

ANEXOS DEL LIBRO “CÓMO SUPERAR LA CRISIS” DE CALVO, GAMO Y MARTÍNEZ (EDICIONES B ,BARCELONA ,2009).

En los siguientes anexos vamos a realizar aproximaciones puntuales a temas que nos ha parecido que el lector debería conocer o por lo menos de los que debería tener una visión algo más clara de la que le ofrecen los profesionales y las entidades financieras. Dado que este es un libro de divulgación, la presentación que hacemos ha de ser, a la fuerza, muy esquematizada. Como, además, el tono del libro es desenfadado y el lenguaje económico es, por el contrario, muy formalista, es probable que algunas personas no estén de acuerdo con buena parte de nuestras afirmaciones. Lo admitimos, hemos sacrificado rigurosidad en el lenguaje en favor de comprensión. Mea culpa.

Qué es el sistema financiero y para qué sirve. Una lección rapidita de economía¹

Para empezar queremos dejar algo claro: es imposible la existencia de una economía desarrollada sin que esta posea un sistema financiero altamente cualificado. Pero ¿cuál es realmente su misión?, ¿qué elementos lo componen?, ¿cómo funciona?

La labor del sistema financiero es “sencilla” pero crucial para el funcionamiento de la economía: consiste en hacer llegar los recursos –básicamente dinero- desde aquellas unidades económicas que los poseen en exceso hacia las que los necesitan para financiar su actividad. Para ello utiliza sus tres componentes básicos: los *instrumentos financieros* que, como su propio nombre indica, son las vías utilizadas para que esa transferencia de recursos tenga lugar; los *intermediarios financieros*, agentes económicos cuya misión consiste en la intermediación entre los poseedores de recursos y los necesitados de éstos; a esta labor se une la de transformación, ya que “convierten” unos instrumentos financieros en otros más accesibles para todos los ahorradores; y los *mercados financieros*, lugares físicos o no en los que se realizan transacciones de instrumentos financieros. Y todo ello bajo un marco legal y unas instituciones que controlan que todo funcione correctamente y que la economía no se colapse².

¹ Este anexo es un resumen de la revisión al Capítulo 1 de Calvo y Martínez (2007): *Dinero y banca. Manual de Mercados financieros*. Tirant lo Blanc. Valencia

² Como se habrá dado ya cuenta querido lector, estas últimas fallaron más que ‘una escopeta de feria’ en controlar la estabilidad del sistema. Culpa de aquellos que pensaron que existe una *mano invisible* que lleva al equilibrio. No vamos a discutir en este libro sobre la ética moral del capitalismo, porque es un

Para ver su funcionamiento partamos de la actividad económica real, esa que se centra en la producción y el consumo. Para llevar a cabo ambas los agentes –usted, nosotros, las empresas, los gobiernos,...- necesitan recursos. Esto supone la elaboración de planes de financiación con el objetivo de asignarlos y obtenerlos, ya que, en general, no coincidirán los fondos disponibles con los que se necesitan para la actividad productiva. Habitualmente se producirán dos situaciones: el agente es *excedentario de recursos*, ya que no dedica todos los que posee a su propia actividad económica y tiene, en consecuencia, capacidad de prestar –los *ahorradores* o *prestamistas*-; o es *deficitario de fondos*, es decir, que lo que posee no le alcanza para acometer la producción o el consumo objetivo, teniendo necesidad de pedir prestado. Vamos, usted o yo que no podemos comprarnos el piso al contado, o la empresa Aceros de Cuenca, que necesita más dinero del que tiene en su caja fuerte: los *prestatarios*.

La actividad financiera sirve de puente entre ambos: los superavitarios de fondos, a través del sistema financiero, prestan sus recursos excedentes a los deficitarios, que pagan una remuneración a los primeros por su utilización. Así, puede decirse que el sistema financiero es: “...*el conjunto de instituciones, medios y mercados en el que se organiza la actividad financiera, de tal modo que ha de CANALIZAR EL AHORRO, haciendo que los recursos que permiten desarrollar la actividad económica real (producir y consumir, por ejemplo) lleguen desde aquellos INDIVIDUOS EXCEDENTARIOS en un momento determinado HASTA aquellos otros DEFICITARIOS*”³

Como ya hemos dichos, para que funcione todo sistema financiero necesita la integración de tres componentes: uno *institucional*, referido a las instituciones que lo configuran, siendo las más importantes los intermediarios financieros; otro *instrumental*, relacionado con los instrumentos que son utilizados para realizar la actividad financiera y que son denominados genéricamente activos financieros; y un tercero relativo a los *mecanismos de negociación* de esos activos y que tiene que ver con el funcionamiento de los mercados financieros y su regulación. Desde esta perspectiva, el sistema financiero puede redefinirse como: “...*el conjunto de procesos de financiación que tienen lugar en el interior de un país y con el resto del mundo,*

tema que da para muchos otros. Pero el *neoliberalismo*, el *pensamiento único* y la *codicia* propia del *capitalista especulativo*, que no productivo, en el que hemos vivido las últimas décadas explican bastante bien esta crisis.

³Banco de España. *Estabilidad del sistema financiero*.

http://aulavirtual.bde.es/wav/html/estabilidad_financiera/home.html

canalizados a través de instrumentos financieros que se emiten e intercambian en mercados financieros con la ayuda de instituciones financieras”⁴

Analicemos cada uno de estos componentes para luego establecer su interrelación.

1. Los instrumentos financieros

Los activos financieros⁵ son “*los títulos emitidos por las unidades económicas de gasto que constituyen un medio para mantener riqueza para quienes los poseen y un pasivo para quienes los generan*”⁶. Se trata, en definitiva, de compromisos legales representados a través de títulos que permiten obtener recursos a cambio de ofrecer o garantizar una retribución. Un activo financiero será, por lo tanto, una Letra del Tesoro, un Bono, privado o público, una acción, una participación en un fondo de inversión,...

Dos son las funciones fundamentales de los activos financieros: permitir la transferencia de fondos y distribuir el riesgo entre los agentes. Por su parte, tres características los definen y clasifican: la liquidez, el riesgo y la rentabilidad.

La *liquidez* es la capacidad que tiene un activo financiero para transformarse en dinero u otro medio de pago sin pérdida sustancial de valor. Un instrumento financiero será tanto más líquido cuanto más fácilmente sea transformable en dinero en efectivo, cuanto más bajos sean los costes de esa transformación y cuanto más estable en el tiempo sea su valor. Para entendernos, el activo más líquido es el propio dinero, luego los depósitos a la vista, a continuación los depósitos a plazo, etc. Por el contrario, los menos líquidos serían las acciones.

El *riesgo* consiste en la posibilidad de no recuperación del valor completo de la inversión inicialmente realizada. Existen dos tipos de riesgo financiero: el *riesgo de impago*, que alude a la posibilidad de no percibir los intereses acordados o no recuperar el principal entregado debido a la declaración de insolvencia del deudor; y el *riesgo de mercado*, asociado a las fluctuaciones del precio de mercado de un determinado título que pueden suponer que no llegue a recuperarse el capital invertido inicialmente en él, y ello aún cuando la entidad emisora mantenga su solvencia. Esto último es lo que está pasando actualmente en los mercados de valores, ya que el precio de las acciones ha

⁴ Banco de España. *Estabilidad del sistema financiero*.

⁵ Los activos pueden ser reales o financieros. Los reales son los pisos, las plazas de garaje,...

⁶ Calvo, A. et al (2005): *Manual de sistema financiero*. Ariel.

caído y hay mucha gente que compró a un precio superior al actual, por lo que está acumulando *minusvalías*.

Finalmente, el *rendimiento* de un activo financiero es su retribución, es decir, la ganancia obtenida por haber realizado el préstamo de recursos. El rendimiento varía en el mismo sentido que el riesgo y en sentido inverso a la liquidez. Es decir, los activos más líquidos son los que presentan menor riesgo pero también menor rentabilidad, mientras que los más rentables son también los más arriesgados y menos líquidos.

Como a lo mejor hemos empezado a liarle, vamos con los ejemplos. El activo más líquido es el dinero, que tiene tanto un riesgo como un rendimiento nulos, en general. A medida que los activos se van haciendo menos líquidos aumenta su rentabilidad pero también su riesgo: un depósito a plazo tiene más riesgo que uno a la vista pero le pagan un interés por su dinero. Avanzando avanzando podemos llegar a las acciones, los fondos de inversión de renta variable y en el límite los *Hedge funds*, que han tenido una alta rentabilidad asociada a un elevado riesgo, como hemos visto en este último año. Por eso, cuando vaya al banco querido pequeño inversor, o cuando le ofrezcan un ‘chollo’ de inversión, no se deje deslumbrar por los rendimientos que le ofrecen, y mire a ver la liquidez y sobre todo el riesgo asociado. Pregunte por los tres elementos, riesgo, liquidez y rendimiento, porque el dinero es suyo y quien lo arriesga es usted.

En la actual crisis, y en otras anteriores⁷, nos encontramos con muchos pequeños inversores que han perdido una parte importante de sus ahorros y se quejan de que nadie les avisó del riesgo implícito. Es posible. Pero también es posible que no preguntaran porque les cegó lo que les prometieron que ganarían. El refranero español es muy categórico en esto: “*nadie da duros a peseta*”. Y menos aquellos cuyo negocio supone coger los suyos y prestarlos a otros. Como consejo, si es usted un pequeño ahorrador invierta en activos líquidos como depósitos a plazo o renta fija. Ganará menos pero dormirá mejor. Si lo que le gustan son las emociones fuertes entonces invierta en la Bolsa⁸, sobre todo ahora, o compre fondos de alto riesgo. Puede ganar mucho si está atento, pero luego no llore ni pida ayuda al estado si pierde⁹.

⁷ Recuerde Afinsa o el Forum Filatélico

⁸ Esto con muchas matizaciones, porque hay valores de la Bolsa muy estables y cuya cotización a la baja se está produciendo únicamente por el riesgo de mercado y no por su actividad, que sigue siendo excelente.

⁹ Tampoco la piden los que van al casino.

2. Los intermediarios financieros

Son el conjunto de instituciones especializadas en la mediación entre los ahorradores últimos y los prestatarios finales. Un elemento común a todos ellos es que emiten activos financieros indirectos contra sí mismos –lo que se denomina *operaciones de pasivo* en el caso de las entidades bancarias, pero también las participaciones en los fondos de inversión, planes de pensiones y seguros, etc.- para obtener el dinero de las unidades superavitarias y así poder dedicarlo a la compra de activos primarios – acciones, bonos, obligaciones, letras,...- emitidos por las unidades deficitarias.

Existen formas muy variadas de intermediarios financieros, si bien las más importantes son las entidades de depósito, las instituciones de inversión colectiva y las instituciones de ahorro contractual.

La actividad de las *entidades de depósito* –bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito fundamentalmente- consiste en recibir del público fondos y dedicarlos a la concesión de préstamos u operaciones de la misma naturaleza. Su característica diferencial es que tiene reservada por ley, con carácter exclusivo y excluyente, la actividad de captación de fondos cuando la misma no consista en emisiones de valores o instrumentos sometidos a la normativa del mercado de valores. Es decir, son los únicos en los que se puede depositar dinero directamente sin una contraprestación de un título, participación, etc. Son, en definitiva, la *banca comercial*.

Entramos aquí en un terreno que ha parecido difuso en esta última crisis, ya que mucha gente cuando oía que habían quebrado bancos estadounidenses o ingleses los ‘traducía’ automáticamente a la banca española. Y nada más lejos de la realidad, ya que la *banca comercial* y la *banca de inversión o banca de negocios*, que es a la que pertenecen los bancos quebrados, son dos tipos distintos de negocio. De hecho en España no existen bancos puros de inversión, y tan solo algunos como BSCH y BBVA tienen divisiones de banca de inversión, pero su tamaño es muy pequeño en comparación con el total de operaciones del banco. Además, el tipo de banca de inversión que realizan es menos arriesgado y menos cíclico que el de los bancos de inversión estadounidense¹⁰.

La *banca de inversión* tiene como misión obtener, tanto para las empresas como para los gobiernos, el dinero o los instrumentos financieros necesarios para realizar una

¹⁰ http://www.invertirenbolsa.info/articulo_banca_comercial_vs_banca_inversion.htm

inversión, mediante la emisión y venta de valores en los mercados de capitales. No tienen una gran red de sucursales, sino unas pocas oficinas de gran tamaño.

Mientras que la *banca comercial* obtiene unos beneficios muy estables, no ocurre así con los de la *banca de inversión*, que son más inestables. De hecho, en los momentos de auge la banca de inversión suele ganar mucho más que la comercial, pero en la desaceleración puede sufrir grandes pérdidas.

En definitiva, puede estar usted tranquilo con los bancos españoles que no es probable que quiebren dado su tipo de negocio. Otro problema es el ‘ladrillo’, que les pesa en los balances.

Las *instituciones de inversión colectiva* (IIC) son fundamentalmente los *fondos de inversión* y las *sociedades de inversión*. Su característica es que captan fondos del público para gestionarlos e invertirlos pero con una condición: el resultado que obtiene el inversor depende de los resultados del colectivo. Es decir, que mientras que cuando usted deposita su dinero en el banco le pagan un tipo de interés independientemente de cómo le vaya al banco –si gana mucho mejor para él, si gana poco es su problema- en el fondo de inversión si los activos que tiene el fondo se revalorizan ganan todos sus partícipes, si pierden valor también pierden todos los participantes del fondo. Hablaremos con más detalle de los fondos de inversión en otro anexo.

En función de los activos en los que invierten pueden clasificarse en: IIC *de carácter financiero*, si invierten en activos e instrumentos financieros y *de carácter no financiero*, que invierten en otro tipo de activos, especialmente los inmobiliarios.

Las *instituciones de ahorro contractual* –compañías de seguros y fondos de pensiones- toman fondos de las unidades superavitarias a intervalos periódicos (primas) y los invierten en el mercado de capitales, en general a largo plazo en activos de riesgo moderado. Los *seguros de ahorros* son contratos donde se asegura un determinado capital y una rentabilidad a un plazo concreto. El *plan de pensiones* es un producto de seguro diseñado para garantizar un capital o unas rentas en el momento de la jubilación del titular.

Como hemos dicho al principio, a la labor de *intermediación* las instituciones financieras añaden la de *transformación*, ya que el instrumento financiero que reciben de los que buscan financiación –acciones, bonos,...- no suele ser el mismo que venden a los que aportan su dinero –depósitos, participaciones, etc.-

La función de intermediación y transformación que realizan los intermediarios financieros es beneficiosa tanto para aquellos para quien la realizan como para el conjunto de la sociedad. Para los ahorradores porque les ofrecen instrumentos financieros en los que materializar su riqueza; para los demandantes porque les facilitan los fondos que solicitan; y para el conjunto de la sociedad porque movilizan a pequeños inversores que normalmente no acudirían a los mercados de valores y contribuyen de forma decisiva a la asignación eficiente de los recursos.

3. Los mercados financieros

Los mercados financieros son lugares físicos o no en los que se produce un intercambio de activos financieros. No es precisa la existencia de un lugar físico para realizar las transacciones, ya que estas se pueden concretar a través de una red interconexiónada de ordenadores, como sucede en la actualidad.

Las principales características que deben poseer son la *amplitud*, con un gran volumen de activos intercambiados, la *transparencia*, especialmente informativa, la *libertad*, sin limitaciones de acceso, la *profundidad*, ya que cuanto más profundo sea el mercado mayor será el número de órdenes de compra y venta para cada activo, y la *flexibilidad* de adaptación de los agentes a los cambios en el mercado.

Los mercados financieros pueden ser catalogados de muy diferentes formas. Así, según las características de los activos podemos hablar del *mercado monetario* que se caracteriza porque en él se negocian exclusivamente instrumentos con “contenido de deuda”¹¹ y con vencimientos inferiores al año. Por el contrario, el *mercado de capitales* comprende las operaciones de colocación y financiamiento a largo plazo.

Dependiendo de las fases de negociación tendremos los *mercados primarios o de emisión* que negocian activos financieros de reciente creación; y los *mercados secundarios* en los que se comercia con títulos ya emitidos, dotándoles de liquidez.

Por plazo de realización están los *mercados al contado o spot* donde la negociación –compra y venta- de los activos financieros es en tiempo real, mientras que en los *mercados de derivados y opciones* las operaciones se concretan hoy para ser realizadas en el futuro.

¹¹ Un instrumento con “contenido de deuda” es un acuerdo contractual por el cual el prestatario se compromete a pagar al tenedor del instrumento una cantidad fija por períodos regulares hasta una fecha dada –vencimiento- en la que se realizará un último pago consistente en la devolución del principal.

En cuanto al grado de formalización, los *mercados organizados* son aquellos en los cuales se comercian muchos títulos en un lugar central y bajo un conjunto específico de reglas y reglamentos. El ejemplo típico es la Bolsa de Valores. Por su parte, en los *mercados no organizados* se intercambian activos directamente, sin someterse a una reglamentación tan estricta y sin necesidad de definir el lugar concreto para la transacción.

Finalmente, dependiendo de su forma de funcionamiento los mercados pueden realizar *transacciones intermediadas, directas o gestionadas*. El siguiente gráfico explicita las características de cada tipo de transacción.

Gráfico. Tipos de transacciones de los mercados financieros

1. TRANSACCIONES INTERMEDIAS: Intercambio de recursos por propiedad o deuda de segundo grado para el excedentario, en primer grado para el deficitario, y en primer grado para el intermediario.

- **Mercado de depósito** (Bancos, Cajas, Cooperativas)
- **Mercado hipotecario**, mediación con garantía real (SCH, Cajas, Bancos)
- **Mercado de previsión:** de futuras contingencias (Seguros, Pensiones)



2. TRANSACCIONES DIRECTAS: Intercambio de recursos por propiedad o deuda en primera grado, para el excedentario y para el deficitario.

- **Mercado monetario:** Dinero a corto (Letras, Pagarés)
- **Mercado de renta fija:** Capitales a medio y largo (Obligaciones, Bonos)
- **Mercado de renta variable:** Capitales a riesgo (Acciones)
- **Mercado exteriores:** Balanzas (Divisas, Capitales)
- **Mercado de derivados:** Aseguramiento y Riesgo (Opciones, Futuros, Swaps)



3. TRANSACCIONES GESTIONADAS: Intercambio de recursos por propiedad o deuda en primer grado excedentario y el deficitario. La selección de inversiones del excedentario se realiza por entidades gestoras dependientes de entidades financieras o independientes.

- **Mercado de Inversión Colectiva:** Financieras, No Financieras, Pensiones (FIAM, FIM, SIM, SIMCAV)

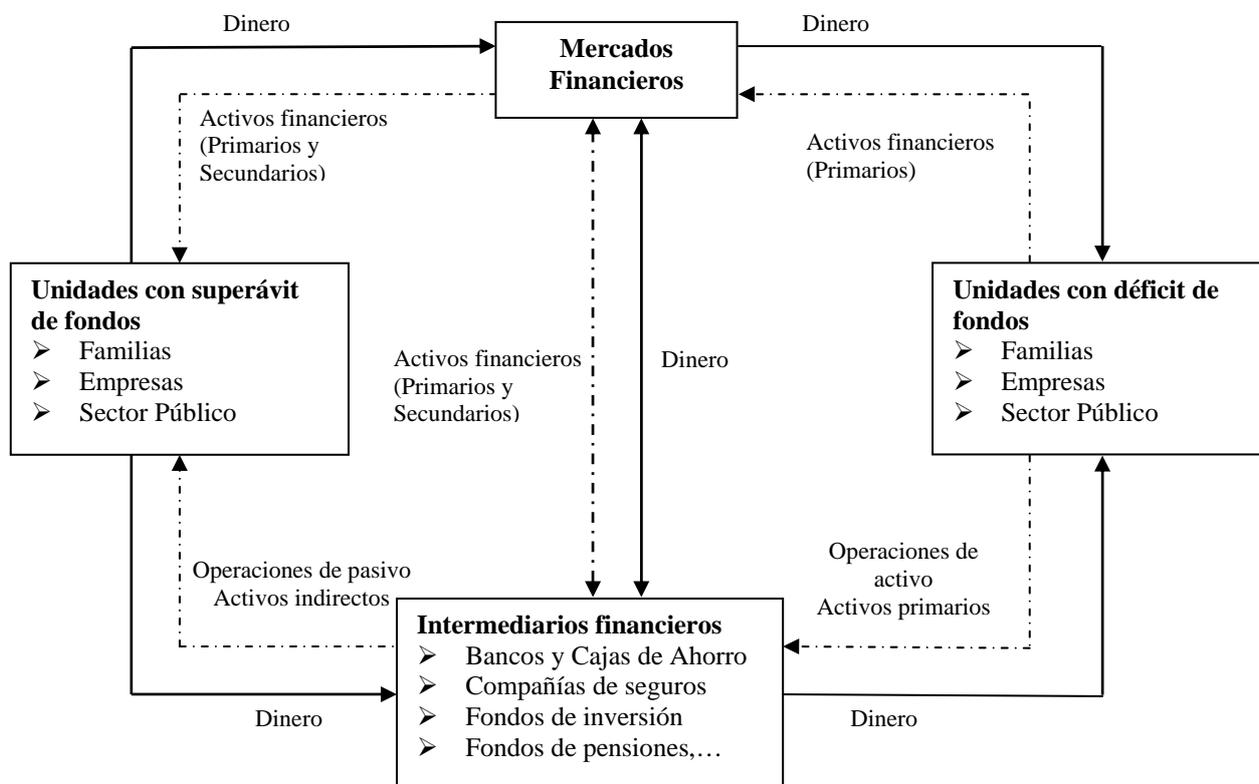


Fuente: José L. Sánchez (2001): *Curso de Bolsa y Mercados Financieros*. Ariel economía. Barcelona

4. El funcionamiento conjunto del sistema financiero

Ya conocemos a todos los integrantes del sistema financiero y los instrumentos que se utilizan por lo que es posible presentar, de forma esquematizada, las relaciones que se establecen entre ellos y las vías por las que son movilizados los fondos.

Gráfico.- Estructura del sistema financiero



Analícemos brevemente cada una de las partes de este gráfico.

Las unidades superavitarias y deficitarias de fondos y los mercados financieros

El lado superior izquierdo del gráfico muestra las relaciones que se establecen entre las unidades con recursos para prestar y los mercados financieros. Los ahorradores acudirán a los mercados financieros en busca de activos primarios –acciones, bonos, letras,...- y secundarios –derivados y opciones- en los que colocar su excedente de fondos. Así, y por el lado de los compradores/ahorradores, se producirá una transferencia de dinero a cambio de activos financieros.

Por su parte, el lado derecho refleja el recurso a la financiación en el mercado monetario y de capitales de las unidades deficitarias de recursos. Estas emitirán activos primarios que colocarán en los mercados a cambio de dinero facilitado por los ahorradores.

La misión de los mercados financieros consiste así en realizar labores de intermediación entre demandantes y oferentes de activos financieros y fondos, al mismo tiempo que dota de liquidez a los primeros permitiendo su negociación.

Las unidades superavitarias y deficitarias de fondos y los intermediarios financieros

Un papel similar al jugado por los mercados financieros es el que realizan los intermediarios financieros, si bien en este caso además de la intermediación se lleva a cabo una labor de transformación. Así, mientras que en los mercados se negocian directamente los activos financieros creados por las unidades deficitarias de fondos, los intermediarios financieros crean unos activos secundarios que les permiten captar recursos de las unidades superavitarias al mismo tiempo que también les posibilitan crear formas de financiación alternativas a las de los activos primarios.

Centrándonos en el lado inferior izquierdo del gráfico, los intermediarios financieros llevan a cabo *operaciones de pasivo* con el fin de captar recursos de sus clientes. Para ello generan activos indirectos entre los que podemos encontrar las cuentas corrientes, las cuentas de ahorro, las imposiciones a plazo fijo, las participaciones en fondos de inversión o los seguros de ahorro y planes de pensiones.

El costado inferior derecho incluye a las *operaciones de activo*, que consisten en la cesión de una determinada cantidad de dinero a una persona física o jurídica durante un período de tiempo pactado teniendo como contraprestación el cobro de una retribución en concepto de intereses por la cantidad cedida y la asunción de riesgo. Estamos hablando de los préstamos personales, las hipotecas, las pólizas de crédito, el descuento comercial, las tarjetas de crédito y débito¹²,...

Los intermediarios financieros también podrán adquirir directamente de las unidades deficitarias activos primarios emitidos por estas.

Mercados e intermediarios financieros

Por último, los mercados e intermediarios financieros también pueden interactuar. De hecho la relación va en ambos sentidos, ya que algunos intermediarios financieros emitirán activos primarios –caso de los bancos que emiten acciones, bonos y

¹² Ojo con esto, porque una tarjeta de crédito y una de débito no son lo mismo.

obligaciones- que se colocarán en los mercados, y al mismo tiempo acudirán a éstos a comprar activos primarios y negociar activos secundarios de otras instituciones públicas y privadas para colocar sus recursos y obtener rentabilidad.