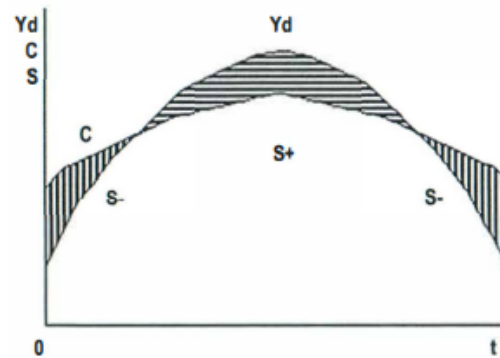


1. Sistema financiero y flujos financieros

- La **economía real** hace referencia al conjunto de operaciones referentes a la producción, consumo, inversión e intercambio, mientras que el **sector financiero** se refiere a los procesos de financiación.

- Modigliani explicaba en su *Teoría del ciclo vital* que los agentes distribuyen su consumo y ahorro (consumo futuro) con el fin de maximizar su utilidad en el tiempo. Así, el sujeto se endeuda cuando es joven, ahorra cuando es adulto, y vuelve a gastar lo ahorrado durante la jubilación.

Figura 1.1. Teoría del ciclo vital.



- El **ahorro** es la diferencia entre la renta disponible y el consumo, mientras que la **inversión** financia la formación de capital (para los hogares esto es sólo la adquisición de la vivienda). Diferencias entre estas magnitudes dan lugar a **capacidad o necesidad de financiación**.
- Un **instrumento financiero (IF)** es un reconocimiento de deuda que firma o emite un prestatario, quien recibe a cambio financiación, y lo entrega al prestamista que le ha facilitado los recursos correspondientes. Por lo tanto, el IF se considera tanto un activo como un pasivo, dependiendo de si somos el prestamista o el prestatario.
- La **financiación bruta facilitada** es precisamente todas las adquisiciones netas de activos financieros, mientras que la **financiación bruta recibida** son los pasivos netos contraídos. La diferencia entre los activos y pasivos netos dados se le denomina en la Cuenta Financiera las **operaciones financieras netas** y por lo tanto es igual a la capacidad o necesidad de financiación (CF o NF). Esto hace referencia a las operaciones, y no al total de activos menos pasivos, que denominamos **activos financieros netos o riqueza financiera**.
- En España, las Cuentas Financieras las elabora el Banco de España siguiendo la metodología del SEC 2010 (Sistema Europeo de Cuentas), de aplicación obligatoria en todos los miembros de la UE. El SEC establece cinco sectores económicos básicos:
 - (1) *Instituciones financieras*: bancos, fondos de inversión, BdE...
 - (2) *Administraciones públicas*: Administración central, Comunidades Autónomas,...
 - (3) *Sociedades no financieras*: empresas anónimas, o de responsabilidad limitada sin carácter financiero
 - (4) *Hogares e instituciones sin ánimo de lucro al servicio de los hogares*: individuos y familias que operan como consumidores o empresarios individuales, e ONGs
 - (5) *El resto del mundo*: se recogen las operaciones entre España y el exterior
- Los cuadros siguientes muestran el **balance financiero** (recuento de los activos y pasivos), que es de carácter estático, en el cuarto trimestre de 2020; y la **cuenta de operaciones financieras**, que es de carácter dinámico.

CUENTAS FINANCIERAS - SEC 2010
Cuadros generales
2.1 Resumen por sectores y operaciones. Cuentas no consolidadas. 2020-IV
millones de euros

Código	TOTAL ECONOMÍA/ (no consolidada)/ TOTAL ECONOMY (unconsolidated)	Instituciones financieras/ Financial institutions						
		Total/ Total	Banco de España/ Banco de España	Otras ins- tituciones financieras/ monetarias/ Other monetary financial institutions	Fondos de inversión no monetarios/ Non-monetary investment funds	Otras ins- tituciones financ. no monetarias/ Other non-monetary financial institutions	Empresas de seguros/ Insurance corporations	Fondos de pensiones/ Pension funds
	S.1	S.12	S.121	S.122/3	S.124	S.125/6/7	S.128	S.129
BALANCE FINANCIERO								
I. ACTIVOS FINANCIEROS	AF	10.856.447	5.135.232	1.032.405	2.803.221	315.843	505.398	329.093
Oro monetario y D.E.G.	AF.1	16.959	16.959	16.959	-	-	-	-
Efectivo y depósitos	AF.2	2.708.239	1.275.406	435.498	555.395	33.010	222.646	17.907
Valores representativos de deuda	AF.3	1.542.517	1.480.481	578.359	477.556	118.882	3.059	239.145
Préstamos	AF.4	2.184.515	1.431.788	194	1.397.525	1	29.742	4.312
Participaciones en el capital y en fondos de inversión	AF.5	3.170.969	699.309	1.250	221.900	160.054	212.518	44.687
Seguros, pensiones y garantías estandarizadas	AF.6	428.420	25.822	-	-	-	-	10.051
Otros activos	AF.7/8	804.828	205.467	146	150.845	3.896	37.434	13.011
TOTAL		10.856.447	5.135.232	1.032.405	2.803.221	315.843	505.398	329.093
II. ACTIVOS FINANCIEROS NETOS (=I-III)	BF.90	-925.130	78.604	39.031	53.709	-3.226	9.187	-13.697
III. PASIVOS	AF	11.781.578	5.056.628	993.374	2.749.512	319.069	496.212	342.791
Oro monetario y D.E.G.	AF.1	3.333	3.333	3.333	-	-	-	-
Efectivo y depósitos	AF.2	3.147.021	3.142.062	941.121	2.200.942	-	-	-
Valores representativos de deuda	AF.3	1.981.623	451.905	-	266.209	-	185.527	169
Préstamos	AF.4	2.324.937	93.938	-	164	536	85.140	8.068
Participaciones en el capital y en fondos de inversión	AF.5	3.127.601	772.607	46.465	151.672	316.854	205.323	52.094
Seguros, pensiones y garantías estandarizadas	AF.6	420.765	418.033	-	5.834	-	-	256.728
Otros activos	AF.7/8	776.299	174.750	2.456	124.491	1.679	20.222	25.732
TOTAL		11.781.578	5.056.628	993.374	2.749.512	319.069	496.212	342.791
CUENTA DE OPERACIONES FINANCIERAS								
I. ADQUISICIONES NETAS DE ACTIVOS FINANCIEROS F		124.569	85.547	33.509	21.651	1.604	27.650	-1.934
Oro monetario y D.E.G.	F.1	5	5	5	-	-	-	-
Efectivo y depósitos	F.2	21.906	23.478	3.025	292	781	19.927	-1.864
Valores representativos de deuda	F.3	25.817	28.524	30.477	3.001	-2.995	-7	-1.752
Préstamos	F.4	21.555	9.326	1	9.814	-	-296	-194
Participaciones en el capital y en fondos de inversión	F.5	1.536	7.891	-4	4.775	5.207	-4.217	760
Seguros, pensiones y garantías estandarizadas	F.6	2.141	1.824	-	-	-	-	1.105
Otros activos	F.7/8	51.608	14.500	5	3.769	-1.390	12.243	11
TOTAL		124.569	85.547	33.509	21.651	1.604	27.650	-1.934
II. OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (=I-III)	B.9	6.479	16.313	447	7.278	28	10.861	-2.305
III. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS	F	118.090	69.234	33.062	14.373	1.576	16.789	371
Oro monetario y D.E.G.	F.1	-	-	-	-	-	-	-
Efectivo y depósitos	F.2	57.773	57.775	33.729	24.046	-	-	-
Valores representativos de deuda	F.3	-4.078	7.820	-	-3.841	-	11.661	-
Préstamos	F.4	24.477	3.673	-	-58	-2	4.459	-729
Participaciones en el capital y en fondos de inversión	F.5	659	657	-	772	1.362	-1.578	102
Seguros, pensiones y garantías estandarizadas	F.6	1.126	1.177	-	505	-	-	-1.641
Otros activos	F.7/8	38.232	-1.869	-668	-7.051	216	2.247	2.639

- Desglosando por sectores, las instituciones financieras y los hogares tienen un saldo favorable, mientras que las Administraciones públicas y las Sociedades no financieras tienen un saldo negativo. La diferencia se compensa con el resto del mundo.

2. Principales elementos del sistema financiero

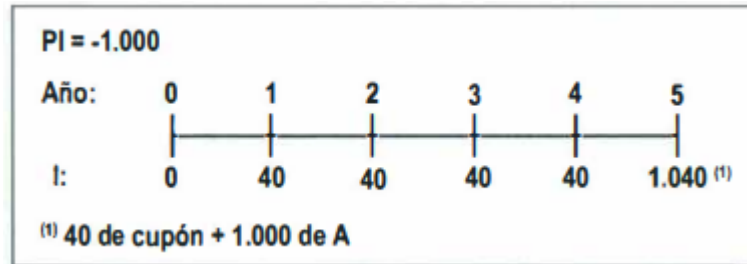
Instrumentos Financieros

- Los **instrumentos financieros (IF)** son reconocimientos de deuda emitidos por un prestatario, que recibe la financiación, y adquirido por un prestamista. La oferta de IF la realizan los agentes deficitarios y su demanda los excedentarios. Los IF tienen tres rasgos:
 - (a) **Liquidez.** Se entiende por facilidad y certidumbre de su rápida conversión a dinero sin sufrir pérdidas. Ésta depende de la existencia y volumen de *mercados secundarios* donde se pueda vender ese IF, y que el *riesgo de mercado*, es decir, la banda de fluctuación de precios negociados en ese mercado, sea pequeño.
 - (b) **Seguridad.** Es la probabilidad de que, al vencimiento del IF, el emisor proceda a devolver el crédito concedido. Ésta depende de la solvencia actual y del plazo de tiempo hasta el vencimiento (cuanto mayor el plazo, mayor la incertidumbre). También dependerá de las garantías incorporadas al IF, ej. un préstamo hipotecario garantizado mediante una hipoteca.
 - (c) **Rentabilidad.** Es la capacidad de producir rendimientos. Se mide como la corriente de ingresos que se obtiene en un periodo de tiempo, y se suele expresar en tipo de interés. Ésta puede ser:
 - (i) *Nominal*: relacionada con el valor nominal del IF.
 - (ii) *Efectiva*: tiene en cuenta el precio o cotización existente en ese momento en el mercado.
 - (iii) *Real*: se le resta a la efectiva la inflación esperada.
- La *innovación financiera* se refiere al proceso de creación de nuevos tipos de IF, con diferentes tipos de L, S y R.

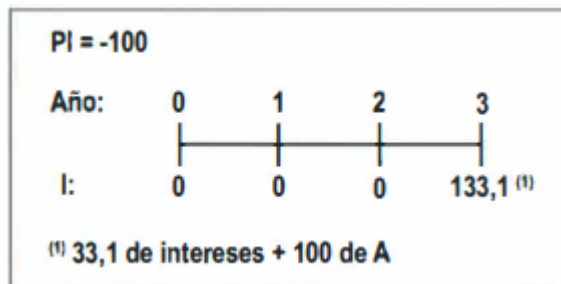
Clases de Instrumentos Financieros

- En función del emisor:
 - (a) *Públicos* o *privados*, es decir, emitido por algún organismo de las AA.PP. o por entidades privadas.
 - (b) *Directos* (emitidos por las unidades finales de gasto, ej. hogares, para financiarse directamente) o *indirectos* (emitidos por intermediarios financieros, no para obtener recursos para ellos mismos, sino para financiar posteriormente a las unidades finales de gasto).
- Conforme a la residencia del emisor:
 - (a) Nacionales (Letras del Tesoro Español, préstamos firmados por residentes, ...)
 - (b) Extranjeros (acciones de Volkswagen, Tesoro de EEUU, ...).
- Por la forma de emisión:
 - (a) Emitidos singularmente: emisión individualizada de un IF cuyas condiciones han sido negociadas directamente, ej: una hipoteca.
 - (b) Emitidos en serie: emisión conjunta de IF con las mismas características, ej: acciones del banco santander.
- Rentabilidad variable (depende de resultados económicos del emisor) o renta fija (los cuales incluyen los intereses fijos, pero también los variables).
- Por la forma de abonar los rendimientos:

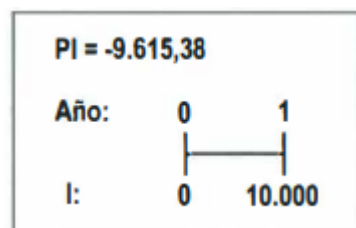
- (a) **Cupón periódico:** cuando el tenedor recibe intereses en unas fechas determinadas. Ej: bonos del Tesoro a cinco años con cupón anual del 4% con un valor nominal de 1000\$ (en total recibe $1000 + 40 \cdot 5 = 1200$).



- (b) **Cupón cero.** Se acumulan los intereses y se pagan todos al final, ej: precio nominal de 100\$ con un interés del 10% (es compuesto el interés).



- (c) **Al descuento o al tirón.** Utilizada en IF a corto. El adquirente abona una cantidad inferior al nominal. Ej: pagaré de una empresa de 10.000\$ y una rentabilidad del 4% (ie. $9.615,38 \cdot 1,04 = 10.000$).



- Por su naturaleza jurídica. Pueden ser
 - (a) **Títulos** en los que los derechos y obligaciones se hallan incorporados en un soporte físico. Pueden ser **nominativos** cuando aparece el nombre del titular, o **al portador** cuya titularidad se justifica por la simple posesión del IF.
 - (b) **Anotaciones a cuenta**, sin una materialización física, son meros registros contables.
- Atendiendo a su vencimiento, pueden ser a corto, medio y largo plazo. A corto hasta los 18 meses, el medio entre los 3 y 5 años, y largo el resto. Las letras del Tesoro y los pagarés son a corto, los bonos de Estado y préstamos personales suelen ser a medio, y las obligaciones del Estado o los préstamos hipotecarios a largo.
- La garantía puede ser
 - (a) **Garantía personal:** basados exclusivamente en la solvencia del emisor, como los depósitos.
 - (b) **Garantía real:** se añade una garantía adicional incorporado en el IF, como los préstamos hipotecarios.
- También se puede ordenar según su liquidez.

- Un **mercado financiero** es un lugar o mecanismo en el que se compran y venden IF y se determinan precios y volúmenes negociados. El precio del IF se le denomina **cotización**, y se puede expresar en unidades de la moneda nacional, o como porcentaje del valor nominal de IF.
- Se distingue entre **mercados primarios o de emisión**, que son donde nacen los IF y por lo tanto donde se facilita la financiación al emisor. Ejemplos incluyen los mercados de deuda pública, de acciones, títulos hipotecarios, ... El **mercado secundario** es aquel que recoge las compraventas posteriores a la primera emisión, es donde cambia de propietario el IF.
- Los **mercados monetarios** se caracterizan porque en ellos se negocian IF al por mayor, de gran seguridad y elevada liquidez. Ejemplos son los de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado, pagarés de empresa, certificados de depósito, ... Los **mercados de capitales** recogen operaciones de financiación a medio y largo plazo dirigidas a financiar inversiones duraderas. Se dividen en otros dos submercados: el de valores y el de crédito a largo plazo. Incluyen los mercados de acciones.
- Existen **mercados directos**, los IF emitidos por los demandantes últimos de financiación son adquiridos por los oferentes finales de financiación, y los **mercados intermediados** donde al menos un participante es un intermediario financiero.
- Distinguimos entre **mercados al contado y a plazo**. En las operaciones al contado, coinciden las fechas de contratación y de liquidación, o difieren por un par de días sólo. Las bolsas de valores y el mercado de divisas son ejemplos.
- Finalmente, los mercados pueden ser **organizados** cuando operan a través de una serie de normas y reglamentos, como los mercados bursátiles, o los mercados no organizados (*over the counter* en inglés), donde no se precisa un agente mediador.

Operaciones en los Mercados Financieros

- Operaciones a plazo a medida y normalizados
Imaginemos que una empresa compra ordenadores por valor de 240 mil dólares, a pagar dentro de tres meses. De acuerdo con el tipo de cambio (1 euro=1.20\$), la operación le costaría 200 mil euros. Sin embargo, la empresa no sabe a cuánto cotizará el dólar dentro de tres meses (si cotiza a 1 euro=1\$ tendría que pagar 240 mil euros). Puede hacer una compra de dólares a plazo para cubrir parte del riesgo:
 - (a) Puede hacer **a medida**, adquiriendo a plazo los 240 mil \$ a un tipo de cambio pactado hoy. Sólo tendrá que ir en tres meses y dar el dinero en euros y recibirá los dólares.
 - (b) Puede hacer una **operación normalizada**, donde hace operaciones por volúmenes y plazos estandarizados, ie. puede hacer compras fijas de dólares en plazos fijos.
- Cuando hay una entrega de un IF, se puede dar una **liquidación con entrega** en el que un parte entra el IF y la otra el pago de su importe en dinero. También existe la **liquidación por diferencias**: si una empresa había contratado 240.000 dólares a plazo al precio de 1 euro = 1.15\$ y ahora cotiza a 1.10\$, en vez de la empresa abonar los euros y luego el deudor los dólares, se le daría $240.000/1,15 - 240.000/1,1 = -9.486,16$ euros, y dejaría que la empresa lo comprase en el mercado de divisas.
- Una **operación doble** es aquella en la cual constan dos compraventas de signo opuesto, entre los mismos participantes, relativas a la misma clase y cantidad de IF.

Por ejemplo, cualquier adquisición de un IF que se mantiene en el tiempo hasta una amortización, donde una vez transcurrida la otra parte le devuelve el importe correspondiente y consigue a cambio el IF previamente emitido, es una operación doble. En las **operaciones simples** intervienen diferentes compradores o vendedores en alguna de las dos compraventas.

Intermediarios Financieros

- Los intermediarios financieros *adquieren instrumentos financieros directos* (concediendo préstamos por ejemplo) que tienen niveles reducidos de liquidez y seguridad, y los *transforman en otros indirectos*, más líquidos y seguros.
- Podemos distinguirlos entre **intermediarios bancarios y no bancarios**. El primer tipo de IIFF tiene la capacidad de crear un pasivo financiero que se caracteriza por ser generalmente aceptado como medio de pago. Pueden ser bancos centrales, que crean *dinero legal* y bancos comerciales, cajas de ahorro, etc. que crean *dinero bancario*, ie. el que vemos en nuestras cuentas. Los restantes IIFF no bancarios son los fondos de inversión o de pensiones, compañías de seguro, etc. También distinguimos entre las operaciones que realice, que serán **al por mayor** si sólo operan con grandes volúmenes, caso de las grandes empresas, o **minoristas** si lo hacen en pequeñas cantidades con el público en general.

Sistema Financiero

- Definiremos al **sistema financiero** como un conjunto articulado de flujos financieros movilizados mediante instrumentos financieros, cuyos precios, cantidades y demás condiciones se determinan en los correspondientes mercados a los que concurren intermediarios financieros y agentes no financieros de la economía.
- Algunas funciones son: trasvasar recursos de las unidades con capacidad de financiación a las que tienen necesidad de ella, control y disciplina de la actuación de los agentes de la economía real, y gestión del sistema de pagos de la economía.

3. El sistema financiero español

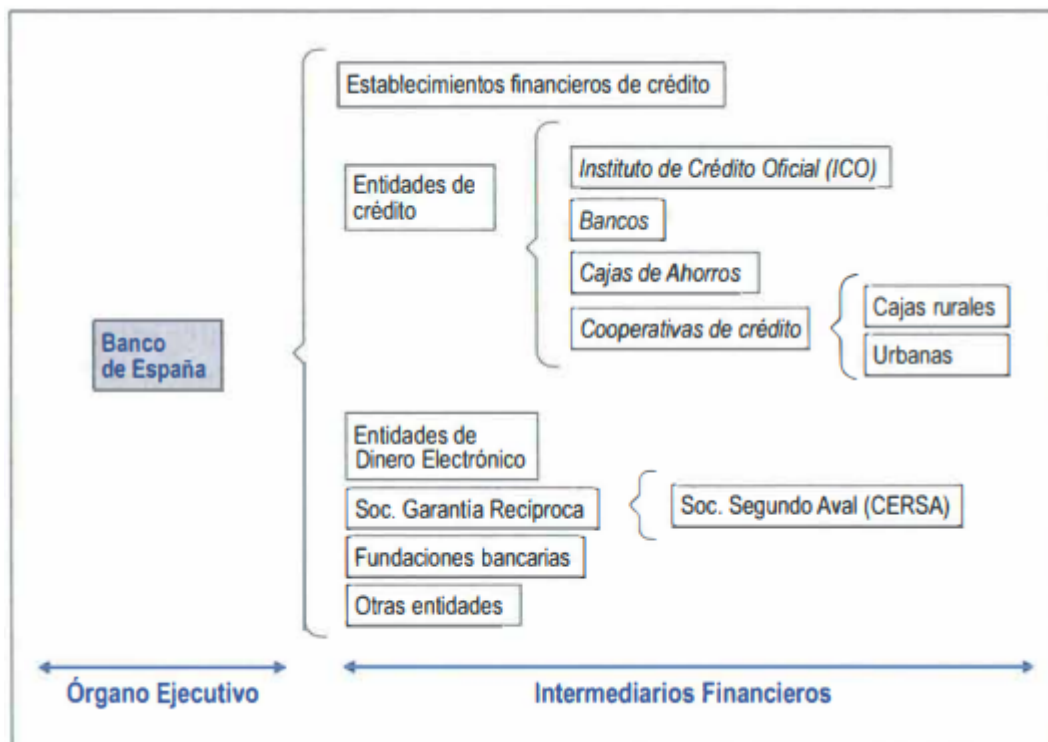
Estructura institucional del sistema financiero español

- La política financiera intenta tener un sistema financiero *estable*, que evite perturbaciones que afecten a la comunidad, y que proteja a los consumidores. Los órganos encargados son el Gobierno, las comunidades autónomas y la UE. Luego, los **órganos ejecutivos** son encargados de poner en práctica o ejecutar las normas elaboradas por los órganos políticos además de supervisar a los intermediarios y mercados financieros de los que son competentes. También se les denomina **supervisores**. Existen tres subsistemas que componen el sistema financiero en función de las especificidades de financiación: de crédito, de valores y de seguros. A cada uno de ellos corresponde en España un órgano ejecutivo especializado:
 - (a) Banco de España (BdE)
 - (b) Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)
 - (c) Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSyFP).
- Un esquema similar al español es el que siguen las tres autoridades *supervisoras microprudenciales* europeas (que estudian a nivel individual): Autoridad Bancaria Europea (EBA), Autoridad Europea de Mercados y Valores (ESMA) y Autoridad Europea de Seguros y Fondos de Pensiones (EIOPA). El sistema europeo de supervisión financiera se completa con la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), así como al Comité Mixto de las Autoridades Europeas de Supervisión y las autoridades nacionales de supervisión.

El Subsistema Crediticio

- El **subsistema crediticio** es el que más protagonismo tiene en la canalización de recursos hacia empresas y familias. Este subsistema se financia mediante financiación bancaria (depósitos de ahorradores) y mediante el mercado. Ahora mismo el 40% de la financiación proviene de los mercados en España, mientras que el UK está por encima del 80% y en EEUU del 70%.
- El BdE fue responsable de la política monetaria hasta 1999, pero ahora comparte competencias con el resto de bancos centrales de la unión monetaria en el **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)**. Desde la creación en 2013 del **Mecanismo Único de Supervisión (MUS)**, el BdE colabora con el BCE en la supervisión de las entidades de crédito. El BCE supervisaba en 2020 115 entidades significativas de la UE, 12 de ellas españolas, mientras que el BdE supervisaba directamente otras 59 entidades menos significativas.
- El BdE también facilita la existencia de un sistema de compensación. El **TARGET2-Banco de España** hace grandes pagos en euros en tiempo real para liquidar transferencias entre entidades financieras en la UE. Las entidades que han intercambiado entre sí documentos procedentes de sus clientes se lo mandan al TARGET2 y este procede a calcular su saldo neto. El **Servicio Nacional de Compensación Electrónica (SNCE)** hace lo mismo pero al por menor entre entidades de crédito y sus clientes (cheques, ...). Además, como sistema de pagos se ha introducido el **SEPA (Zona única de Pagos para el Euro)**, por el que particulares y empresas puedan efectuar pagos en toda la zona del euro, sin necesidad de hacerlo en efectivo, desde una cuenta única situada en cualquier país miembro, con la misma facilidad, eficiencia y seguridad con las que actualmente lo hacen en el ámbito nacional.

- Casi todo el subsistema crediticio está formado por las entidades de depósito. También está el **Instituto de Crédito Oficial (ICO)**, que funciona como un banco público de desarrollo, adscrito al Ministerio de Economía. El ICO ha tenido un papel muy importante durante la crisis de la COVID, financiando hasta 100.000 millones de euros a través de una Línea de Aavales del Estado. También existen los **establecimientos financieros de crédito**, que no pueden captar fondos del público y sólo emiten créditos, operaciones de cobros y pagos, emisión y gestión de tarjetas de crédito... A día de hoy, el sector bancario supone un 3% del PIB. En tercer lugar, las **sociedades de garantía recíproca (SGR)**, también pertenecientes al subsistema crediticio, surgen para facilitar a las pequeñas y medianas empresas (pyme) un acceso al crédito más favorable mediante la concesión de garantías



- Es necesario señalar que el proceso de reestructuración bancaria llevado a cabo desde 2008 ha provocado un elevado grado de concentración bancaria en España. Los cinco mayores bancos absorben casi dos tercios del balance total de las entidades de crédito.

El Subsistema de Valores

- La **Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)** es la entidad responsable de supervisar y controlar los mercados de valores en España, garantizando la transparencia y la correcta formación de precios, así como protegiendo a los inversores.
- Los intermediarios financieros que se encuentran bajo la supervisión de la CNMV son las empresas de servicios de inversión (sociedades de valores, agencias de valores y sociedades gestoras de carteras), las Instituciones de Inversión Colectiva (fondos y sociedades de inversión), las entidades de capital riesgo, las gestoras de los fondos de titulación y las plataformas de financiación participativa.
- Los mercados bajo supervisión de la CNMV, son los mercados secundarios oficiales regulados de valores en las Bolsas y Mercados Españoles (BME) y son: las Bolsas

de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, el mercado de deuda pública en anotaciones, el mercado oficial de futuros y opciones MEFF Exchange y el mercado oficial de renta fija AIAF.

Subsistema de Seguros

- La **Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSyFP)** es el órgano ejecutivo que supervisa el subsistema de seguros. Desde un punto de vista financiero, se puede decir que el asegurado o tomador de una póliza de seguros es el prestamista que proporciona el crédito al asegurador para que fabrique el producto (la seguridad), convirtiéndose este en un mero colocador de los fondos que no se consumen periódicamente. Mediante esta actividad las entidades aseguradoras convierten los recursos captados de sus asegurados en inversión a largo plazo. En 2020, había un total de 203 aseguradoras.

4. La política monetaria de la Unión Monetaria Europea

El dinero y su creación

- El **dinero** comprende todo medio de pago generalmente aceptado. Ahora hablamos de dinero **fiduciario** porque confiamos en que todo el mundo lo acepte, pero no tiene un valor intrínseco. Es un depósito de valor, el más líquido que hay, con cero rentabilidad y notable seguridad. La seguridad sólo se pierde en procesos hiperinflacionistas, donde no existe estabilidad de precios. En estos casos, el público suele buscar otras divisas.
- En general, entenderemos por dinero tanto el real como el bancario, que son los depósitos a vista en las entidades bancarias. La suma de estas cantidades se llama la **oferta monetaria**, o cantidad de dinero en manos del público.
- Supongamos que en una sociedad sólo hay un banco y que alguien deposita 100 euros. El balance del banco sería el siguiente. Ahora, imaginemos que parte de ese dinero lo concede como préstamo a otra persona. Supongamos que el *coeficiente de caja* es del 10% y puede prestar hasta 90 euros. Ahora el balance tendría esta pinta. La oferta monetaria ha ascendido a 190. Si seguimos dando préstamos veremos que podemos tener una

ACTIVO		PASIVO	
Tesorería	100	Depósitos	100
Total activo	100	Total pasivo	100

ACTIVO		PASIVO	
Tesorería	100	Depósitos	190
Préstamos	90		
Total activo	190	Total pasivo	190

oferta monetaria de hasta $100 + 100 * 0.9 + \dots = 100 * \frac{1}{1-0.9} = 1000$. Llamamos al **multiplicador de dinero** el inverso del coeficiente de caja menos uno, ie. es el dinero que se puede crear con este proceso.

El balance de un banco central y las magnitudes monetarias

- De forma abreviada, la estructura monetaria de un balance de un banco central es:

ACTIVO	PASIVO
Activos netos sobre el sector exterior (ANSE). — Reservas de oro y divisas (moneda extranjera). Activos netos sobre el sector público (ANSP). Activos sobre el sistema bancario (ASB). — Préstamos a entidades de depósito.	Efectivo (E) (monedas y billetes en circulación). — En manos del público (EMP). — En poder de las entidades de depósito (ED). Depósitos de las entidades bancarias en el BC (D_{BC}).
	BASE MONETARIA

- A la suma de billetes y monedas emitidos en circulación y los depósitos que las entidades bancarias mantienen en el banco central, se llama **base monetaria (BM)**. Su ampliación afecta muy intensamente al volumen total de dinero en la economía.
- Los **activos del sector exterior en términos netos (ANSE)** son los activos (reservas de oro y de divisas) menos pasivos (obligaciones contraídas con el exterior). Un superávit genera una entrada neta de divisas al país. ¿Por qué? Si la gente comercia de tal manera que traiga muchas divisas extranjeras, esta gente se las entregará a las entidades bancarias, que luego las depositarán en el banco

central y éste las canjeará por moneda nacional. Así, una acumulación de divisas por parte del BC supondrá un aumento de la partida D_{BC} , y consecuentemente de BM. Cosas similares ocurren con los activos sobre el sector público: el BC compra deuda pública al público o a los bancos, generando liquidez. De cualquier forma, la *creación de dinero legal* es un proceso de monetización de activos por parte del BC, es decir, de conversión de activos en dinero.

- El BC no controla todas sus partidas: la gente puede sacar dinero de sus depósitos, la cantidad de oro y divisas no es controlable porque depende de los pagos y cobros al exterior, ... A estas partidas sobre las que el BC no tiene control se las conoce como **factores autónomos de creación de liquidez (FA)**.
- Una magnitud monetaria es un agregado que agrupa IF de gran liquidez. Existen:
 - (a) M_1 = oferta monetaria = dinero en circulación + depósitos a vista
 - (b) M_2 = M_1 + depósitos a corto plazo (menos de dos años, o disponibles con preaviso inferior a tres meses)
 - (c) M_3 = M_2 + otros valores líquidos. El BCE lo vigila atentamente.

Estrategia de la Política Monetaria Única (PMU)

- El **Eurosistema** lo forman el BCE y los bancos centrales nacionales de los países del euro, y es el responsable de definir y ejecutar la política monetaria desde 1999. No hay que confundirlo con el SEBC que incluye a todos los bancos centrales. El Informe Delors propuso un periodo preparatorio de tres etapas de 1990 a 1999, mientras que el Tratado de Maastricht (o Tratado de la UE) de 1992 creó las disposiciones necesarias para la unión monetaria.
- El objetivo fundamental del BCE es la *estabilidad de precios*, entendido como un aumento interanual de los precios, medidos por el IPCA, de la Eurozona que se situase en el 2%. Antes se quería que no se superase ese 2%, pero en 2021 el gobernador del BCE lo cambió. Es un objetivo a medio plazo, ya que en el corto hay fluctuaciones transitorias que la política monetaria no puede controlar. Sirve de guía para los mercados y con ello se puede evaluar el éxito de la PMU.
- El eurosistema corrige las desviación del objetivo a medida que las vaya detectando, cambiando los tipos de interés a los que presta dinero a los bancos y a los que toma depósitos de los bancos. Si sube el tipo de interés, encarece los préstamos que los bancos otorgan, reduciendo la demanda y estabilizando los precios. Para analizar la situación económica, tiene a su disposición dos pilares:
 - (1) Control de M_3 : el Eurosistema ha estimado que un crecimiento anual del M_3 del 4,5% no tiene consecuencias negativas.
 - (2) Seguimiento de indicadores adelantados, incluyendo estudios de los efectos de subidas de salarios, impuestos, precios agrícolas, o variaciones de tipo de cambio.

Instrumentación de la PMU

- El Eurosistema cuenta con tres herramientas de **medidas convencionales** y algunas medidas extraordinarias en caso de crisis (**medidas no convencionales**) para controlar los tipos de interés en el corto plazo:
 - (1) **Operaciones de mercado abierto**. Buscan afectar los tipos de interés regulando la liquidez del mercado. Las más importantes son las de inyección semanal, denominadas **operaciones principales de financiación (OPF)**. El Eurosistema anuncia a las entidades bancarias que está dispuesto a prestarles dinero, eso sí, con

garantía de valores, a partir de un tipo de interés mínimo. Lo hace mediante subastas:

- (a) *A tipo fijo*, estableciendo el volumen y repartiéndolo entre las entidades de acuerdo con sus peticiones.
- (b) *A tipo variable*. En este caso, ordena las ofertas recibidas de mayor a menor tipo, calcula las necesidades del mercado, fija el volumen que considera adecuado y procede a aceptar las ofertas de las entidades, comenzando, como cualquier prestamista, por las que abonan intereses más altos y continuando de mayor a menor hasta agotar la cantidad fijada.

Al cabo de una semana las entidades prestatarias devuelven los importes recibidos más los intereses correspondientes. Son operaciones claves en las que se determina el *tipo de interés mínimo*, o de referencia. Los bancos luego aplican un margen a este tipo mínimo cuando prestan dinero. Así se forman los tipos reales. También hay **operaciones de financiación a un plazo mayor**, de inyección de tres meses, pero carecen de interés por su cuantía.

- (2) **Facilidades permanentes**. Tienen la finalidad de proporcionar liquidez (mediante un crédito con garantía de valores) o absorberla (con un depósito), en ambos casos con vencimiento a un día. Estas facilidades, situadas en septiembre de 2021 en 0,25% la de crédito y en -0,50 la de depósito, no se utilizan mucho por parte de las entidades de crédito porque sus tipos suelen ser más desfavorables que los resultantes de las operaciones interbancarias.

- (3) **Coeficientes de reservas o de caja**. El Eurosistema obliga a las entidades de crédito a mantener depósitos obligatorios, pero remunerados, en sus respectivos bancos centrales. Aumentando o disminuyendo la cuantía de esos depósitos (es decir, el porcentaje del coeficiente) se reduce o amplía, respectivamente, la posibilidad de creación de dinero bancario por las entidades de depósito. Actualmente se sitúa en el 1%.

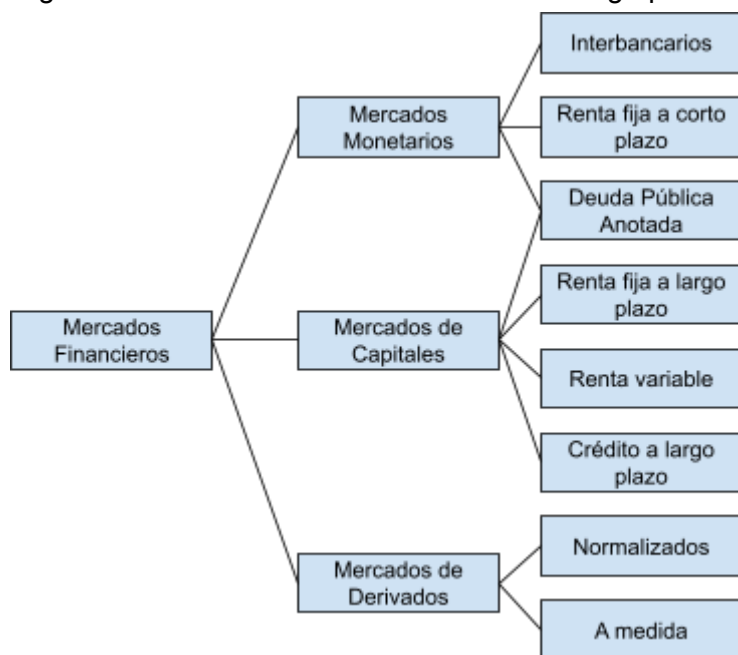
- Con la crisis de 2007, las medidas convencionales se consideraron insuficientes cuando el tipo de interés llegó al 0%. El Eurosistema se puso en marcha para aumentar la base monetaria. Existen:

- (a) **Operaciones de financiación a largo plazo**. Consisten en operaciones ilimitadas de inyección de liquidez al sistema bancario en forma de préstamos a largo plazo a bajos tipos de interés. Su objetivo era cubrir la ausencia de financiación provocada por el colapso del mercado interbancario, que prácticamente desapareció por el clima de desconfianza de las entidades. Estos préstamos se conocen como **LTRO** (*Long term refinancing operations*), y los concedió el BCE con garantía de valores a bajos tipos de interés y plazos de hasta tres años. Muchos bancos los aprovecharon para resolver sus propios problemas. Tomaban financiación a un tipo de interés del 1 % y lo colocaban en deuda pública de países del sur de Europa, con elevadas primas de riesgo como la española, con lo que obtenían unos diferenciales de interés apreciables. A su vez esta deuda servía de colateral o garantía para acudir al BCE a pedir nuevos préstamos. Sin embargo, los flujos del BCE sólo llegaban parcialmente al sector privado de la economía, muy necesitado de la financiación bancaria. Por ello, se diseñó un nuevo tipo de préstamo: **TLTRO** (*Targeted long term refinancing operations*), dirigido al sector privado no financiero.

(b) Programas de compra de activos. Se correspondía con la filosofía del *Quantitative Easing (QE)* iniciada por la Fed. El objetivo es la compra de valores públicos y privados, aumentando así la base monetaria. El BCE lo llamó APP (*Asset purchase programme*). Con la pandemia, el BCE aprobó una dotación adicional de 120.000 millones de euros.

5. Los mercados monetarios

- En los próximos 4 capítulos estudiaremos diferentes mercados financieros españoles, que pueden ser clasificados en dos grupos: mercados monetarios y de capitales. Los criterios de delimitación atienden a características de los IF: en el mercado monetario se negocian IF con elevada liquidez y seguridad y- generalmente- con corto plazo de vencimiento. En el mercado de capitales se negocian IF con vocación de financiación a largo plazo.



- Ahora estudiaremos los mercados interbancarios y los de renta fija a corto plazo (privados). Los mercados de renta fija pública (deuda pública anotada) se consideran en el siguiente capítulo, y podrían ser mercados monetarios por su seguridad y liquidez, aunque se negocian activos a largo plazo.

Orientaciones generales del mercado interbancario

- Se considera **mercado interbancario** al mercado de operaciones de regulación monetaria, a través del cual se drena o inyecta liquidez al sistema bancario, y también por el cual operan entre ellas las entidades de crédito. En el **mercado interbancario de depósitos** las entidades se prestan fondos bajo la denominación de *depósitos*, con plazos muy cortos y al por mayor. En el **mercado interbancario de divisas** se prestan IF en moneda extranjera. Finalmente, en el **resto de mercados monetarios de renta fija privada** se negocian el resto de IF a corto.

El mercado interbancario de depósitos

- En los mercados interbancarios de depósitos se negocian IF muy líquidos a muy corto plazo (menos de un año). Tenemos **operaciones simples**, donde un banco A le presta dinero a un banco B, y las dos entidades participantes (depositaria y depositante) conservan inalteradas las posiciones deudora y acreedora, respectivamente, hasta la fecha de vencimiento pactada. No se admiten operaciones intermedias a las condiciones de plazo pactadas. Los fondos reciben el nombre de *operaciones no transferibles*. También están las **operaciones dobles** donde una entidad A cede fondos a otra B y esta le entrega a cambio una serie de títulos.

Llegada la fecha de vencimiento, la entidad B devuelve los fondos y recibe los títulos entregados previamente.

- Para realizar las operaciones de cesión de fondos, las entidades se ponen en contacto de forma directa o a través de mediadores especializados (brokers), que se encargan de casar las operaciones en términos de importe, plazo y tipo de interés. Una vez acordada la operación, los datos se comunican al **SLDI (Servicio de Liquidación de Depósitos Bancarios)** del Banco de España. A continuación, se procede a la liquidación de las operaciones interbancarias mediante cargos y abonos en las respectivas *Cuentas de Tesorería* que las entidades tienen abiertas en el módulo de pagos de TARGET2 del BdE. Son operaciones a gran escala.
- Son operaciones muy importantes para dotar a las entidades de liquidez en momentos coyunturales (ej. para hacer inversiones). El tipo de interés depende del riesgo de la entidad prestataria y durante las crisis (ej. 2007) se suelen congelar este tipo de transacciones.

El Euribor y Eonia: las referencias del mercado interbancario

- El **Euribor** (European Interbank Offered Rate) es un valor de referencia acerca del tipo de interés de los préstamos interbancarios. Se calcula con las operaciones reales realizadas en el mercado interbancario por un panel representativo de bancos. Existen diferentes tipos de euribor según el plazo: van desde una semana hasta 1 año, aunque se publican diariamente. El Euribor sirve de referencia para los créditos hipotecarios a los que se les suma un diferencial.
- A veces el euribor puede ser negativo. Por ejemplo, si el BCE está llevando una política expansiva, puede intentar inyectar liquidez en el mercado cobrando a los bancos por los depósitos que mantienen en el BCE. Así, los bancos pueden pagar a otros bancos para que guarden su dinero (ie. interés negativo) dando lugar a un euribor negativo.
- El otro índice de referencia es el **Eonia** (Euro Overnight Index Average), y es el tipo de interés efectivo del euro en el mercado interbancario *a un día*. Lo calcula diariamente el BCE con el mismo panel utilizado para el Euribor.
- La pendiente de la curva de los tipos (tipo vs diferentes plazos a los que hace referencia) te indica cómo va el mercado. Una curva ascendente quiere decir que el tipo es mayor cuando el plazo del préstamo es mayor, por lo que se espera una subida de los tipos. Una pendiente negativa indica poca confianza en el mercado a largo plazo, por lo que piden intereses más bajos para endeudarse por el riesgo que corren.

Los mercados de divisas

- Se entiende por **divisa** todo medio de pago denominado en moneda extranjera. Cuando una divisa se puede intercambiar libremente se dice que es convertible.
- El mercado de divisas hace referencia a la venta de euros o a la compra de divisas. No se refiere a un mercado físico donde se hagan estas transacciones, sino simplemente a las transacciones en abstracto. Un demandante de divisas puede ser aquel que importa y compra mercancías a empresas no residentes en la UME.
- Una forma de expresar los tipos de cambio es como lo hacen las entidades financieras que tienen dos tipos de cambio; uno de compra (*bid*) y otro de venta (*offer*), separados por una barra inclinada. Por ejemplo 1,3455/89 dólares por euro quiere decir que se compra euros a 1,3455 y se vende a 1,3489.

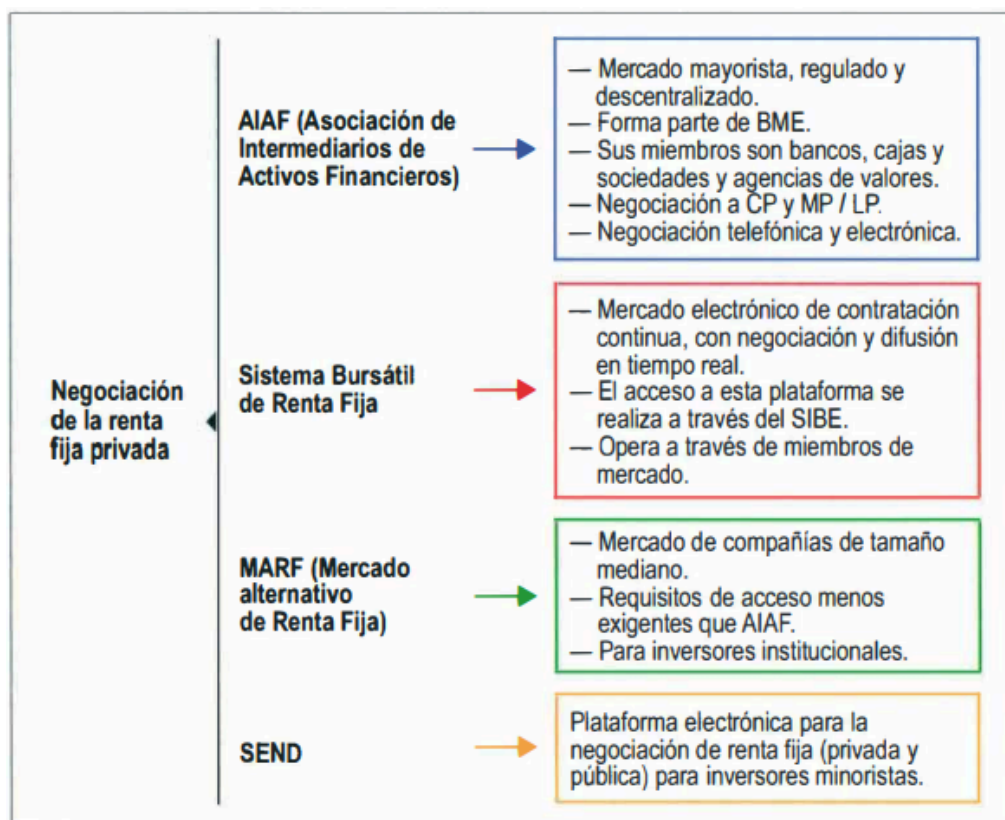
- El mercado de divisas (también conocido como **Forex** de *Foreign Exchange*) es un mercado mundial y descentralizado en el que se negocian distintas divisas. Este mercado nació con el objetivo de facilitar los flujos monetarios que se derivan del comercio internacional. Este mercado ha crecido tanto que en la actualidad el total de operaciones internacionales en divisas de bienes y servicios representan un porcentaje casi residual y el resto corresponde a la compraventa de activos financieros denominados en distintas monedas, de ahí que se considere un mercado fundamentalmente interbancario.
- Los principales mercados de divisas del mundo son Londres y Nueva York, seguidos de Suiza, Japón, Singapur, Hong Kong, Australia y Alemania. Se empieza en Australia y se cierra con las bolsas estadounidenses, por lo que el mercado está abierto 24 horas al día. Son mercados *transparentes* porque su precio es conocido con facilidad, y con un gran *grado de concentración*: un tercio de las operaciones corresponde a una veintena de entidades de crédito.
- La **posición** de una entidad en una divisa es la diferencia entre activos y pasivos denominados en esa divisa. Una **posición cerrada** se da cuando $\Sigma A = \Sigma P$, mientras que una **posición abierta** se da cuando no coinciden. Esto puede ser por una *posición larga*, ie. $\Sigma A > \Sigma P$, o por una *posición corta*, ie. $\Sigma A < \Sigma P$. Una apreciación en divisas beneficia a las posiciones largas mientras que una depreciación favorece a las posiciones cortas.
- Existen diferentes operaciones que se pueden realizar:
 - (a) **Operación simple de contado (spot)**: el banco BBVA acuerda hoy el precio para comprar mañana 20.000 dólares del Santander (plazo de hasta dos días para la liquidación).
 - (b) **Operaciones simples de plazo directo (outright forward)**: La liquidación excede dos días después del día de la contratación, ej. El BBVA acuerda comprar 20.000 al Santander dentro de un mes.
 - (c) **Operaciones dobles o swaps**: Dos compraventas de signo contrario idénticas: el BBVA compra 20.000 dólares al Santander hoy con el compromiso de recomprarlos al cabo de un mes.
- Las divisas pueden cotizar con:
 - (a) Prima: es más cara ahora que a plazo (teniendo en cuenta los tipos de interés), ie. está sobrevalorada por el mercado.
 - (b) Descuento: es más barata ahora que a plazo (teniendo en cuenta los tipos de interés), ie. está infravalorada por el mercado.
 - (c) Flat: no hay diferencia entre la cotización al contado y a plazo
- En general, la divisa que tenga el mayor tipo de interés cotiza con descuento respecto a la otra (ya que en un futuro valdrá más respecto a la otra por lo que ahora está infravalorada). Esto es la *Teoría de la paridad de los tipos de interés*: el tipo de cambio debe responder al diferencial de los tipos de interés de cada moneda, sino los inversores haría arbitraje.

Otros mercados monetarios de renta fija

- Existen los siguientes IF con plazo de vencimiento a corto en **el mercado primario**:
 - (1) Los **pagarés de empresa**: promesa de pago incondicional emitido por grandes empresas no financieras. Existen dos modalidades:
 - (a) **En serie**: Empresa como Renfe o Telefónica realizan emisiones en un calendario preestablecido. Valores nominales inferiores a 10.000 euros.

(b) **A medida**: La emisión se realiza de forma puntual.

- (2) Los **pagarés bancarios** son iguales que los anteriores pero emitidos por entidades bancarias. Buscan financiación complementaria al mercado interbancario de depósitos.
- Estos IF tienen que cumplir una serie de requisitos: tienen que ser comunicados, verificados y registrados en la CNMV, que es el órgano que supervisa este mercado.
 - Ahora hablaremos del **mercado secundario de negociación**, resumido aquí:



- Dejamos el Sistema Bursátil para otro capítulo cuando estudiemos los IF de renta fija a largo plazo. El mercado **AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros)** es el mercado español donde se negocia la deuda corporativa, integrado en el grupo empresarial de Bolsas y Mercados Españoles (BME). Es descentralizado puesto que los miembros acceden desde su ordenador, mayorista y con una gran gama de IF.
- Los restantes mercados de renta fija privada son la plataforma **SEND** (Sistema Electrónico para la Negociación de Deuda) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (**MARF**). Estos constituyen mecanismos alternativos de negociación de títulos de renta fija que no están sometidos a una regulación tan estricta como el mercado oficial AIAF. Todos ellos se encuentran bajo supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

6. El mercado de deuda pública anotada

Los valores de deuda pública

- Ahora estudiaremos los diferentes IF de deuda pública:
- (1) **Letras del Tesoro**. IF de renta fija pública, a corto plazo, a descuento (ie. son IF con un valor de 1000 euros que se vende por menos). Se emiten a 3,6,9 o 12 meses.
- (2) **Bonos del Estado**. IF de renta fija con plazos de entre 2 y 5 años. Son emitidos con pagos de interés anual- llamado cupón- y al igual que las Letras del Tesoro tienen un valor nominal de 1000 euros.
- (3) **Obligaciones del Estado**. Igual que los Bonos del Estado pero con plazos entre 10 y 30 años: de valor nominal de 1000 euros y con cupones.
- (4) **Strips** de bonos y obligaciones (separately traded registered interest and principal securities). Aquí se separa el valor nominal del bono u obligación y los cupones, vendiéndose cada uno por separado. Por ejemplo, una operación de segregación de un Bono del Estado a cinco años con un valor nominal de 1.000 € y un cupón anual del 5% dará lugar a seis «strips»; uno por cada cupón anual y otro por el principal segregado. Así, tendríamos los siguientes títulos segregados: 50 (1 año), 50 (2 años), 50 (3 años), 50 (4 años), 50 (5 años) y 1.000 (6 años). Cada título tiene cupón cero.
- En 2021, el Tesoro Público emitió por primera vez *bonos verdes*: bonos a un plazo de 20 años por valor de 5.000 millones de euros para financiar la transición ecológica.

Mercado primario y sistemas de emisión

- El mercado oficial de deuda pública anotada se creó en 1987. El Tesoro es el encargado de fijar el calendario de subastas, además del volumen y el rendimiento. El BdE actúa como agente financiero del Estado, supervisando el mercado primario, pero desde 2004 no puede financiar directamente al Tesoro (sólo puede adquirir títulos en los mercados secundarios para llevar a cabo su propia tarea de política monetaria).
- **Iberclear** es la sociedad de sistemas de registro contable, compensación y liquidación de valores de los IF del mercado de deuda pública anotada. Para adquirir deuda se puede hacer a través de:
 - (1) Una entidad miembro del mercado. Se crea una cuenta con esta entidad, la cual a su vez crea una *cuenta de terceros*.
 - (2) Si no, se puede crear una *cuenta directa* a través del BdE directamente o a través del Tesoro.
 - (3) Los propios intermediarios financieros también pueden abrirse *cuentas propias* para sus propias inversiones.
- ¿Cuáles son los **mecanismos de subasta**?
 - (a) **No competitivas**: los compradores sólo pujan por una cantidad, y el precio al que la comprarán será el precio ponderado.
 - (b) **Competitivas**: se fija el volumen de deuda a emitir. Cada entidad ofrece un precio y un volumen de compra. Se reparte la deuda desde quien ha ofrecido más hasta abajo hasta llenar el volumen (menos lo que tenemos que repartir con el mecanismo no competitivo). Se calcula el precio ponderado, y se cobra a este precio a quien

haya ofrecido más del precio ponderado, y quien haya ofrecido menos paga ese precio.

Ejemplo: Se quiere adjudicar 500 millones de euros en Letras y hay 50 millones de euros en peticiones no competitivas. Las peticiones competitivas son las siguientes:

Precio ofertado (%)	Nominal Solicitado (millones de euros)
99,2	150
99,1	200
99,0	50
98,9	250
98,6	50

De los 450 millones restantes, se reparten a los cuatro primeros tramos. El precio ponderado es:

$$PMP = 99,2 \left(\frac{150}{450} \right) + 99,1 \left(\frac{200}{450} \right) + 99 \left(\frac{50}{450} \right) + 98,9 \left(\frac{50}{450} \right) = 99,1\%$$

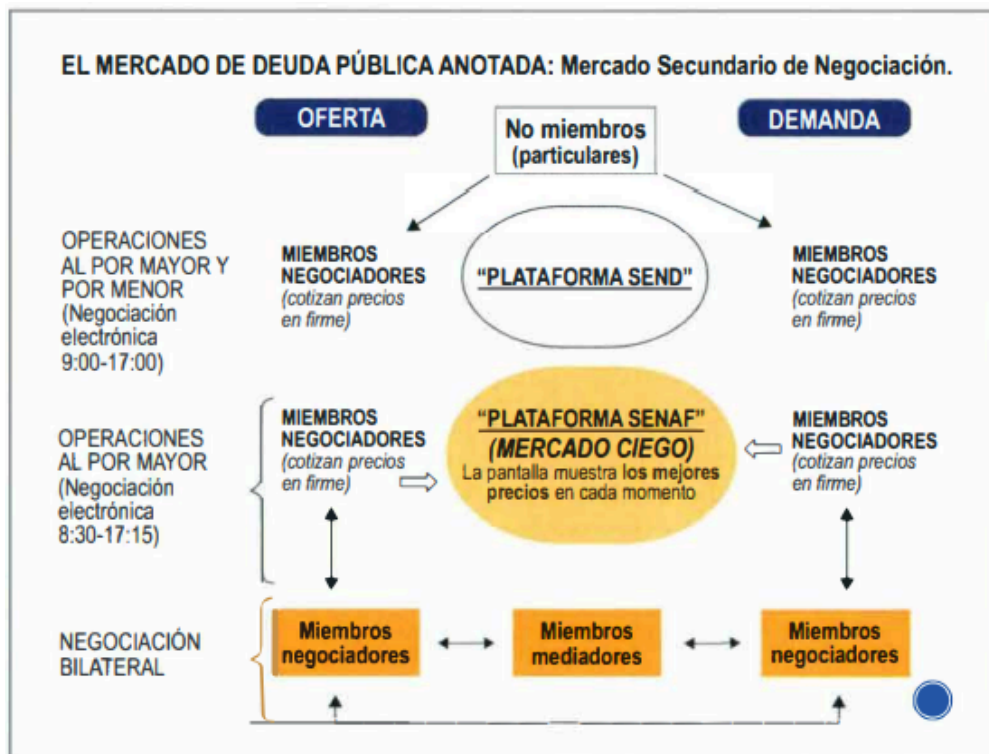
Por lo tanto, se reparte de la siguiente manera:

50 millones de peticiones no competitivas al PMP = 99,1%.
350 millones de euros al PMP = 99,1% (pujas a un precio \geq PMP: pagan éste).
50 millones de euros a 99,0% (precio solicitado).
50 millones de euros a 98,9% (precio solicitado).

- Cabe recalcar que los **creadores de mercado** se comprometen con unos objetivos mínimos a fin de estabilizar los flujos de financiación del Tesoro. A cambio, gozan de privilegios como información de primera mano sobre la política de financiación que va a seguir el Tesoro.

El mercado secundario de deuda pública

- El AIAF es la sociedad rectora del mercado de deuda pública. Hay dos plataformas de negociación. El SEND, donde negocian tanto minoristas como mayoristas, y la SENAF donde sólo se negocia de forma mayorista.
- Hay dos tipos de miembros: los *miembros mediadores*, los cuales no tienen posiciones propias pero actúan por cuenta y en nombre de los *miembros negociadores*, que son los autorizados para negociar en el sistema.



- Existen dos tipos de operaciones en el mercado de:
 - (1) **Operaciones de vencimiento:** el comprador puede ejercer todos los derechos de título (incluso vendérselo a un tercero).
 - (2) **Operaciones dobles** (compromiso de recompra).
- La **prima de riesgo** es el sobreprecio que los inversores exigen para comprar títulos de deuda pública de un país cuyos activos sean considerados arriesgados. En la UE, la prima es el sobrecoste de comprar bonos de un país frente a bonos alemanes. Se mide en bonos a diez años y se expresa en puntos. Así, una prima de 120 puntos significa que el bono español a diez años debe pagar una rentabilidad 1,2% superior a la del bono alemán.

7. Los mercados de capitales

- Recordemos que hemos designado el nombre de **mercado de capitales** a aquellos mercados de renta fija a largo plazo, los de renta variable, o los créditos a largo. La deuda pública anotada también comparte características. Son mercados donde se negocian IF emitidos a largo plazo tanto en forma de deuda como de participaciones de capital, y con diferentes grados de liquidez y seguridad.
- En 2002 se constituyó la Sociedad Holding **Bolsas y Mercados Españoles (BME)** que integra los mercados nacionales de renta fija, renta variable y derivados financieros.

Mercado primario de emisión

- De acuerdo con la Ley del Mercado de Valores hoy rige el *principio de libertad de emisión*. Las emisiones de valores no están sujetas a autorizaciones administrativas.
- Dentro del **mercado de valores** se incluyen los IF emitidos para financiar proyectos de inversión a largo plazo, tanto de renta fija como variable. Son:
 - (a) **Instrumentos financieros de renta fija a largo plazo.** Incluyen:
 - (i) Bonos y obligaciones: partes alícuotas de un empréstito (=como un depósito a largo pero se puede vender este IF). Incluyen bonos bancarios.
 - (ii) Títulos hipotecarios emitidos por bancos o entidades de crédito. Son a muy largo plazo.
 - (iii) Bonos de titularización hipotecaria (similar al anterior pero emitidos por *fondos de titularización hipotecaria*). La entidad bancaria que ha creado el título hipotecario empaqueta un conjunto de estos y emite “participaciones hipotecarias” con cupones respaldados por los flujos generados por los pagos de los prestatarios de los créditos hipotecarios.
 - (iv) Cédulas territoriales: parecido al anterior pero con cargo a una cartera de créditos concedidos al sector público (Estado, CCAA,...).
 - (v) Bonos verdes (inversión verde) y bonos sociales (inversión social).
 - (b) **Instrumentos financieros de renta variable.** El instrumento por excelencia son las acciones, que representan una parte alícuota de la empresa emisora. Es un IF más homogéneo que el anterior grupo pero hay innovaciones también, ej. acciones preferentes con derecho a percibir un dividendo fijo preferente-
 - (c) **Instrumentos financieros híbridos.** Cosas raras, ej. obligaciones (a largo) convertibles en acciones.
- En los mercados de capitales (primarios) hay tres tipos de operaciones:
 - (1) **Ofertas públicas de venta (OPV):** operaciones de valores ya existentes.
 - (2) **Ofertas públicas de suscripción (OPS):** cuando una empresa quiere hacer una ampliación de capital y emitir nuevas acciones.
 - (3) **Oferta pública de adquisición (OPA):** cuando un inversor ofrece públicamente a los accionistas de una sociedad cotizada la adquisición de sus acciones para lograr una participación significativa en el capital. El órgano rector de la bolsa en cuestión tiene que aprobar la operación. El precio de las acciones tiene que ser superior al del mercado para que la OPA sea atractiva.

Mercado secundario de negociación: las bolsas de valores

- Las bolsas de valores son mercados regulados donde se pueden negociar acciones, u otros valores, entre ellos los de renta fija pública y privada a largo plazo. Para cotizar en el mercado, es necesaria la autorización de la CNMV.
- La estructura de las bolsas de valores en España se organiza en **cuatro bolsas regionales** (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia), cada una regida por una Sociedad Rectora, y una de ámbito nacional que opera a través del **Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE)**, que permite la integración de las cuatro bolsas anteriores en una sola, y se conoce como **mercado continuo de acciones**. Ésta se rige por la Sociedad de Bolsas. La integración evita que haya arbitraje.
- El sistema electrónico es un software donde la gente pone órdenes de compra o venta. Se van almacenando hasta que llega otra contrapartida, en cuyo caso se ejecuta la operación y las acciones cambian de titular. Las operaciones que en ellas se realizan se liquidan y compensan a través de la Sociedad de Sistemas (**Iberclear**).
- El Grupo **BME** (Bolsas y Mercados Españoles) es una empresa privada y el operador de todos los mercados de valores de nuestro país. BME ofrece una amplia gama de productos, servicios y sistemas de negociación, así como acceso a los mercados globales a emisores, intermediarios e inversores, tanto en España como a nivel internacional.
- Otro segmento de negociación de renta variable es el mercado internacional de valores latinoamericanos en euros denominado **Latibex**. Este mercado permite canalizar de manera eficaz las inversiones europeas hacia Latinoamérica

Los miembros del mercado

- Los particulares no pueden acceder por sí solos al mercado. Sólo los llamados **miembros del mercado** pueden intermediar directamente en el mercado. De acuerdo con la Ley de Mercados de Valores de 1998 la condición de miembro la pueden adquirir:
 - (1) Las entidades de crédito de la UE
 - (2) Las empresas de servicios de inversión (ESI):
 - (a) Sociedades de valores (actúan como brokers e invierten para ellos mismos también)
 - (b) Agencias de valores (sólo actúan como brokers).
 - (c) Sociedades gestoras de carteras
- Si bien las ESI están bajo la supervisión de la CNMV en España, desde 2021 el BCE ha asumido la supervisión de las empresas de inversión de importancia sistémica.

Información bursátil y criterios de inversión

- Los índices bursátiles se utilizan como medida de la evolución en el tiempo de los precios de los valores que cotizan en el mercado. Se utilizan como *benchmark*. En nuestro país los índices más importantes son el **Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM)** y sobre todo el **IBEX-35**. En el IBEX-35 se ponderan los precios de las 35 mayores empresas del SIBE, considerando su volumen de capitalización bursátil.
- Existen diferentes tipos de análisis para conocer la evolución del mercado:
 - (1) Análisis fundamental: determinar el valor de una IF con criterios teóricos.
 - (2) Análisis técnico: una análisis gráfico limitado a estudiar las series de datos históricos
- Análisis a través de ratios bursátiles:

- (a) **Beneficio por acción** = Beneficio de una empresa/Nº de acciones
- (b) **Price Earning Ratio** = Valor de mercado de la acción/Beneficio neto por acción
- (c) **Yield ratio** = Dividendos por acción/cotización de la acción

Otras agencias de interés en los mercados de valores

- **Agencias de calificación crediticia.** Es habitual que estas agencias den un *rating* a los IF representativos del capital o deuda de una empresa, cuyo riesgo depende de la solvencia del emisor. En la actualidad las agencias más conocidas, y que operan a nivel internacional, son *Moody's*, *Standard&Poor's* y *Fitch Rating*. La nomenclatura utilizada para la calificación establece unos rankings que van desde los niveles de mayor solvencia (triple A) hasta los de mayor riesgo (categoría C).
- Las **entidades de capital-riesgo** se dedican a invertir en empresas sin vocación de permanencia, generalmente en PYME innovadoras: se invierte, se reestructura para hacer que valga más, y se vuelve a vender. Este proceso se conoce como *engagement accionarial*.
- **Plataformas de financiación participativa o crowdfunding.** Existen dos tipos:
 - (a) Equity crowdfunding: se invierte en participaciones sobre el capital
 - (b) Crowdlending: préstamos participativos.Desde 2015, estas plataformas están supervisadas por la CNMV.
- Artículo interesante sobre la desconexión de la bolsa con la economía real en la época post-pandemia:
<https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/10631501/06/20/Por-que-se-esta-produciendo-una-desconexion-entre-los-mercados-financieros-y-la-economia-real.html>

8. Los mercados de derivados

Instrumentos derivados

- Los mercados de derivados financieros son mercados en los que se intercambian contratos a plazo (*forward*). Los **productos derivados** son IF cuyo valor es derivado de otros activos, llamados *activos subyacentes*. Éstos pueden ser materias primas/productos agrícolas (*commodities*) hasta IF de renta fija o variable (*equity*), tipos de cambio, de interés... Existen dos mercados y dentro de cada uno dos tipos de instrumentos (que son básicamente lo mismo):

(a) **Mercados a medida (OTC)**. Las partes contratan libremente todas las condiciones de los contratos (tipo y cantidad de activo financiero, precio y fecha de vencimiento). Los tipos de IF son:

- (i) **Compraventas a plazo (forward)**. Contratos en los que se acuerda, para una fecha futura fijada de mutuo acuerdo, el intercambio de una determinada cantidad de un IF a cambio del pago de un precio estipulado.
- (ii) **Opciones financieras**. Acuerdo por el que el comprador adquiere el derecho (no la obligación) a comprar o vender un determinado volumen de activo subyacente en una fecha establecida de mutuo acuerdo y a un precio previamente estipulado (precio de ejercicio o *strike*), a cambio del pago de una prima. A comprar se le llama *call* y a vender *put*. Las opciones de *tipo europeo* sólo se pueden ejercitarse en la fecha de vencimiento acordada, mientras que las opciones de *tipo americano* pueden ejercitarse en cualquier momento desde su contratación.

(b) **Mercados normalizados**. El tipo de activo subyacente y la fecha de liquidación están estandarizados. Hay una gama limitada de contratos posibles. También hay una *Cámara de Compensación* para garantizar la correcta liquidación de las operaciones. Los IF se llaman:

- (i) **Futuros financieros**. contratos en los que se acuerda, para una fecha futura y cierta, el intercambio en un mercado normalizado de una determinada cantidad de un IF a un precio pactado.
- (ii) **Opciones futuras**. Igual que el futuro financiero pero el acuerdo da derecho pero no obligación a comprar o vender, a cambio del pago de una prima.

Mercados españoles de futuros y opciones financieras

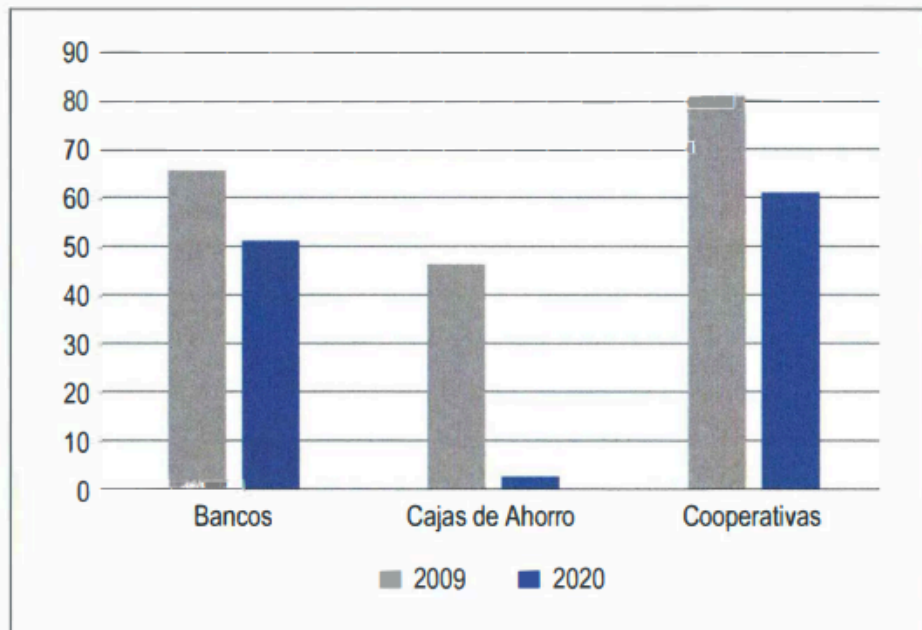
- En España, el **MEFF** es el mercado oficial, supervisado por la CNMV, e integrado en BME. La cámara de compensación se llama *BME clearing*.
- Las contrataciones de derivados sobre acciones tienen un alto nivel de concentración.
- Ejemplos de los contratos negociados en los mercados organizados de derivados en España son: futuro IBEX35 (índice bursátil * 10 euros), futuro Mini IBEX35 (1 euro), Futuro Micro IBEX35 (*0,1 euros), Futuro IBEX sectorial (índice IBEX35 Bancos o Energía), Futuro Dividendo Acciones (suma de dividendos de 1000 acciones de una compañía), Futuro sobre Bono a 10 años (de deuda pública), opciones sobre acciones (100 acciones del IBEX), ...

9. Los intermediarios financieros bancarios en España

- Las tres características de la actividad bancaria son: la intermediación financiera, la gestión del mecanismo de pagos de la economía, y captan, elaboran y producen información económica.

Instituciones que conforman el sistema bancario español y sus características

Figura 9.1. Evolución del número de entidades de depósito (2009-2020).



- Ha habido un gran proceso de concentración. El nuevo mapa financiero español se está dominado por grandes grupos bancarios: CaixaBank, Banco Santander, BBVA y Banco Sabadell. Hay tres instituciones en el sistema bancario: los bancos, las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito, todas bajo la supervisión del Banco de España:
- (1) **Bancos.** Son sociedades anónimas y con ánimo de lucro. El órgano que representa a la banca privada es la *Asociación Española de Banca (AEB)*, y es una asociación profesional abierta a todos los bancos españoles y extranjeros que operan en territorio español. Defiende los intereses de los bancos antes las AA.PP y otras organizaciones.
 - (2) **Cajas de ahorro.** Prácticamente se han extinguido tras el proceso de reestructuración en 2008. Tenían una clara *vocación social*, siendo banca regional, y destinando parte de sus beneficios a financiar obras sociales y culturales. La *Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA)* actualmente es una asociación que se compromete a defender y representar los intereses de sus entidades adheridas.
 - (3) **Cooperativas de crédito.** Son sociedades mercantiles (término jurídico general donde se unen personas con un fin, ej. las SL, SA,... son sociedades mercantiles), simultáneamente entidades de depósitos y sociedades cooperativas. Su vocación original fue el apoyo a la agricultura y ganadería. Se distinguen entre *cajas rurales* (dedicadas a la actividad agropecuaria) y *cajas urbanas* (formadas por asociaciones gremiales o profesionales).

Ejercicio de la actividad bancaria en la UE

- El ejercicio de la actividad bancaria en la UE se rige por tres principios:
 - (a) Autorización única. Si una EC está autorizada a operar en un país lo podrá hacer en el resto de países comunitarios.
 - (b) Lista de actividades. Las posibilidades operativas las determina el país de origen.
 - (c) La supervisión y control de las sucursales establecidas en otro estado miembro es competencia del país de origen.
- Ha sido necesaria una armonización básica de la normativa antes de poder aplicar este reconocimiento mutuo. Los efectos de esta normativa comunitaria son la *discriminación inversa* (se tiene hacia un modelo más desregulado puesto que todas las EC querrán tener sede en los países con regulación más laxas) y es *principio de reciprocidad* (si un país no miembro establece una sucursal en uno miembro, tendrá acceso a toda la UE, por lo que lo justo es que como contrapartida toda la UE tenga acceso también a ese país no miembro).

Clases de negocios bancarios y fórmulas de organización

- La **banca al por menor, minorista o personal** es aquella cuya relación con sus clientes es de proximidad. Su actividad suele estar reducida geográficamente. El perfil del cliente es el del pequeño ahorrador, PYME y corporaciones locales. La **banca corporativa de empresas** está dirigida a financiar grandes empresas. La **banca privada** es un modelo centrado en clientes de elevado nivel de renta a los que se les ofrecen operaciones tradicionales. La **banca de inversión** se dirige a ayudar a empresas y gobiernos a obtener financiación.

Finanzas sostenibles

- Las **finanzas sostenibles** son aquellas que tienen en cuenta las cuestiones ambientales, sociales y de gobierno. Estos se denominan **factores ASG**. Existe plena conciencia del papel que deben jugar las EB para alcanzar las metas de la COP21 y el Acuerdo de París.

Los retos y cambios en el sector bancario

- En las últimas décadas, la banca española ha experimentado una fuerte intensificación de la competencia. Ahora, el cliente está mejor informado y demanda más productos. También ha habido un proceso de concentración, digitalización y de diversificación de fuentes de ingresos (la captación de fondos del público ya no es la primera fuente).

Otras instituciones del ámbito del crédito

- (1) **Establecimientos Financieros de Crédito**. Los EFC se distinguen de las tres entidades estudiadas porque no pueden captar fondos reembolsables del público. Se financian sobre todo con préstamos bancarios (a través del mercado interbancario). Ofrecen préstamos y créditos, emiten y gestionan tarjetas de crédito y conceden avales y garantías. También encontramos el *leasing*, *factoring* y *confirming*.
 - (a) El *leasing* es el arrendamiento de bienes a una persona o empresa durante un periodo de tiempo.

(b) El *factoring* es cuando el cliente que contrata la operación le cede al EFC todas sus facturas pendientes de cobro para que esta le anticipe el pago y luego ya se encargue de su cobro.

(c) El *confirming* es cuando el cliente le encarga al EFC que gestione los pagos que tiene pendiente de realizar a sus proveedores.

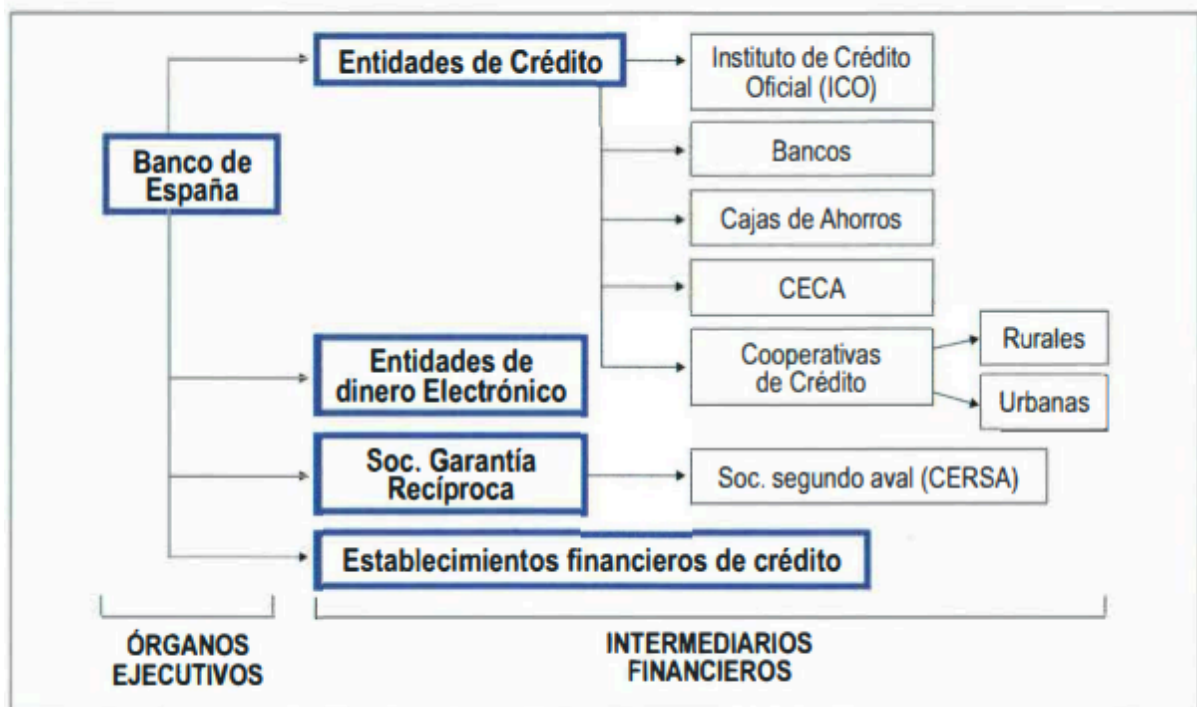
Las más conocidas son las que financian a plazos automóviles: el EFC abona el importe al vendedor del automóvil y al mismo tiempo le concede un crédito al comprador.

(2) **Entidades de dinero electrónico.** Emite dinero electrónico (éste se almacena en un soporte técnico que reduce su saldo a medida que se va pagando con él), ej. los que se emiten en campus universitarios.

(3) **Entidades de pago.** Ejemplo: American Express. Permiten meter y sacar dinero, dan líneas de crédito, y se puede enviar dinero.

(4) **Sociedades de Garantía Recíproca (SGR).** Las PYME se agrupan en una SGR cuya finalidad es ofrecerles garantías a sus socios para que puedan solicitar financiación bancaria en condiciones más favorables. En ningún caso la SGR concede financiación directamente a sus socios (PYME).

Figura 9.4. Subsistema de crédito.



10. Análisis de las entidades bancarias

Clases de operaciones bancarias

- El balance de las entidades bancarias muestran un **lado pasivo**, donde sitúan todas sus obligaciones (restitución de fondos depositados, ej. cuentas de ahorro, o pago en la fecha de vencimiento de un IF), y un **lado activo** donde encontramos las partidas a través de las cuales la entidad concede financiación al resto de los sectores. La diferencia entre el activo y el pasivo es el **patrimonio neto**.
- Las entidades bancarias se conocen como “banca universal” porque pueden realizar todo tipo de operaciones, excepto la de seguros.
- Las operaciones de pasivo se distinguen entre las que captan recursos propios o ajenos, como toda empresa pero en las EB los recursos ajenos tienen mucho más peso. Éstos son los depósitos de la clientela, o BCs, o entidades de crédito (a través del mercado interbancario), además de valores que puede emitir como bonos y obligaciones. Los recursos propios están formados por el capital y los beneficios retenidos en formas de reservas. También se consideran recursos propios las cuotas participativas, las participaciones preferentes, ... y otros títulos de deuda similares.
- Los grupos de activos se suelen dividir en cinco grandes grupos:
 - (a) Tesorería: aquella cuya liquidez es inmediata
 - (b) Depósitos en los bancos centrales y las operaciones en el mercado interbancario
 - (c) Inversiones crediticias: préstamos, líneas de crédito (en el préstamo el cliente recibe una cantidad fija, aquí pueden pedir hasta un límite), descuentos de efectos comerciales (anticipos dados a empresas sobre cobros que realizarán en un futuro), descubiertos y excedidos (cuando se abona un cobro sin tener el cliente fondos en la cuenta), créditos sindicados, ...
 - (d) Cartera de valores, que se llaman carteras de negociación si son a corto plazo y carteras de inversión si son a largo.
 - (e) Activos materiales (inmuebles, ...) e intangibles (marcas, propiedad intelectual...).

Cuenta de resultados: márgenes y significado

- La **cuenta de resultados** muestra todos los ingresos y gastos. Existen dos modelos:

(1) **Modelo horizontal:** el exigido por el BdE, consistiendo en el típico “debe” (cargas) y “haber” (rendimientos).

(2) **Modelo vertical:** se van calculando distintos márgenes (ingresos - gastos) de diferentes resultados y se van agregando. Ejemplo:

(+) Intereses y rendimientos asimilados.
(-) Intereses y cargas asimiladas.
MARGEN DE INTERESES
(+/-) Comisiones netas (percibidas – pagadas).
(+/-) Rendimientos de operaciones de capital.
(+/-) Resultado neto de operaciones financieras.
(+/-) Diferencias netas de tipo de cambio.
(+) Otros ingresos.
MARGEN BRUTO
(-) Gastos de administración:
Gastos de personal.
Otros gastos generales de administración.
(-) Amortización.
MARGEN NETO
(-) Dotaciones para provisiones para insolvencias.
(-) Pérdidas por deterioro de activos financieros (neto).
(-) Pérdidas por deterioro del resto de activos (neto).
(+/-) Ganancias / Pérdidas por venta de activos y otros.
BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS
Impuesto sobre beneficios (sociedades).
BENEFICIO ATRIBUIDO AL GRUPO

- El grueso de los beneficios procede del **margen de intereses**, que son los intereses obtenidos por los activos (ej. intereses por préstamos) menos los costes por los pasivos. El **margen bruto** luego añade al margen de intereses otras comisiones netas por servicios ordinarios. Si le quitamos todos los costes operativos para la explotación necesaria tendremos el **margen neto**. Si le quitamos el deterioro de los activos y las insolvencias tendremos el **beneficio antes de impuestos**. Finalmente, se le aplica el impuesto de sociedades (que luego es como % de lo que tendrían que pagar por diferentes deducciones). El resultado es el **beneficio atribuido al grupo**.

Análisis bancario: principales ratios

- Existe el análisis temporal, el análisis causal (estudiando el impacto de cambios en los precios y en la estructura del balance de la entidad) y el análisis espacial (comparación de entidades similares).
- Análisis de rentabilidad:
 - (1) **Rentabilidad financiera o ROE** (*return on equity*) = Beneficios/Recursos propios
 - (2) **Rentabilidad económica o ROA** (*return on assets*) = Beneficios/Activos totales.
Nótese que $ROE = ROA \times \text{apalancamiento financiero}$, que es simplemente los activos totales/recursos propios. Las autoridades reguladoras prudenciales intentan limitar este apalancamiento financiero, poniendo un límite a este llamado *coeficiente de recursos propios mínimos o coeficiente de solvencia*.
 - (3) **EBITDA** (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation).
- Análisis de eficiencia y productividad. La eficiencia mide el cociente entre el output y el input de una actividad. Un ratio útil podría ser el de gastos de explotación (personal, administración, ...) y el margen de explotación. Esto mide el coste de transformación por una unidad de producto. Por otro lado, la productividad mide la relación entre la producción obtenida y la utilización de un factor productivo. Se pueden utilizar ratios como el número de depósitos/número de sucursales.
- Análisis de morosidad. Ejemplo como créditos en mora/activos totales, o créditos en mora/ total de créditos.
- Análisis de liquidez. Ejemplos como inversiones a corto/activo total, o activos en el mercado interbancario/activos totales, ...
- Cuota de mercado. Ejemplos como créditos de mi entidad/créditos totales del sistema bancario, o lo mismo con el número de depósitos. El índice de Herfindahl-Hirschman (IHH) mide la concentración.

11. Los riesgos en las entidades bancarias

Tipología de riesgos en las entidades financieras

- (1) **Riesgo de crédito.** La posibilidad de que el prestatario no pueda afrontar la devolución de un préstamo. Abarca riesgos específicos como el *riesgo de contraparte* (impago a la hora de liquidar), *riesgo de liquidación*, *riesgo de país* (el estado deudor se niega o es incapaz de comprar divisas) y el *riesgo de concentración* (muchas deudas concentradas en un ente).
Las técnicas de *rating* intentan clasificar el riesgo. Por ejemplo, *Standard&Poors* establece una categoría AAA a las mejores instituciones y C para aquellas muy vulnerables.
- (2) **Riesgo de mercado.** Pérdidas derivadas de movimientos adversos en los precios de mercado, incluyendo los instrumentos de renta variable (acciones), tipos de interés (cuando el IF va ligado directamente) o tipos de cambio.
- (3) **Riesgo de tipo de interés.** Ocurre cuando las variaciones en el tipo de interés afectan directamente al margen de intereses (ej. Si se tiene una posición corta cuando hay más pasivos que activos, un incremento del tipo de interés afectará negativamente al margen).
- (4) **Riesgo de liquidez.** Riesgo de que la entidad bancaria no pueda satisfacer en algún momento solicitudes de liquidez por sus depositantes o para hacer frente a sus compromisos de pagos vencidos.
- (5) **Riesgo operativo.** Riesgo de pérdidas por la inadecuación o fallos internos en una entidad (ej. fallos humanos).
- (6) **Riesgo de reputación.** Pérdidas ocasionadas por una pérdida de la confianza en la entidad por parte de los clientes, inversores o el mercado en general.
- (7) **Riesgos extrafinancieros.** Son los riesgos ASG (ambientales, sociales y de gobernanza). Los riesgos ambientales se dividen entre riesgo físicos y de transición (costes para adaptarse a la legislación ambiental).

Regulación prudencial de la actividad bancaria

- El objetivo fundamental es garantizar la solvencia y por ende la estabilidad del sistema bancario. El **análisis microprudencial** estudia entidades específicas, estudiando la solvencia de sus clientes, la calidad de los activos, la gestión de la liquidez... Los *Acuerdos de Capital de Basilea* establecen el marco de solvencia que las entidades deben cumplir en función del riesgo que asuman. En particular, **Basilea II** establece un marco normativo basado en tres pilares:
 - (a) Requisito mínimo de capital del 8%.

$$C_s = \frac{\sum \text{Recursos propios computables}}{\sum A_i \times P_i} \geq 8\%$$

donde:

C_s = coeficiente de solvencia.

A_i = activos, posiciones y cuentas de orden sometidas a riesgo.

P_i = ponderación en función del riesgo.

- (b) Revisión de los organismos supervisores sobre la adecuación del nivel de capital.

- (c) Fortalecer la disciplina de mercado, obligando a que las entidades dispongan de políticas de transparencia.
- A raíz de la crisis financiera, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea publicó en 2010 un nuevo marco conocido como **Basilea III**. Este marco tiene dos objetivos fundamentales: mejorar la capacidad de reacción de los bancos a título individual, y paliar los riesgos sistémicos del sector bancario. Instrumentos:
 - (1) Nivel de capital mínimo exigido. Igual que Basilea II pero ahora tiene que mantener un cierto margen para situaciones de tensión.
 - (2) Liquidez. Los requerimientos de capital no son suficientes, se necesitan activos suficientemente líquidos. Esto se evalúa mediante coeficientes como el *Coeficiente de cobertura de liquidez*.
 - (3) A aquellas entidades de importancia sistémica se les exige contar con un requisito progresivo de capital para absorción de pérdidas.
 - También se intenta limitar el riesgo de concentración limitando al 25% la exposición de su capital admisible a un solo cliente o grupo económico.
 - La normativa de recursos propios está armonizada a nivel europeo, pero a nivel nacional las entidades españolas también tienen que tener **provisiones por insolvencia**, dotado por la cuenta de resultados.
 - Los *stress test* son pruebas de resistencia bancaria que lleva a cabo el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (EBA por sus siglas en inglés) desde 2009 para verificar la solvencia del sector financiero europeo. Consisten en simular escenarios adversos para valorar la situación patrimonial de los principales bancos de la Eurozona.
 - Además, la Comisión Europea también quiere intentar proteger a la ciudadanía. Aprobó la directiva MiFID para incrementar la protección a los clientes y la competencia en los mercados. Medidas como obligatoriamente incluir la TAE en la información proporcionada, publicar los tipos de intereses que aplican a los IF más frecuentes, ...

Fondo de Garantía de Depósitos

- El objetivo de los **FGD** consiste en garantizar a los clientes de las entidades de crédito, en caso de crisis, una determinada cantidad máxima por depositante en toda la UE, que en la actualidad se sitúa en 100.000 euros. La aplicación de la garantía es por depositante. Todos los bancos deben hacerse miembros de un sistema de garantía. Los bancos miembros realizan aportaciones basadas en su perfil de riesgo y en otros factores.

Unión Bancaria Europea

- El **Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF)** es una red basada en tres pilares: Autoridades Europeas de Supervisión (AES), la Junta Europea de Riesgo Sistémico y los supervisores nacionales. Ante la ineficiencia de la SESF durante la crisis financiera, la Comisión creó la unión bancaria en 2012. Tenemos el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) a cargo del BCE, con funciones sobre todo microprudenciales. El Mecanismo Único de Resolución (MUR) se utiliza para tratar de manera ordenada la quiebra de alguna entidad de inversión o crédito. Finalmente, se han armonizado las garantías a los depósitos bancarios.

12. La inversión institucional

- La **inversión institucional** hace referencia al conjunto de inversores no bancarios que reciben recursos de las unidades económicas con superávit y los invierten directamente en los mercados financieros. Ejemplos son los fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos de inversión, ... Suelen tener un gran volumen de recursos.

Instituciones de inversión mobiliaria colectiva

- Las instituciones de inversión colectivas (IIC) emiten instrumentos financieros indirectos (acciones) e invierten los recursos obtenidos en instrumentos financieros directos (valores de renta fija o variable) o instrumentos no financieros (activos mobiliarios). La CNMC regula las IIC. Éstas pueden adoptar dos formas jurídicas:
 - (a) Fiduciaria (fondos de inversión).
 - (b) Sociedad por acciones (sociedades de inversión).
- Además, distinguimos entre dos tipos: las de carácter financiero (invierten en IF) y las de carácter no financiero que invierten en bienes inmuebles para su arrendamiento, en obras de arte, ... Dentro de las de carácter financiero hay dos tipos:
 - (1) **Fondos de inversión mobiliaria**. Es un fondo de inversión que se centra en la inversión de valores mobiliarios (valores como acciones que representan un derecho de propiedad y puede ser intercambiado). Deben cumplir normas de diversificación, liquidez y transparencia. ¿Cómo funcionan? Un *partícipe* realiza aportaciones al fondo. Éste no tiene personalidad jurídica, es una sociedad anónima con el nombre de *Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC)* la que se encarga de administrar la cartera. Finalmente, la *entidad depositaria* se encarga de los depósitos de los instrumentos de la cartera y de realizar los cobros y pagos. Hay diferentes estrategias de gestión:
 - (a) Pasiva, estática o indexada. El fondo intenta replicar la composición de un índice bursátil puesto que creen en la “Teoría del mercado eficiente” por lo que piensan que no pueden lograr beneficios por encima de la media. Se llaman **ETF** (Exchange Traded Funds).
 - (b) Activa o dinámica. El gestor determina con cierta periodicidad la composición de la cartera. Intentan batir el mercado.
 - (c) Los fondos garantizados aseguran al inversor obtener una rentabilidad al finalizar un periodo determinado.
 - (2) **Sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SICAV)**. Su capital social puede variar mediante la venta o adquisición por parte de la sociedad de sus propias acciones. Debe cumplir las mismas normas de diversificación, liquidez y transparencia.
- Al igual que ocurre con los bancos que cuentan con el respaldo de un Fondo de Garantía de Depósitos, en el ámbito de las IIC existe el **FOGAIN**, que es el **Fondo General de Garantía de Inversiones** y ofrece cobertura a los clientes de sus entidades adheridas. La cobertura alcanza un máximo de 100.000 euros por titular.

Fondos de pensiones

- El fondo de pensiones es un patrimonio sin personalidad jurídica que debe ser gestionado por una sociedad gestora y una entidad depositaria. El fondo invierte en

los mercados y esto servirá para pagar a los beneficiarios llegado el momento.

Diferentes clasificaciones:

- (a) Fondos de reparto (lo que se capta en el año sirve para pagar las prestaciones que perciben los beneficiarios en ese año) o fondos de capitalización (cada miembro hace sus aportaciones a lo largo del tiempo y esto se podrá recuperar en un futuro).
- (b) Fondos internos (las empresas dotan una reserva para la jubilación) y los externos (independientes de la empresa).
- En general el *promotor* es el que insta a la creación del fondo (ej. empresa), el *partícipe* es el que realiza las aportaciones y el *beneficiario* es el que tiene derecho a percibir las prestaciones. Las contingencias cubiertas además de la jubilación pueden ser el fallecimiento, la invalidez y la dependencia.

El sector asegurador

- El sector asegurador se diferencia de otros sectores en que para realizar su actividad el capital fijo que necesita es relativamente pequeño y el capital circulante lo recibe de sus clientes en forma de primas cobradas a cuenta del producto que les ofrece (la seguridad frente a una contingencia).
- La **prima** es el precio del seguro. El **asegurador** es la entidad que asume el riesgo ajeno, el **tomador** es la persona física o jurídica que contrata el seguro, el **asegurado** es la persona sobre la que recaen los riesgos que se contemplan en el seguro, el **beneficiario** es la persona que recibe los beneficios en caso de siniestro.