recursos  $R_1$ ?

- Para ello comenzaremos a estudiar el problema desde el punto de vista de los oferentes. Por lo general, los sujetos prefieren tener los recursos disponibles ahora que tenerlos en el futuro. Concretamente, estarían dispuestos a cambiar recursos  $R_0$  por recursos  $R_1$  situados en el periodo de tiempo siguiente, siempre que el volumen de esos recursos  $R_1$  fuesen suficientes para compensarles de su preferencia temporal por el presente. Los oferentes tienen su precio en relación al periodo de tiempo, por lo que expresaremos el **precio del tiempo como (T)**, de modo que renunciarán al uso presente de sus recursos si recibiesen:  $R_1 \geq R_0 (1+T)$ .

Dicho precio por unidad de tiempo no necesita ser constante, normalmente es variable, y creciente a medida que los demandantes tengan menos recursos actuales.

- En el caso de los demandantes solicitan los recursos porque desean invertir ahora una cantidad de recursos mayor de la que disponen y, por lo tanto, el exceso deben solicitarlo en préstamo. Supongamos que la inversión proyectada ofrece una tasa de **productividad anual ( $\mu$ )**.

Los demandantes están dispuestos a endeudarse y a pedir recursos prestados siempre que la cantidad a devolver sea tal que:  $R_1 \leq R_0 (1+\mu)$ .

En tanto,  $(\mu) > (T)$  habrá una demanda de recursos para desplazarlos en el tiempo que se corresponderá con la voluntaria renuncia temporal por los oferentes de dichos recursos a cambio de recibir una cantidad mayor en el periodo siguiente.

Por lo que, el valor de equilibrio de  $R_1$  y de  $R_0$  será aquel en que se satisfaga la relación:

$$R_0 (1+T) = R_0 (1+\mu) = R_1 = R_0 (1+i)$$

De este modo, hemos determinado el precio del intercambio temporal de los recursos, habremos llegado al tipo de interés, donde  $(1+i)$  sería la relación de cambio temporal efectiva de equilibrio. En consecuencia, el tipo de interés tendrá un valor  $i = T = \bar{u}$ , donde  $(T)$  y  $(\mu)$  serán los valores finales de equilibrio.

### 4.3.2. Tasas de interés y tasas de rentabilidad.

*La Tasa de Rentabilidad o de Retorno (TRE)* de un activo se define como el cociente entre los intereses recibidos y el capital invertido. La tasa se expresa normalmente en porcentaje y es fundamental especificar el plazo de tiempo al que va referida. Así, por ejemplo, si hemos invertido 1.500€ en un activo financiero que nos reporta unos intereses dentro de un año de 300€, la rentabilidad anual sería:

$$\frac{300}{1500} = 0,20 \Rightarrow TRE = 20\%$$

Este concepto es el más simple de rentabilidad. Para calcular la rentabilidad de situaciones más complejas, cuando se ven implicados no uno, sino varios capitales financieros, es necesario utilizar otros conceptos.

Anteriormente hemos hecho una explicación del tipo de interés, la cual no es completamente satisfactoria ya que nos referimos a un supuesto irreal, es decir, la transferencia de recursos se realiza en condiciones de ausencia de incertidumbre o de riesgo. Por lo que para explicar la relación entre tipo de interés y tasa de rentabilidad nos situaremos en un marco realista donde se reconozca la presencia de la incertidumbre. Para cada plazo, o para cada nivel de riesgo, la tasa de rentabilidad es siempre igual al tipo de interés más el valor de una prima que compense el riesgo soportado. La tasa de rentabilidad es la suma del precio del tiempo más el precio del riesgo.

Siempre que haya riesgo deberíamos hablar de tasas de rentabilidad, y no de tipos de interés. Sin embargo, a veces seguiremos empleando el término tipo de interés aunque se trate de tasas de remuneración correspondientes a activos financieros con riesgo, porque del contexto se podrá deducir si se trata de tipos de interés o de tasas de rentabilidad.

### 4.3.3. Los activos financieros y las tasas de remuneración nominales.

Cuando se intercambian recursos reales por otros recursos reales situados cada uno en momentos temporales distintos aparece el tipo de interés real. La contrapartida a la entrega de los recursos reales es el derecho a la percepción de una cantidad física igual a la entrega más un porcentaje de dicho principal expresado también en unidades físicas o materiales.

Habitualmente la contrapartida será un derecho de crédito expresado en valor nominal. La expresión de esta posición acreedora es lo que se llama un **activo financiero**. Siempre que el ahorrador, prestamista o acreedor reciba un activo financiero existirá un interés monetario.

Los activos financieros pueden ser de dos clases:

- **AF sin riesgo**, que lo definiremos como *AFF*. La tasa de remuneración correspondiente a éstos es el tipo de interés.

- **AF con riesgo**, que será lo más frecuente, lo designaremos con *AF*. La tasa de remuneración correspondiente a estos AF es lo que hemos llamado antes tasa de rentabilidad.

#### 4.3.4. El tipo de interés y la liquidez.

Para entender el concepto de liquidez suponemos que el dinero es útil no sólo como medio de pago, sino también como un activo, es decir, como una inversión, como un elemento integrable dentro de una cartera de títulos financieros.

Por lo que, el dinero, en cuanto activo financiero, aporta una definición específica, la liquidez. El dinero es útil porque puede transformarse de forma inmediata y **sin pérdida en elemento posibilitador del gasto**. El dinero es medio de pago, pero también activo financiero. Por tanto, la demanda de dinero, entendiendo por tal el deseo voluntario de tener retenida cierta parte del patrimonio en forma de dinero, se realiza para atender eventuales necesidades futuras de pago, o para imprevistos futuros, o bien para adquirir activos financieros o reales alternativos en el futuro.

El dinero tiene utilidad en cuanto medio de pago, pero también en cuanto activo líquido, éste aporta liquidez pero, en principio, no percibe remuneración alguna. En el caso de los títulos de Deuda Pública (DP) carecen de liquidez, pero perciben un interés a largo plazo. Los activos reales (AR) pueden utilizarse para consumo o para inversión.

En caso de que el individuo renuncie voluntariamente a tener dinero y adquiere títulos de DP estará intercambiando liquidez por interés. Por eso es por lo que el interés puede definirse como el precio de la liquidez.

Invertir su dinero significa incorporarlo de alguna forma a una actividad productiva: prestárselo al Estado como en el caso de un bono, ser parte del capital de una empresa como cuando compra acciones, o dárselo a un banco para que lo utilice en sus actividades financieras, entre algunos ejemplos. En algunos casos, recuperar el dinero puede ser tan fácil como pasar por el banco o hacer un llamado telefónico, y en otros puede requerir esperar un plazo pre pactado de días, meses o años. **A esto hace referencia el concepto de liquidez: cuán fácil es retirar el dinero puesto en una inversión. Algunas inversiones son más líquidas que otras.**

Por ejemplo, si usted compra cuotas de un fondo de dinero, podrá hacer extracciones cuando lo necesite, sin problemas y sin pagar penalidades. Si en cambio deposita su dinero en un plazo fijo, muy probablemente no podrá retirar el dinero hasta la fecha de vencimiento

#### 4.3.5. La pluralidad de los tipos de interés.

En los mercados de capitales se observan diversas tasas de remuneración monetarias. Por lo que, clasificamos en tres apartados las razones para la existencia de tasas de rentabilidad o de tipos de interés diferentes en los mercados de Letras de Tesoro, en los créditos bancarios o en las hipotecas:

- La primera son las razones ligadas a las características de los activos financieros.
- En segundo lugar encontramos las características del emisor del AF.
- Y, por último, están las razones ligadas a las características de los mercados.

Todas las razones anteriormente nombradas se pueden resumir en una sola: *las diferencias en el nivel de riesgo*.

En **relación a las características de los activos financieros**, la primera distinción es la existente entre activos sin riesgo (AFF) y activos con riesgo (AF). También deben diferenciarse entre activos financieros de renta variable y activos financieros de renta fija. Y, a su vez, deben diferenciarse según el plazo que media hasta su amortización. También tendrán distinta sensibilidad en relación a los diferentes factores de riesgo, y por tanto, diferente será su nivel agregado de riesgo.

Existe también el riesgo de valor capital. Ciertos activos financieros tienen un valor capital fijo, se reembolsan por un nominal constante, como es el caso de las obligaciones, mientras que otros tienen un valor capital variable, como es el caso de las acciones y los activos reales.

Otro factor de riesgo de renta es la inflación. En principio parece que de ver reducido el contenido real de su remuneración con la inflación, los títulos de renta fija corren un riesgo mayor que los títulos de renta variable.

También puede ser importante el riesgo de negociabilidad o de mercado que afecta de forma distinta a los activos financieros según sus características.

En cuanto a las **características de los emisores** es una de las razones en la que podemos encontrar mayor diversidad de tipos de interés. El mismo AF puede exigir un interés diferente según quien sea su emisor. Cada deudor económico comporta unos riesgos específicos de reembolso que se reflejarán en el tipo de interés que debe ofrecer para que se coloquen sus emisiones.

Por ejemplo, uno de los casos más claros y frecuentes es el menor tipo de interés que recibiría una emisión de Deuda Pública frente a una emisión de obligaciones privadas de igual plazo.

Por último, **en relación a los mercados**, éstos presentan imperfecciones derivadas de su propia estructura y funcionamiento, que proporcionan la variedad de tipos de interés. Así, existen grandes diferencias en la extensión del mercado de unos títulos y otros. Por ello, títulos perfectamente comparables en otros aspectos reciben o pagan diferentes intereses.

Los *títulos con mercados reducidos* tienen mayores dificultades de movilización y, en principio, aparecen asociados a tipos de interés más altos. Por otro lado, existen diferentes grados de accesibilidad a los mercados, es decir, no todos los demandantes de fondos pueden emitir iguales clases de títulos. Tampoco los inversores u oferentes de fondos tienen iguales posibilidades de inversión en todos y cada uno de los AF por varias causas, siendo las restricciones legales una causa frecuente, pero no única. No hay que olvidar la falta de neutralidad fiscal, que demasiadas veces provocan la segmentación de los mercados de capitales.

En el caso de que haya *una notable falta de sustituibilidad entre los títulos*, cuando los mercados padecen imperfecciones fuertes, la variedad de tasas de rentabilidad y de tipos de interés será muy

grande, y seguramente la información sobre los mismos será muy limitada, de modo que el total de estos tipos será muy poco estructurable alrededor de ciertos tipos de interés básicos. En caso contrario, cuando *las imperfecciones sean reducidas*, el total de los tipos existentes podrán estructurarse de modo que las relaciones y los márgenes existentes entre los diferentes tipos puedan explicarse de una forma general y sin hacer referencia a particularidades o imperfecciones.

#### **4.3.6. La estructura temporal de los tipos de interés.**

##### INTRODUCCIÓN

En la economía real podemos encontrar múltiples tipos de interés, en base a los cuales los agentes toman sus decisiones de inversión y financiación. Es destacable la variedad de activos financieros existentes, los cuales se diferencian por aspectos tales como el organismo emisor, el riesgo de impago, las provisiones de convertibilidad, el plazo de vencimiento, el tratamiento fiscal, etc. Sin embargo, las diferencias entre tipos de interés que comparten las mismas características y se generan en un mismo mercado se deben exclusivamente al *diferente plazo de vencimiento asociado a cada uno de ellos*. Esta relación se denomina **Estructura Temporal de los Tipos de Interés (ETTI)**. Puesto que la ETTI no se observa directamente, salvo en mercados como el interbancario, el de Letras del Tesoro o el euromercado, se requiere un proceso previo de estimación, para el cual se suelen considerar instrumentos de deuda pública, pues en ellos el riesgo de impago es inexistente.

La ETTI constituye una herramienta muy útil para los agentes económicos en general y para los operadores y analistas de los mercados financieros en particular. Conocer su comportamiento es básico pues contiene información importante desde distintas perspectivas económicas. Desde un punto de vista macroeconómico el interés es inmediato.

Mientras que las autoridades monetarias controlan los tipos a más corto plazo, las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos dependen de los tipos a largo. Por ello, conocer los determinantes de la ETTI permite comprender el impacto de la política monetaria en la economía, así como sus mecanismos de transmisión. Desde el punto de vista de las finanzas, el análisis de la ETTI es de especial importancia ya que permite la valoración de gran cantidad de activos financieros, la evaluación del riesgo, así como el diseño de estrategias de cobertura.

El análisis de los determinantes de La ETTI, que dadas las distintas dimensiones anteriores, se puede agrupar en dos bloques:

- Los estudios que parten de un enfoque macroeconómico.
- Los que lo hacen desde el punto de vista de las finanzas.

El *enfoque macroeconómico* se centra en la búsqueda de los determinantes de La ETTI en dos direcciones:

1.- A través del análisis de las primas por plazo y su relación con el resto de variables de la economía y,

2.- A través del análisis de las relaciones entre los tipos de interés al contado y los tipos futuros.

Generalmente **el objetivo** es contrastar las diferentes hipótesis teóricas establecidas sobre la ETTI: Expectativas, Hábitat Preferido, Preferencia por la Liquidez o Segmentación.

El *enfoque financiero* se interesa por llegar a fórmulas de valoración para los bonos a partir de las cuales determinar el comportamiento de la estructura temporal.

El conocimiento de la estructura de los tipos de interés que ofrece el mercado de capitales es una información de máxima utilidad:

- **Para los inversores**, porque les informa sobre cuál es la tasa de interés al contado correspondiente a cada plazo y, por tanto, le posibilita para elegir la inversión más adecuada.

- Es un dato básico en **las emisiones de títulos de renta fija** para elegir el plazo que más convenga al emisor en función del coste.

- Además **proporciona información sobre las previsiones del mercado** sobre los tipos de interés futuros.

#### CONCEPTOS BÁSICOS:

*Los activos que se aproximan* más al objeto de la estructura temporal son los activos de renta fija, en particular aquellos que se emiten al descuento (depósitos interbancarios y Letras del Tesoro). Estos activos, que se caracterizan por realizar un único pago en una fecha futura conocida, son denominados **bonos cupón cero**. *Los elementos* que componen el activo son el pago, conocido como valor nominal, la fecha en la que se realiza el mismo, denominada fecha de vencimiento, y el tiempo que queda para que llegue esa fecha, denominado plazo o madurez del bono.

*Los instrumentos* de deuda con plazos superiores al año prometen una corriente de pequeños pagos (cupones) en el futuro y un pago grande en la fecha de vencimiento (el último cupón más el nominal). Es posible considerar estos activos como carteras de bonos cupón cero. De todos modos, es necesario conocer los precios de los bonos cupón cero implícitos en estos activos para tener la estructura temporal completa, lo cual ha llevado al desarrollo de modelos y métodos para la estimación de la curva de tipos cupón cero.

Entendemos *por curva de tipos* a la relación, en un momento del tiempo dado, entre el rendimiento al vencimiento de los bonos al descuento y su madurez, entendida ésta como el periodo de tiempo que queda para que venza el bono. Generalmente esta curva tiene pendiente creciente, es decir, los tipos a corto plazo son menores que los tipos a largo. Sin embargo se pueden encontrar curvas

decrecientes (invertidas), planas y “jorobadas” (“jorobadas invertidas”) con tipos a medio plazo mayores (menores) que los tipos a corto y a largo.

#### 4.3.7. Los tipos de interés real.

El tipo de interés real (*ir*), o el tipo de interés puro, es el verdadero interés subyacente. Se calcula cogiendo el **tipo de interés nominal** y restándole la **tasa de inflación**. Es una magnitud que no puede observarse directamente y, por ello, el conocimiento de cuál sea el nivel del (*ir*) sólo puede hacerse a partir del conocimiento de los tipos de interés monetarios.

El interés real está ligado a la productividad del capital y a la preferencia temporal de los sujetos. Ya que dichos factores son relativamente estables, hay que esperar que de igual modo el (*ir*) sea bastante estable y que no experimente modificaciones bruscas.

A través del modelo expresado por Fisher pueden analizarse la relación entre los (*ir*) y los tipos de interés monetario (*im*).

Por ejemplo, si se entregan ahora 100 unidades del mismo bien (*x*) y pasado un año se reciben de vuelta 100 unidades más otras 12 unidades del mismo bien, estamos ante un intercambio temporal de recursos en el que el tipo de interés es del 12%.

Si el ahorrador, prestamista o acreedor recibe un AF, estamos ante un tipo de interés monetario. El acreedor recibe el derecho a reclamar dentro de un año un total de bienes cuyo valor se corresponda con el valor nominal del título.

La tasa de interés monetario que los oferentes de recursos querrán cobrar será el (*ir*) deseado más la subida esperada de los precios. En el caso de los demandantes, estarán dispuestos a pagar un determinado (*ir*) más el alza de los precios que se espera hasta el momento del pago de la deuda.

En consecuencia, el interés monetario de equilibrio a largo plazo será el interés real de equilibrio más la tasa esperada de elevación del nivel general de los precios.

$$\dot{i}_{monetario} = \dot{i}_{real} + pE$$

El (*im*) de equilibrio es el resultado de añadir la tasa esperada de crecimiento de los precios (*pE*) al tipo de interés real (*ir*) de equilibrio.

La tasa de interés real de equilibrio es el resultado de contraponer el (*ir*) que se ofrecen a pagar los que piden recursos con el (*ir*) que demandan los que están dispuestos a prescindir temporalmente de los mismos. De este modo se obtiene el (*ir*) del equilibrio cuando:

$$(ir)_{ofrecido} = (ir)_{demandado} = (ir)_{equilibrio}$$



## 5. Relación entre los tipos de interés y la oferta monetaria.

### 5.1. La Oferta de Dinero

La oferta de dinero, también llamada a veces oferta monetaria o liquidez, es la cantidad total de dinero que hay en circulación en la economía de un país en un momento determinado, capaz de influenciar notablemente en la producción, el empleo y los precios.

La oferta monetaria no sólo incluye el dinero líquido o efectivo, sino que además incluye el dinero bancario, quedando definida de la siguiente manera:

$$\text{Oferta Monetaria (OM)} = E + D$$

Donde “E” es el efectivo (billetes y monedas) en manos del público y “D” son los depósitos bancarios.

La forma que tenemos de medir la oferta monetaria es a partir de los *agregados monetarios*. Un agregado monetario puede definirse como la suma total de dinero en circulación dentro de una economía, e incluye además en este concepto a determinados productos de deuda con alto grado de liquidez.

1. Efectivo manos público	
2. Depósitos a la vista	<b>M1</b> (1+2)
3. Depósitos a plazo hasta 2 años	
4. Depósitos disponibles preaviso 3 meses	<b>M2</b> (1+2+3+4)
5. Cesiones temporales	
6. Participación fondos monetarios	
7. Valores no acciones hasta 2 años	<b>M3</b> (1+2+3+4+5+6+7)

J.M. O'Keefe      Dinero y Sistema Financiero

- **M1, Primer agregado monetario.** También conocido como oferta monetaria en sentido estricto, está formado por el denominado *dinero para transacciones*; instrumentos que se utilizan realmente para realizar las transacciones económicas (para comprar y vender bienes; acciones; bonos; etc. y para cancelar deudas).

Sus componentes son:

® **E**: el efectivo en manos del público o dinero legal, es decir, las monedas y billetes en circulación. El dinero legal es un activo financiero singular. Es un pasivo del banco Central que lo emite, y un activo de quien lo posee.

® **D**: el dinero bancario en forma de depósitos a la vista (cuentas corrientes), es decir, aquellos cuyos titulares pueden disponer inmediatamente con la entrega de una orden de pago dirigida al banco, ya sean cheques o tarjetas de crédito.

- **M2, Segundo agregado monetario**. También conocido como oferta monetaria en sentido amplio, es la que incorpora el dinero para transacciones, los depósitos de ahorro y/o los depósitos a plazo.

® Los **depósitos de ahorro** son aquellos de los que sus titulares pueden disponer inmediatamente, pero sin que sea posible hacerlo mediante cheques (son los conocidos popularmente como libretas de ahorro).

® Los **depósitos a plazo** son aquellos cuyo titular se ha comprometido a mantenerlos durante un plazo fijo a cambio de una remuneración, y no puede disponer de ellos hasta transcurrido ese plazo sin recibir una penalización. Se trata de los depósitos a plazo fijo de hasta dos años y los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses.

- **M3, Tercer agregado monetario**. Es el utilizado en la Unión Monetaria que incluye adicionalmente las cesiones temporales de dinero, las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores que no sean acciones y tengan una vida no superior a dos años.

## **5.2. La Creación del dinero. El Banco Central y los Bancos Comerciales.**

En los sistemas económicos actuales, el dinero es creado por dos procedimientos:

- **Dinero legal o dinero interno**, es el creado por el Banco Central mediante la acuñación de monedas e impresión de billetes (dinero como efectivo).
- **Dinero bancario o dinero externo**, es el creado por los bancos privados mediante las anotaciones en las cuentas de los clientes de los créditos suscritos y de otros compromisos de pago.

### **El Dinero legal y el Banco Central (BC)**

El Banco Central emite el dinero legal, crea la Base monetaria, e influye en el sistema bancario y su comportamiento.

En el caso del euro, la responsabilidad es del Banco Central Europeo, institución encargada de supervisar el sistema bancario y el único banco emisor que determina la cantidad de dinero legal que hay en circulación (monedas y billetes de curso legal).

La **base monetaria** es la suma del efectivo en manos del público y las reservas bancarias (efectivo en manos de las entidades de crédito y depósitos de éstas en el Banco Central).

**Base monetaria = efectivo manos del público + reservas bancarias**

El Banco Central determina la base monetaria y a partir de ahí los intermediarios financieros generan dinero bancario. Si vemos la composición del balance de un Banco Central, la base monetaria equivale al total de activos menos los pasivos no monetarios.

**- Si aumenta la base monetaria: creación de dinero**

Si aumentan los activos del Banco Central (incremento de las reservas de divisas, aumento del crédito al sistema bancario o al sector público) sin que aumenten los pasivos no monetarios, lógicamente tendrá que aumentar el pasivo monetario (creación de dinero). Si disminuyen los pasivos no monetarios, sin variación del activo, necesariamente tendrá que aumentar el pasivo monetario.

**- Si se reduce la base monetaria: destrucción de dinero**

Si disminuyen los activos del Banco Central sin que se reduzcan los pasivos no monetarios, llevará a una disminución de la base monetaria.

El banco central sólo puede controlar la base monetaria, aunque conociendo el funcionamiento del sistema bancario puede incidir sobre el dinero bancario a través del *tipo de redescuento* (interés que cobra el banco central a los bancos comerciales que acuden a descontar títulos previamente descontados por ellos) y el *coeficiente legal de caja*. Por tanto, el control de la base monetaria es el principal instrumento a través del cual el Banco Central determina la oferta monetaria.

Para controlar y regular la cantidad de dinero que existe en la economía, el Banco Central cuenta con la **política monetaria**, cuyo objetivo principal es controlar la inflación, pero también el crecimiento, el empleo, etc.

En apartados siguientes, veremos cómo los instrumentos de la política monetaria pueden influir en el sistema financiero

### **El Dinero bancario y los Bancos Comerciales**

El dinero bancario está formado por los depósitos bancarios, es decir, los distintos depósitos (a la vista, de ahorro o a plazo) que poseen los agentes económicos en los bancos comerciales.

Los bancos y cajas de ahorro tienen su actividad principal en la creación de depósitos bancarios, que también son dinero y que hoy en día constituyen la mayor parte del dinero en circulación. Su comportamiento da lugar a un proceso expansivo del dinero a partir del sistema de reservas por el que los activos de caja generados por el banco central se multiplican

Sin embargo, el dinero bancario no está respaldado íntegramente por dinero “tangible”, sino tan sólo una parte. Esta parte del dinero bancario que sí existe físicamente es lo que se denomina **reservas bancarias**.

Esto es así debido a las características del negocio bancario, basado en recoger fondos de los ahorradores para prestarlos a aquellos agentes económicos que necesiten financiación: cuando un

cliente ingresa dinero legal en un banco, se constituye un *depósito a la vista primario*. Posteriormente, con base en ese dinero, el banco abre nuevos depósitos a aquellos clientes que le solicitan préstamos, y, estos *depósitos a la vista derivados*, se movilizan también mediante cheques. De esta forma los bancos comerciales crean dinero, cobran intereses y actúan de intermediarios financieros.

Los bancos ampliarán su volumen de depósitos hasta el punto en que no tengan problemas de liquidez, para hacer frente a las diferencias entre entradas y salidas de dinero legal, realizadas por el público.

Por tanto, si en el mismo momento del tiempo todos los agentes económicos quisiéramos convertir nuestros depósitos bancarios en dinero efectivo, no sería posible, puesto que dicha cantidad de dinero “físico” no existe en la realidad.

Por ello, la creación del dinero por parte de los bancos comerciales es una función limitada legalmente, pues el banco ha de tener un total de depósitos que dependen del **coeficiente legal de caja**. Los bancos no van a poder prestar todo el dinero que reciben de los ahorradores sino que están obligados a mantener un porcentaje de sus depósitos en efectivo para hacer frente a las demandas de efectivo. A partir del 1 de enero de 1999 es el Banco Central Europeo quien fija este porcentaje denominado coeficiente legal de caja y que está fijado en un 2%. Paralelamente, la autoridad monetaria puede imponer un porcentaje adicional de reservas que los bancos deben mantener en efectivo, como medida de política monetaria.

Pero aunque el dinero bancario no esté respaldado por dinero físico, el motivo por el cual el dinero bancario es considerado como dinero por los agentes económicos, se fundamenta en la confianza que tienen dichos agentes, en que los depósitos pueden ser convertidos en dinero efectivo en cualquier momento.

#### **Ejemplo: Proceso de creación de dinero.**

è *Suponemos que una persona se dirige a una entidad bancaria a ingresar 100.000€. En contraprestación a esta entrega el banco realiza el abono correspondiente en su cuenta bancaria. Esos 100.000€ son dinero del cual podemos disponer y comprar mediante cheques o tarjetas. De esta cantidad el banco está obligado a mantener en reservas un porcentaje igual al coeficiente legal de caja (2 %). Calcula:*

- ¿De qué cantidad podrá disponer el banco para abrir nuevos depósitos?
- ¿Cuánto dinero puede crear el banco como máximo?

è Si el coeficiente legal de caja es de un 2%, aplicado sobre 100.000:  
 $100.000 \times 2\% = 2.000\text{€}$  Cantidad de dinero que el banco está obligado a mantener en reservas.  
Por tanto, si a los 100.000€ le restamos dicha cantidad:  $100.000 - 2.000 = 98.000\text{€}$  Cantidad restante que el banco podrá prestar un tercero.

Con esta operación el banco ya ha creado dinero, ya que por un lado existen 100.000€ en depósitos bancarios y por otro los 98.000€ en metálico.

Si la persona que ha obtenido este préstamo fuera a otra entidad financiera a depositar estos 98.000 Euros se repetiría el proceso. El banco se quedaría el 2 % en caja y prestaría 96.040 Euros creando más dinero. El proceso se podría repetir sucesivamente hasta que no se pudiera crear más dinero, es decir, hasta que no pueda conceder ningún préstamo o crédito.

Si se completara el proceso la cantidad máxima que se podría crear la obtendríamos aplicando la siguiente fórmula: **Depósito inicial / Coeficiente legal de caja.**

Así pues, en el ejemplo puesto anteriormente, para calcular la cantidad máxima de dinero que se podría crear haríamos lo siguiente:  $100.000 / 0,02 = 5.000.000 \text{ €}$

Al cociente  $1 / \text{Coeficiente legal de caja}$  se le denomina *Multiplicador bancario*, que será mayor cuanto menor sea el coeficiente de reservas. Es decir, si el banco central, como medida de política monetaria, decidiera en un momento dado elevar el coeficiente legal de caja, la cantidad de dinero que se podría crear sería inferior, ya que los bancos se quedarían un porcentaje superior de los depósitos que reciben.

Así pues, la variación del coeficiente legal afectará inversamente a la creación de dinero bancario, y, por consecuente, a la cantidad de dinero o oferta Monetaria (M/P)s y finalmente al tipo de interés (r).

$\uparrow$  coef. Legal de caja  $\rightarrow$   $\downarrow$  dinero bancario  $\rightarrow$   $\downarrow$  Oferta Monetaria  $\rightarrow$   $\uparrow$  r

### **5.3. La Política Monetaria y financiera. Relación entre Oferta Monetaria y tipo de interés.**

La *política monetaria* es una política económica que usa la cantidad de dinero como variable de control para asegurar y mantener la estabilidad económica. Por ello, el banco central para cumplir su objetivo fundamental de mantener la estabilidad de los precios y del tipo de cambio, utilizan sus mecanismos para impedir que la economía se aparte de su senda de crecimiento.

Si la economía se desacelera tratarán de relanzarla bajando los tipos de interés para impulsar la inversión y con ella el crecimiento. Y si la economía crece a un ritmo excesivamente elevado, tratarán de frenarla un poco para evitar que surjan tensiones inflacionistas que terminen por afectarle muy negativamente. Para ello intentarán aumentar los tipos de interés para reducir la inversión y enfriar el crecimiento.

**El tipo de interés es la variable clave que conecta el mercado de dinero con el mercado de bienes. Por ello, los bancos centrales aumentarán o reducirán la cantidad de dinero en el sistema**

**como medio de actuar sobre los tipos de interés, he ahí la estrecha relación entre una variable y otra.**

Si aumenta la oferta monetaria, disminuye el tipo de interés de equilibrio, lo que implica que para un determinado nivel de renta el tipo de interés es menor, y, en caso de que la oferta monetaria disminuyese, provocaría el caso contrario.

Los bancos centrales a través de la política monetaria pueden controlar con cierta eficacia la evolución del tipo de interés a corto plazo. Pero a largo plazo es el mercado (ley de oferta y demanda) quien los determina, dependiendo, en gran medida, de las expectativas de inflación.

Así, analizando los efectos que tiene la política monetaria sobre la economía de un país a corto plazo, podríamos decir que se trata de una serie de políticas de estabilización, bien, *expansivas*, o bien, *restrictivas*, que tienden a reducir o a ampliar la inversión respectivamente.

Los *instrumentos de la política monetaria* que tienen los bancos centrales para influir sobre la oferta monetaria son:

- A través de la *base monetaria*, con *operaciones de mercado abierto*, mediante las que el Banco Central inyecta liquidez si compra activos o detrae liquidez si los vende, y, controlando el *tipo de redescuento*, tipo al que presta dinero el Banco Central a los bancos comerciales.

- A través del *coeficiente legal de caja*.

Las denominadas *políticas monetarias expansivas* se aplican para aumentar la cantidad de dinero, lo cual se consigue a través de:

- Disminución del tipo de redescuento, los créditos serán más baratos por lo que las entidades financieras solicitarán mayores importes (expansión de la base monetaria).

- Compra de deuda pública a las entidades financieras, para aportar dinero al mercado.

- Reducción del coeficiente legal de caja, para que los bancos puedan conceder un mayor número de préstamos y créditos, creando así dinero bancario.

Mientras que las *políticas monetarias restrictivas* se aplican para reducir la cantidad de dinero, a través de:

- Subida del tipo de redescuento, los créditos que el Banco Central presta a las entidades serán más caros, luego las entidades financieras demandarán menos (contracción de la base monetaria).

- Venta de deuda pública a las entidades financieras, para quitar dinero del mercado a cambio de títulos.

- Aumento del coeficiente legal de caja, para dejar más dinero en el banco y menos en circulación.

En conclusión, la política monetaria junto con el conjunto de acciones de la autoridad monetaria, determina las condiciones bajo las cuales se proporciona el dinero que circula en la economía, con lo cual influye en el comportamiento de la tasa de interés de corto plazo. Por ello, la mejor contribución que la política monetaria puede hacer para fomentar el crecimiento económico sostenido es procurando la estabilidad de precios, ya que las decisiones de política monetaria del Banco Central influirán poderosamente en la tasa de inflación de la economía a largo plazo, y en su empleo y producción a corto plazo.

#### **5.4. Efectos de la Oferta Monetaria sobre los activos financieros.**

Entre los modelos de determinación de precios de las acciones, uno de los más aceptados es el que tiene como factor explicativo a las variaciones de la oferta monetaria. El razonamiento que sustenta este enfoque es simple: cuando el Banco Central incrementa la oferta monetaria a una tasa más alta que la esperada por los agentes económicos, éstos disponen de más efectivo que el necesario para sus transacciones corrientes, por lo cual destinan parte de ese exceso a la compra de activos financieros, incluyendo acciones. Mientras que la oferta de acciones permanece fija en el corto plazo, la mayor demanda eleva los precios.

El proceso puede tener un mayor nivel de complejidad, sin variar el resultado final.

Por ejemplo, el incremento en la oferta monetaria puede hacer que los agentes económicos aumenten sus compras de bonos, elevando el precio de éstos y reduciendo por tanto la tasa de interés. Como los bonos se vuelven menos rentables, algunos potenciales compradores de bonos se introducen en el relativamente más atractivo mercado de acciones, expandiendo la demanda por este sustituto de los bonos.

Otra vía puede ser que el incremento de la oferta monetaria reduzca las tasas de interés, eleve el gasto de inversión, lleve a mayor nivel de actividad económica, y aumente las utilidades de las empresas y mejorando los precios de las acciones.

En general, la importancia del dinero en la determinación de precios de los activos, en especial de las acciones, se deriva del hecho que la oferta funciona como indicador general de las expectativas económicas, así, los aumentos inesperados o la reducción de la tasa de crecimiento del dinero modifican la posición de equilibrio del dinero con respecto a otros activos.

# ANEXO.

Modificaciones y añadidos sobre aspectos contenidos en los siguientes puntos:

- La Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- Intermediarios, mediadores y desintermediación.
  - Clasificación de los activos financieros.
  - Mercados organizados y no organizados.

*Importante: los contenidos modificados prevalecerán sobre los anteriores.*



## **LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES.**

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) es el organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de cuantos intervienen en los mismos.

Fue creada por la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, que supuso una profunda reforma de este segmento del sistema financiero español. Las Leyes 37/1998 y 44/2002 han venido a actualizar la anterior, estableciendo un marco regulador adaptado a las exigencias de la Unión Europea, propicio para el desarrollo de los mercados de valores españoles en el entorno europeo, e incorporando nuevas medidas para la protección de los inversores.

El **objetivo** de la CNMV es velar por la transparencia de los mercados de valores españoles y la correcta formación de precios, así como la protección de los inversores. La CNMV, en el ejercicio de sus competencias, recibe un importante volumen de información de y sobre los intervinientes en los mercados, gran parte de la cual está contenida en sus Registros Oficiales y tiene carácter público.

La **acción** de la Comisión se proyecta principalmente sobre las sociedades que emiten u ofrecen valores para ser colocados de forma pública, sobre los mercados secundarios de valores, y sobre las empresas que prestan servicios de inversión y las instituciones de inversión colectiva. Sobre estas últimas, así como sobre los mercados secundarios de valores, la CNMV ejerce una supervisión prudencial, que garantiza la seguridad de sus transacciones y la solvencia del sistema.

### **Naturaleza.**

La Comisión Nacional del Mercado de Valores es un Ente de derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada.

La CNMV actuará con plena independencia en el ejercicio de sus funciones. El Gobierno y el Ministerio de Economía y Hacienda ejercerán respecto a la CNMV las facultades que les atribuye la Ley 24/1988, de 28 de julio, con estricto respeto a su ámbito de autonomía.

### **Funciones de la Comisión.**

La CNMV ejercerá las siguientes funciones:

- a) La supervisión e inspección de los mercados de valores.
- b) La supervisión e inspección de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de aquellos mercados.
- c) El ejercicio sobre tales personas de la potestad sancionadora.
- d) La autorización y verificación de sujetos y entidades que intervienen en el mercado de valores y de los instrumentos financieros, cuando así lo disponga la normativa vigente.

e) Las demás funciones que le atribuye el ordenamiento jurídico vigente.

La Comisión asesorará al Gobierno, al Ministerio de Economía y Hacienda y, en su caso, a los órganos equivalentes de las Comunidades Autónomas en las materias relacionadas con los Mercados de Valores, bien sea a petición de los mismos o por iniciativa propia.

La Comisión elaborará y dará publicidad a un informe anual en el que se refleje su actuación y la situación general de los mercados de valores. Asimismo, elevará anualmente a la Comisión de Economía, Comercio y Hacienda del Congreso de los Diputados un informe sobre el desarrollo de sus actividades y sobre la situación de los mercados financieros organizados.

La CNMV elaborará anualmente una memoria sobre su función supervisora. Esta memoria, que deberá ser remitida a las Cortes Generales y al Gobierno de la Nación, incluirá un informe del órgano de control interno.

Las entidades financieras que dependen de la CNMV son de diversas clases, según el ámbito de actuación de las mismas:

- Mercados de valores.
- Inversión colectiva.
- Titulización.
- Capital-Riesgo

### **ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO.**

Las entidades de **capital riesgo** son entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no cotizadas, generalmente no financieras y de naturaleza no inmobiliaria.

Las entidades de capital-riesgo pueden tomar participaciones temporales en el capital de empresas cotizadas en las bolsas de valores siempre y cuando tales empresas sean excluidas de la cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de la participación. Ejemplos de este tipo de adquisición ha sido la compra de las compañías Amadeus o Cortefiel por parte de entidades de capital riesgo.

El objetivo es que con la ayuda del capital de riesgo, la empresa aumente su valor y una vez madurada la inversión, el capitalista se retire obteniendo un beneficio.

Los fondos de capital de riesgo, canalizan grandes sumas de dinero hacia nuevos negocios de alto riesgo y alta rentabilidad, poniendo a disposición de una nueva generación de emprendedores suficiente cantidad de dinero como para enfrentarse a empresas ya existentes

La CNMV controla y supervisa las inversiones de las entidades de capital riesgo.

**Para dar comienzo a su actividad, las entidades de capital-riesgo deberán:**

- a. Haber obtenido la autorización previa del proyecto de constitución por la **Comisión Nacional del Mercado de Valores**.
- b. Constituirse mediante escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil. Para los fondos de capital-riesgo estos requisitos serán potestativos.
- c. Estar inscritas en el correspondiente registro administrativo de la **Comisión Nacional del Mercado de Valores**

Las Sociedades de Capital riesgo tienen actualmente en España más de 20.000 millones de euros para invertir en empresas atractivas. Sin embargo, reciben diariamente cientos de proyectos empresariales que debe discriminar con rapidez para quedarse con aquellos más interesantes. El ratio habitual es que invierten en uno o dos de cada cien proyectos que les llegan.

**Forma jurídica y clases.**

Las entidades de capital-riesgo pueden adoptar la forma jurídica de **sociedades de capital-riesgo o de fondos de capital-riesgo**.

Asimismo, las entidades de capital-riesgo pueden ser de dos clases: **régimen común o régimen simplificado**.

***Sociedades de capital riesgo:***

Son sociedades anónimas que podrán realizar su actividad por ellas mismas o a través de una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo.

El capital social suscrito mínimo será de 1.200.000 euros, debiéndose desembolsar en el momento de su constitución, al menos, el 50 % y el resto, en una o varias veces, dentro del plazo de tres años desde la constitución de la sociedad. Los desembolsos del capital social mínimo deberán realizarse en efectivo, en activos aptos para la inversión de las entidades de capital-riesgo o en bienes que integren su inmovilizado, no pudiendo superar estos últimos el 20 % de su capital social.

Los desembolsos adicionales al capital social mínimo o las posteriores ampliaciones de éste podrán realizarse, además, en inmovilizado o activos financieros aptos para la inversión.

El capital social estará representado por acciones, representadas mediante títulos, en cuyo caso serán nominativas, o mediante anotaciones en cuenta.

En el caso de las sociedades de capital-riesgo de régimen simplificado se permitirá la emisión de acciones de una clase distinta a la general de la sociedad que sólo podrán ser suscritas por los promotores o fundadores.

### ***Fondos de capital riesgo:***

Son patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo.

La condición de partícipe se adquiere mediante la realización de la aportación al fondo común. El patrimonio de los fondos de capital-riesgo se constituirá con las aportaciones de los partícipes y sus rendimientos. Éste estará dividido en participaciones de iguales características que conferirán a su titular un derecho de propiedad sobre el mismo.

El patrimonio mínimo inicial de los fondos de capital-riesgo será de 1.650.000 euros.

*El contrato de constitución habrá de ser inscrito en el registro administrativo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y en él deberá constar expresamente:*

- a. La denominación del fondo.
- b. El objeto.
- c. El patrimonio del fondo en el momento de su constitución.
- d. El nombre y domicilio de la sociedad gestora.
- e. El reglamento de gestión del fondo.

### **ENTIDADES DE INVERSIÓN COLECTIVA.**

Los fondos de inversión reúnen los ahorros de un grupo de ciudadanos y colocan su dinero en diferentes productos para obtener la máxima rentabilidad posible.

Los fondos disponen de profesionales y gestores que se encargarán de invertir en acciones, renta fija, derivados, divisas, deuda pública...

Son Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) aquellas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.

Las IIC tendrán forma de sociedad de inversión o fondo de inversión y podrán ser de carácter financiero o no financiero.

Corresponderá a la CNMV autorizar el proyecto de constitución de las sociedades y fondos de inversión.

Los elementos fundamentales de un fondo de inversión son los partícipes (inversores), la sociedad gestora y la entidad depositaria (normalmente un banco).

De manera similar a la participación que tiene un accionista en una sociedad, según el número de títulos que tenga en su poder, un partícipe en un fondo de inversión (la persona que pone a disposición

de este fondo sus ahorros) puede poseer una o varias participaciones, de manera que el precio de éstas suben o bajan diariamente, según los resultados que se obtengan de su gestión, es decir, dependiendo de si el gestor acierta y compra un activo cuyo precio sube a posteriori.

La suma de los valores de todas las participaciones que conforman un fondo de inversión da como resultado su patrimonio social.

Las IIC no podrán dar comienzo a su actividad hasta que no se hayan inscrito en el registro administrativo de la **CNMV** y se haya procedido al registro del folleto informativo correspondiente a la Institución.

Los hechos relevantes relacionados con la institución se harán públicos en la forma que reglamentariamente se determine, de conformidad con lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores, dando conocimiento de los mismos a la **CNMV**, y serán incorporados a los informes sucesivos para su información a los accionistas y partícipes.

### **Fondos de inversión.**

Los fondos de inversión son IIC configuradas como patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, incluidos entre ellos otras IIC, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario, y cuyo objeto es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.

La condición de partícipe se adquiere mediante la realización de la aportación al patrimonio común. El número de partícipes en un fondo de inversión no podrá ser inferior a 100. El patrimonio de los fondos de inversión se constituirá con las aportaciones de los partícipes y sus rendimientos.

### **Sociedades de inversión.**

Las sociedades de inversión son aquellas IIC que adoptan la forma de sociedad anónima. El capital de las sociedades de inversión habrá de estar íntegramente suscrito y desembolsado desde su constitución, y se representará mediante acciones. El número de accionistas de las sociedades de inversión no podrá ser inferior a 100.

### ***Clases de instituciones de inversión colectiva:***

Son IIC de carácter financiero aquellas que tengan por objeto la inversión en activos e instrumentos financieros.

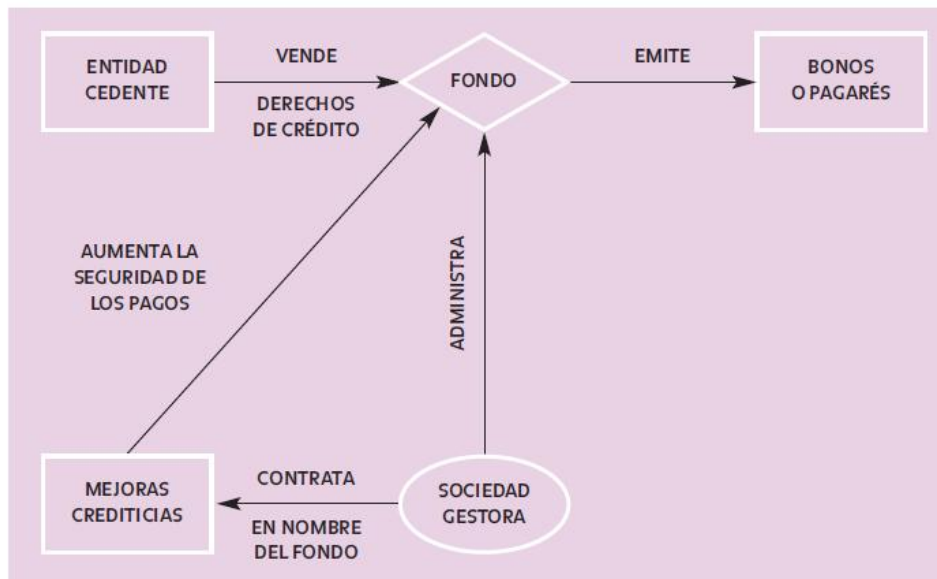
Son IIC de carácter no financiero todas aquellas que no estén contempladas en el artículo 29 de esta Ley

## TITULIZACIÓN

La **titulización** es un método de financiación de empresas basado en la venta o cesión de determinados activos, incluso derechos de cobro futuros, a un tercero que a su vez financia la compra, emitiendo los valores que se colocan entre los inversores. Las emisiones de bonos resultantes de este proceso cuentan generalmente con un rating muy elevado. Por sus características, suelen colocarse entre inversores institucionales.

**En España**, el método de titulización sigue los siguientes pasos:

1. La entidad que desea financiarse (cedente) vende los activos a un **fondo de titulización**, el cual carece de personalidad jurídica y está administrado por una sociedad gestora.
2. El fondo emite valores, que están respaldados por los activos adquiridos.



- Cuando la garantía consiste en préstamos hipotecarios cedidos por entidades de crédito, los valores emitidos son adquiridos por un **fondo de titulización hipotecaria**, que emite **bonos de titulización hipotecaria**.

- Cuando la garantía consiste en otros activos, estos son adquiridos por un **fondo de titulización de activos**, que emitirá **pagarés** o **bonos de titulización**.

Entre los *aspectos más relevantes* de la titulización destacan

- El fondo de titulización se configura como un patrimonio separado, de forma que la cartera titulizada queda fuera del alcance de los acreedores del cedente.
- Los valores emitidos están respaldados por los activos titulizados y no por la solvencia del cedente. Por ello, con la finalidad de aumentar la seguridad en el pago de los valores emitidos, neutralizar las diferencias de tipos de interés entre los créditos agrupados en el fondo y los valores

emitidos con cargo a él, y mitigar desfases temporales de flujos, se contratan por cuenta del fondo operaciones financieras denominadas mejoras crediticias.

- El riesgo financiero de los valores emitidos siempre es objeto de evaluación por una entidad calificadora (agencias de rating).

- Los titulares de los bonos emitidos con cargo al fondo, asumen el riesgo de impago de los activos agrupados en él.

- El riesgo de amortización anticipada de los activos del fondo, se traspasa a los titulares de los valores. En cada fecha de pago, los titulares de los bonos pueden soportar la amortización parcial de los mismos.

La **CNMV** tiene encomendada por ley la supervisión de las sociedades gestoras de fondos de titulización. Por otra parte, los folletos de las titulaciones son objeto de registro en la CNMV.

Estos valores se negocian en el mercado AIAF de renta fija.

## EJEMPLO REAL DE LA ACCIÓN DE LOS MEDIADORES E INTERMEDIARIOS

*Juan Tovias* es un particular mayor de 65 años y titular de algunas **acciones** del Banco Santander.

En el año 2008, buscando en que empresa invertir, se decidió por este banco por que fue uno de los que mayor crecimiento por beneficio registró por acción el año 2007, concretamente un aumento de 21,4% hasta alcanzar los 1,28€ Además, era uno de los principales bancos del mundo por capitalización bursátil y el primero de la zona euro.

Un año después, Juan Tovias se interesa por invertir en la compra de inmuebles y decide **vender sus acciones** del banco Santander para comprarse un adosado.

Para realizar esta gestión decidió que necesitaba el asesoramiento de un mediador que le facilitara y, a la vez, le agilizara la venta de sus acciones. Buscando información sobre **brokers** contactó con *Sebroker Bolsa*, una agencia de valores independiente miembro de Bolsa de Barcelona, Madrid, del mercado español de Futuros (Meff) y de las cuatro bolsas de Euronext (París, Amsterdam, Bruselas y Lisboa).

Sebroker sabe que la banca española está aprovechando el desplome bursátil para aumentar la autocartera y contacta con el propio *Banco Santander*.

En este año 2009 el número de títulos propios en manos del sector bancario ha crecido un 82% respecto a finales de 2008. El sector financiero ha perdido el favor del mercado este ejercicio, y los propios bancos han tratado de frenar el afán vendedor haciéndose con títulos propios, ya que la ley le permite la recompra de hasta un 5% de acciones propias.

Al *Banco Santander* le parece interesante la oferta y acepta la **recompra de sus propias acciones**.

*Se produce así la canalización del ahorro a la inversión a través de la labor de Sebroker Bolsa, que ha facilitado el movimiento de las acciones sin que exista transformación del mismo.*

Pasado unos años, *Juan Tovias* se ve necesitado de liquidez para afrontar algunos problemas económicos, pero es consciente que con la crisis inmobiliaria que estamos sufriendo o va a tener que rebajar bastante el precio de la vivienda o le va costar mucho vender su inmueble para recuperar la inversión realizada en el mismo. Por lo tanto, se documenta de cómo puede transformar su activo inmueble en activo líquido y acude al *Banco Popular* para que le informen sobre las “**Hipotecas inversas**”.

El *Banco Popular* le explica a *Juan Tovias* que lo que se denomina popularmente como hipoteca inversa es a un negocio vulgarmente explicado como la operación contraria a lo que habitualmente se



entiende por “hipoteca”. Es decir, si popularmente un hipoteca se entiende como una “compra a plazos” de la vivienda, esta operación se explicaría como “ir recibiendo a plazos el dinero que se obtendría de la venta de la vivienda” pudiendo continuar viviendo en ella.

Es decir, una hipoteca inversa realmente sería un crédito con garantía inmobiliaria que se contrata por un tiempo determinado previamente, generalmente entre 10 y 20 años, a un interés fijo o negociable. Un negocio por el cual una persona, como él, que posee un inmueble, recibe cada mes una renta determinada por la tasación del piso, la edad y sexo del solicitante y la forma de recibir el dinero (si lo desea cobrar de una sola vez o en forma de renta), sin dejar de estar la propiedad del piso en manos del titular.

A *Juan Tovias* le parece interesante la oferta y acepta las condiciones de la **Hipoteca inversa**.

*El activo inmobiliario de Juan Tovias se ha transformado en liquidez mensual, a través del producto financiero de la hipoteca inversa, actuando el Banco Popular como intermediario financiero.*

*Ahora, la entidad, en caso de que Juan Tovias al morir no deje herederos o éstos no hagan frente al pago del préstamo, podrá ejecutar la garantía del inmueble, o lo que es lo mismo, podrá vender el mismo para satisfacer la deuda y entregar a los herederos, si los hubiese, el dinero restante de la venta.*

## CLASIFICACIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS

### Primera clasificación: según su grado de liquidez relativa:

1º El dinero, tanto legal como bancario, es el instrumento financiero plenamente líquido, que representa un pasivo para la institución que lo genera:

- El tesoro si se trata de la moneda metálica.
- El banco emisor si se trata de los billetes de curso legal.
- Las entidades bancarias en el caso de los depósitos a la vista. (Cuentas de ahorro, cuentas corrientes o depósitos a plazo)

Deposito a la vista es aquel en que los bienes depositados pueden ser solicitados por el depositante en cualquier momento. Dinero que se deposita en cuenta corriente, por ejemplo, los depósitos bancarios que se pueden retirar sin aviso previo. Entrega de dinero títulos o valores a una institución bancaria con el objeto de que se guarden y se regresen mediante la presentación de un documento "a la vista" que ampare dichos bienes. Legalmente el depósito a la vista significa un crédito contra el activo de un banco; un ejemplo es la cuenta de cheques.

***Ejemplo:** IPF Solidaria de Caja Siete: tiene una rentabilidad del euribor -0.7 y este 0.7% es el que caja siete reserva para las ayudas solidarias. Otro ejemplo es la IPF de Bienvenida, para clientes nuevos que depositen de 3000€ en adelante, con un 4% de rentabilidad a tres meses, o el Depósito 7 a 18 meses que tiene un tipo de interés del 7% por 12.000€.*

2º Los fondos públicos, las obligaciones de sociedades privadas.

3º Los préstamos sin garantía real y los créditos comerciales. Su transformación en dinero sólo es posible, con carácter general, soportando ciertas pérdidas.

Segunda clasificación: Según la unidad económica emisora: se clasifican dependiendo de qué entidad emita los activos.

- Los que emite el Estado u otras Administraciones Públicas: (bonos del estado, letras del tesoro). Se pueden comprar y vender en el mercado primario o secundario.

#### • Rentabilidades última subasta:

- Letras a 3 meses
- 0,913 %
- Letras a 6 meses
- 0,974 %
- Letras a 12 meses
- 1,277 %
- Bonos a 3 años
- 2,498 %
- Bonos a 5 años
- 3 %
- Obligaciones a 10 años

- 4,201 %
- Obligaciones a 30 años

4,738 %

### Ejemplo:

#### El Tesoro Público anuncia los Bonos y Obligaciones que emitirá el segundo trimestre de 2009

- 2 de abril: Bono 3,90% octubre-2012; Bono 4,25% enero-2014.
- - 16 de abril: Obligación 4,60% julio 2019; Obligación 4,80% enero-2024.
- - 7 de mayo: Bono 2,75% abril-2012.
- - 21 de mayo: Obligación 5,75% julio-2032.
- - 4 de junio: Bono 4,25% enero-2014.

- Los que emiten los Intermediarios financieros: realizan la transformación de activos. Se trata por lo tanto de empresas que reciben unos inputs (dinero y activos financieros), lo transforman y lo convierten en outputs (dinero y activos financieros), aumentando el valor de los éstos.

Son las acciones emitidas por bancos o compañías de seguro, fondos de inversión.

**Ejemplo:** DINERCOOP, fondo de inversión que se comercializa en las Cajas Rurales. Éste es un FIAMM de baja rentabilidad y mucha seguridad ya que invierte en letras del tesoro y bonos del estado. El tiempo máximo de la inversión es de 18 meses.

- Los que emiten las empresas no financieras: (acciones, obligaciones, participaciones) son todas aquellas empresas que no sean ni el sector financiero ni administraciones publicas. Estas pueden cotizar o no en bolsa.

### Ejemplo:

*El capital de Canaryceras S.A. está formado por acciones que no cotizan en bolsa. Estas acciones se pueden negociar (vender y comprar) pero no a través de la bolsa.*

*Mientras que el capital de Telefónica también está formado por acciones, pero éstas cotizan en bolsa.*

Todas estas entidades se encargan de establecer la ordenación de los activos emitidos y puestos en circulación por cada una de estas entidades.

**Tercera clasificación: Según sean objeto de transmisión:** la transmisión es el acto por medio del cual, el cedente otorga a otra entidad, denominada cesionario, la posesión de ciertos activos financieros. Se puede realizar en:

- **Mercados primarios:** es el mercado de emisión, esto es, aquel en que los valores son ofrecidos a los inversores por primera vez. Por tanto, es un mercado en que los compradores (denominados suscriptores en el caso de la deuda pública) adquieren valores al emisor de éstos.

Por ejemplo, ésta transmisión se ve reflejada en la siguiente noticia:

*La compra de Unión FENOSA por parte de Gas Natural quema sus últimas etapas. El consejo de administración del gasista ha aprobado esa semana una ampliación de capital de 3.502 millones de euros, con derechos de suscripción preferente, a través de la emisión de 447,8 millones de nuevas acciones.*

*La operación, que supone multiplicar por dos el capital social de Gas Natural, se articula a razón de una acción nueva por cada título antiguo.*

- **Mercados secundarios:** Es el mercado donde se negocian valores previamente emitidos.

Por ejemplo, los valores de cualquiera de las siguientes empresas que se negocian en la bolsa.

IBEX 35		Buscar empresa:		Buscar	
Ticker	Nombre	Última transacción	Variación	Volumen	
ABG.MC	ABENGOA	9.65 € 20 mar	↓ 0.28 (2.82%)	223.491	
ABE.MC	ABERTIS	11.69 € 20 mar	↑ 0.16 (1.39%)	2.894.684	
ANA.MC	ACCIONA	84.00 € 20 mar	↑ 1.55 (1.88%)	271.544	
ACX.MC	ACERINOX	9.14 € 20 mar	↑ 0.28 (3.16%)	1.913.840	
ACS.MC	ACS	30.57 € 20 mar	↑ 0.07 (0.23%)	778.766	
POP.MC	BANCO POPULAR	4.33 € 20 mar	↑ 0.03 (0.70%)	25.967.160	
SAB.MC	BANCO SABADELL	3.64 € 20 mar	0.00 (0.00%)	3.339.639	
BTO.MC	BANESTO	5.90 € 20 mar	0.00 (0.00%)	370.574	
BBKT.MC	BANKINTER	0.00 € ----	0.00 (0.00%)	0	
BBVA.MC	BBVA	5.93 € 20 mar	↓ 0.03 (0.50%)	49.998.872	

## **MERCADOS ORGANIZADOS Y MERCADOS NO ORGANIZADOS.**

### **EJEMPLOS.**

- *Mercados organizados*: existen normas reglamentadas para su funcionamiento, tanto para la entrada como para la salida de los participantes, así como de calidad sobre los activos que se negocian, y específicas sobre la formación de los precios, y las que afectan a la información y publicidad de la misma. El clásico mercado financiero que se adapta a estas características son los denominados mercados bursátiles.

Los mercados financieros organizados, también suelen clasificarse distinguiendo entre mercados de contratación continuada o bien de forma discontinua en el tiempo en el que están abiertos.

Si se trata de un *mercado de tipo discontinuo*, nos encontramos con que solamente en un intervalo de tiempo es cuando se efectúan las transacciones, y que una vez que ha finalizado, será preciso esperar hasta el día siguiente para efectuar otra transacción.

En un *mercado de contratación continuada* existe la posibilidad de efectuar transacciones durante un periodo de tiempo más prolongado, generalmente durante la mañana y la tarde. El precio alcanzado, lo es en cada momento, siendo susceptible de modificaciones a lo largo del día. Es evidente que este sistema de contratación supone una mayor aproximación a la eficiencia de los mercados ya que por un lado al existir un mayor horizonte temporal para la fijación de los precios, quedan recogidas todas las expectativas y que son cambiantes durante la existencia del mercado.

Se trata de grandes mercados a plazo en que los contratos se realizan sobre materias primas, divisas, tipos de interés, acciones e índices bursátiles. En este tipo de mercado, los contratos están normalizados en cuanto a vencimiento e importe nominal, caracterizándose por la liquidez y la seguridad de las operaciones debido a un organismo que actúa de cámara de compensación.

Es en donde se realiza la negociación y contratación pública de contratos de futuros sobre activos financieros (bonos, depósitos, índices bursátiles, divisas) o materias primas.

**[Ejemplos de mercados organizados pueden ser: el Meff, o mercado de futuros español, el AIAF o Asociación de Intermediarios de activos Financieros o la Bolsa de Valores.](#)**

- Entendemos por el **Meff** a la sociedad Rectora de Productos Financieros derivados de renta fija y de renta variable, que se encarga de organizar en España los mercados de futuros , actuando además como cámara de compensación.

- Entendemos por **A.I.A.F. Mercado de Renta Fija S.A.** a un mercado organizado de deuda (o renta fija) en el que cotizan y se negocian los activos que las empresas de tipo industrial, las entidades financieras y las Administraciones Públicas Territoriales emiten para captar fondos para financiar su actividad.

Debido al alto volumen de contratación que se negocia, tiene la consideración de mercado mayorista. Los valores negociados son los pagarés de empresa, los bonos matador, los bonos u obligaciones domésticas, los bonos de titulación y las células hipotecarias.

El mercado AIAF surge al amparo de la Orden Ministerial de 1 de Julio de 1991. Desde esta fecha se convierte en un mercado organizado aunque sin carácter oficial. Con la entrada en vigor de la ley 37/1998, de 16 de Noviembre, se convierte en un mercado oficial y, por tanto, queda sometido a la supervisión y control de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

- Por último, **la Bolsa de Valores** también es un mercado organizado en el que se negocian públicamente la compra y la venta de títulos de renta fija (bonos públicos y privados) y variables (acciones).

- Los ***Mercados no-organizados*** son los denominados **O.T.C. (Over the Counter)**, donde el precio que se forma no es un precio de mercado, sino un precio de referencia que solo indica el acuerdo de las partes. Generalmente son mercados de búsqueda directa, es decir, mercado manejado directamente entre operadores y mandantes por vía telefónica o de red informática y no a través de un patio de operaciones (floor) regulado.

Negocia instrumentos financieros (acciones, bonos, materias primas, swaps o derivados de crédito) directamente entre dos partes. Este tipo de negociación se realiza fuera del ámbito de los mercados organizados.

#### **NOTA:**

**Un Swap, o permuta financiera**, es un contrato por el cual dos partes se comprometen a intercambiar una serie de cantidades de dinero en fechas futuras.

#### **Floor:**

(1) Contrato en que se fija un tope mínimo a los precios de interés por un periodo determinado.

(2) Es también el parque o área de contratación, en los mercados de mercancías y futuros el área de contratación suele llamarse "pit".

# **BIBLIOGRAFÍA**

## **Manuales y Libros:**

- *De Pablo López y L. Ferruz Agudo.* “Finanzas de empresa”
- *A. Cuervo García, J.A. Parejo Gámir, A. Calvo y L.Rodríguez.* “Manual de sistema financiero español” Ed.: Ariel economía Barcelona 1997
- *J.L. Sánchez Fernández de Valderrama.* “Curso de bolsa y mercados financieros” Ed.: Ariel economía 1996-2001
- *J.L. Martín Marín y A. Trujillo Ponce.* “Manual de Mercados Financieros”. Ed.: Thomson
- *Guía del Sistema Financiero Español. Analistas Financieros Internacionales.* Ed.: Empresa Global
- *Frank J. Fabozzi, Franco Modigliani y Michael G. Ferri:* “Mercado e instituciones financieras” Ed.: Prentice Hall.
- *J.A. Trujillo del Valle, C. Cuervo – Arango, F. Vargas Bahamonde:* “El Sistema financiero Español” Ed.: Ariel economía.
- *Vilariño Sanz:* “Sistema Financiero Español” Ed.: Akal.
- *R. Arguedas y M<sup>a</sup> T. Nogueras.* “Planificación, dirección y gestión financiera de empresas turísticas” Ed.: Ramón Areces

## **Páginas web:**

- Banco de España:  
<http://www.bde.es/>
- Tesoro público:  
<http://www.tesoro.es/>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores  
<http://www.cnmv.es/>
- Portal de educación financiera:  
<http://www.edufinet.com/>
- El Sistema Financiero:  
<http://www.gestiopolis.com/>
- Resúmenes financieros. Formación e Información financiera y empresarial:  
<http://usuarios.lycos.es/Masterdeluniverso/resumenesfinancieros.htm>
- Mercado de Capitales:  
<http://ciberconta.unizar.es/>
- Efectos de la Política Monetaria sobre la Economía:  
[www.banxico.org.mx/](http://www.banxico.org.mx/)
- Introducción a la Economía. Departamento de Economía, Universitat Jaume I:  
<http://www.eco.uji.es>

- Lic. Gabriel Leandro. Diagnóstico del entorno económico de la empresa  
<http://www.auladeeconomia.com/articulos6.htm>
- Jesus Lindon. Los bancos comerciales y la creación del dinero. Macroeconomía, Universidad  
politécnica de Valencia.  
[www.uam.es/personal\\_pdi/economicas/cronin/Tema1.ppt](http://www.uam.es/personal_pdi/economicas/cronin/Tema1.ppt)
- Luis Miguel Doncel Pedrera. Relación entre las variables monetarias y el mercado de capitales.  
Economía monetaria y financiera. Universidad Rey Juan Carlos.  
<http://www.fcjs.urjc.es/>
- Armando Cáceres Valderrama y Javier Negamine Akaimé. Efectos de la política monetaria sobre  
el mercado de acciones. Grupo de Análisis para el desarrollo. Notas para el debate 7.  
<http://www.grade.org.pe>
- Jose M<sup>a</sup> O'kean. El dinero y el sistema financiero:  
[www.jmokean.com/](http://www.jmokean.com/)