

1

Colección Manuales de Asesoramiento Financiero

Cómo interpretar la información económica

Análisis de mercados financieros: conyuntura económica, sistema financiero, política monetaria

Xavier Brun
Pablo Larraga
Miriam Moya

PROFIT editorial

Cómo interpretar la información económica

Análisis de mercados financieros: coyuntura económica, sistema financiero, política monetaria

Xavier Brun
Pablo Larraga
Miriam Moya

Colección Manuales de Asesoramiento Financiero



Toda forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra sólo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvando la excepción prevista por la ley. Diríjanse al editor, si necesitan fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

COLECCIÓN MANUALES DE ASESORAMIENTO FINANCIERO
Director: Xavier Puig Pla
Coordinador: Pablo Larraga López
Supervisión de contenidos: Oscar Elvira Benito, Xavier Brun Lozano

Diseño cubierta: Jordi Xicart

© Bresca Editorial, S.L., Barcelona, 2008
© Estudios y Formación en Finanzas Aplicadas, S.L., 2008

Conversión a ePub: booqlab.com

ISBN (ePub): 978-84-92956-77-7

Referencias

Sobre los autores

Xavier Brun Lozano, coordinador académico y profesor del Máster en Mercados Financieros del IDEC-Universitat Pompeu Fabra. Analista de renta variable de Strategic Investment Advisor. Asesor Financiero Europeo (Miembro de EFPA España).

Más información sobre el Xavier Brun Lozano

Pablo Larraga López, diplomado en Finanzas Internacionales por ESADE. Profesor de Finanzas y Director de Programas de posgrado en el Institut d'Estudis Financers. Profesor de varias entidades y universidades. Asesor Financiero Europeo (Miembro de EFPA España). Analista financiero (Miembro de la Junta de la Delegación Catalana del IEAF). Autor de varios artículos y libros sobre temas financieros.

Más información sobre Pablo Larraga López

Miriam Moya, diplomada en Ciencias Empresariales por la Universidad Pompeu Fabra (UPF).

Más información sobre Miriam Moya

Sobre el libro

Cómo interpretar la información económica proporciona al lector los conocimientos instrumentales básicos que le permitirán comprender con mayor facilidad los conceptos relacionados con productos, mercados, así como el análisis y selección de inversiones.

Más información sobre el libro y/o material complementario

Otros libros de interés

Índice

Prólogo de *Francisco Albuixech Micó*

Prólogo de *Oriol Amat*

Introducción

Agradecimientos

Primera parte. Coyuntura económica

Capítulo 1. Los indicadores de coyuntura Tipología e indicadores más relevantes

1.1. Los indicadores de coyuntura. Tipología e indicadores más relevantes

1.1.1. Variables a tener en cuenta en una economía

1.1.2. Producto Interior Bruto (PIB)

1.1.3. Inflación

1.1.4. Tipos de interés

1.1.5. Tipo de cambio

1.1.6. Balanza de pagos

1.1.7. Desempleo

1.1.8. Indicadores de oferta y demanda

Capítulo 2. Los ciclos económicos

2.1. Los ciclos económicos

2.1.1. Fase recuperación

2.1.2. Fase expansión
2.1.3. Fase estancamiento
2.1.4. Fase recesión
2.1.5. Indicadores que ofrecen información sobre ciclo económico
2.1.5.1. Indicadores avanzados

Capítulo 3. Interpretación de los indicadores económicos para la previsión en los mercados financieros
3.1. Interpretación de los indicadores económicos para la previsión en los mercados financieros
3.1.1. PIB
3.1.2. Inflación
3.1.3. Tipo de interés
Test. Coyuntura económica
Bibliografía

Segunda parte. Sistema financiero y política monetaria

Capítulo 1. Concepto y componentes de un sistema financiero
1.1. Concepto, características y funciones de un sistema financiero
1.2. Estructura actual del sistema financiero español: Características generales
Capítulo 2. Intermediarios financieros
2.1. Concepto de intermediario financiero
2.2. Clasificación
2.2.1. Bancarios
2.2.2. No bancarios
Capítulo 3. Activos financieros
3.1. Concepto, funciones y características
3.2. Clasificación de los activos financieros
3.2.1. Activos de renta variable
3.2.2. Activos de renta fija
Capítulo 4. Mercados financieros

4.1. Concepto, funciones y características
4.1.1. Concepto
4.1.2. Funciones
4.1.3. Características
4.2. Clasificación de los Mercados financieros
4.3. Otros criterios de clasificación
Capítulo 5. Regulación
5.1. Objetivos de la regulación
5.2. Órganos reguladores del ámbito general del sistema financiero español
5.3. Órganos supervisores nacionales en Banca y valores en los estados miembros de la Unión Europea
Capítulo 6. El BCE y la política monetaria
6.1. BCE y SEBC: objetivos, funciones y estructura
6.2. La política monetaria
Test. Sistema financiero y política monetaria
Bibliografía

Prólogo de Francisco Albuixech Micó

Delegado en Barcelona de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

Con la publicación de esta colección se acomete un proyecto ciertamente interesante. Resultaba ya necesaria la elaboración de un estudio minucioso e independiente que lograra adentrarse sin tapujos en el terreno de un concepto tan heterogéneo como es el asesoramiento financiero. Así se hace en esta obra a la vez que se persigue con acierto el objetivo de compilar y describir un conjunto de herramientas financieras y estadísticas de las que los asesores pueden disponer para el correcto desempeño de su función.

Esta profundización en la figura del asesor como profesional que actúa e interviene en los mercados financieros resulta además especialmente oportuna en estos momentos, habida cuenta del nuevo régimen legal que se aplica a esta figura, como consecuencia de la aprobación de la Directiva 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros (*Mifid),* y su transposición al ordenamiento jurídico español.

Hasta ahora, el asesoramiento financiero en el ámbito de los mercados de valores se ha prestado en España en un régimen de libertad, sin que la ley haya venido exigiendo a los profesionales la acreditación de unas determinadas condiciones ni la sujeción previa a autorización administrativa alguna. Todo ello con independencia de que en sus actuaciones sí hayan debido someterse a las normas de conducta y disciplinarias de los mercados de valores y de que su labor se haya debido circunscribir expresamente a tareas de puro asesoramiento, sin poder inmiscuirse en ningún caso en el ámbito de los

servicios de inversión tasados por la normativa y reservados exclusivamente, estos sí, a las entidades registradas.

Con la aprobación de la *Mifid*, se da un vuelco sustancial a la situación descrita. Esta norma comunitaria moderniza y sustituye las previsiones de la anterior Directiva de Servicios de Inversión (93/22/CEE) y supone una verdadera revolución que desembocará en breve en una importante actualización de las normas reguladoras del funcionamiento de los mercados de valores en los distintos países de la Unión Europea.

En lo que concierne al asesoramiento en materia financiera, la *Mifid* incluye una novedad esencial: la directiva contiene una lista de servicios y actividades de inversión entre los que el asesoramiento se contempla específicamente como uno de los servicios de inversión cuya prestación habrá de ser sometida a algún tipo de licencia previa por parte de las autoridades pertinentes de cada Estado miembro. El asesoramiento financiero dejará, por tanto, de ser una actividad complementaria no sometida a autorización y su ejercicio pasará a estar regulado de forma concreta en la normativa española tan pronto como la directiva se transponga a nuestro Derecho interno.

Ahora bien, ¿qué tipo de asesoramiento financiero será el que precise tal licencia? La *Mifid* define en su articulado el asesoramiento en materia de inversión como la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros. De acuerdo con esta definición, parece que no se exigirá una autorización especial cuando lo que se ofrezca a los inversores sean recomendaciones genéricas, no personalizadas, bien por tratarse de meras comunicaciones comerciales o publicitarias o por corresponder al ámbito del análisis financiero en el sentido más amplio del término. En todo caso, lo cierto es que la línea que separa los diferentes tipos de recomendaciones que un asesor podrá efectuar es todavía difusa y deberán ser las futuras normas nacionales que desarrollen la *Mifid* las que concreten caso por caso cuándo una actividad de asesoramiento financiero recaerá en el ámbito de la licencia previa preceptiva y cuándo no.

Sea como fuere, es necesario que el profesional que vaya a dedicarse a ofrecer asesoramiento financiero tome conciencia de la importancia de esta tarea y asuma responsablemente la trascendencia de sus actuaciones. Para ello,

es fundamental que cuente con los medios, los conocimientos y con la formación adecuada para la prestación del asesoramiento financiero, tarea que deberá desempeñar siempre de modo leal y acorde con las buenas prácticas que se derivan de las normas de conducta de los mercados de valores. Esta obra, escrita por profesores de la UPF, colabora de forma sustancial en facilitar a los asesores financieros una herramienta necesaria que les permitirá ofrecer a sus clientes un asesoramiento concienzudo, profesional y acorde con su perfil de riesgo. A su vez, el uso adecuado por parte de los asesores de las técnicas contempladas en el presente manual redundará también en beneficio de los inversores que podrán encontrar sus intereses correctamente protegidos.

Nos hallamos, por tanto, ante una obra que trata sobre un tema candente, tanto por el interés de su propio contenido como por el de su palpante actualidad. Esta colección constituye sin duda un instrumento valioso y útil del que se extraerán notables conocimientos pero que, en todo caso, el lector atento e interesado deberá preocuparse de actualizar para no perder el ritmo vertiginoso con el que la industria financiera innova día a día sus herramientas y se adapta a las situaciones siempre cambiantes de forma acorde con el devenir de un mundo económico cada vez más complejo y globalizado.

Prólogo de Oriol Amat

Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universitat Pompeu Fabra

El mundo de las finanzas es cada vez más complejo. No paran de aparecer nuevos productos cada vez más sofisticados, tanto en lo que se refiere a su funcionamiento como a su tratamiento fiscal. Los mercados financieros también están innovando continuamente. Al mismo tiempo, los perfiles y las necesidades de ahorradores e inversores son cada vez más diversas. Todo ello explica que los profesionales del asesoramiento financiero han de tener conocimientos cada vez más completos sobre una lista de temas que no para de crecer. Hace un par de décadas, las entidades de crédito podían contar con los dedos de sus manos los productos de activo y pasivo que podían ofrecer a sus clientes. En la actualidad, la oferta de productos financieros es de varios centenares.

Un buen asesoramiento ha de preservar la riqueza del cliente y, al mismo tiempo, maximizarla con un nivel de riesgo asumible; pero para ello se precisan buenos profesionales. En caso contrario, existe el peligro de que se cumpla el dicho de que «Las finanzas son el arte de pasar el dinero de mano en mano, hasta que al final desaparece». Algunos asesores financieros se han ganado a pulso esta mala fama.

Sin duda, todos podemos equivocarnos en las decisiones financieras que tomamos. Pero hay algunas reglas que a largo plazo han demostrado que tienen unas bajas probabilidades de fallar. Por ejemplo, para el inversor que quiere poco riesgo en una inversión a corto plazo, las mejores opciones son los

depósitos bancarios en entidades de la máxima solvencia o productos similares. Aunque es difícil que esta rentabilidad supere la inflación, sobre todo si se consideran después de impuestos, son una buena alternativa. Dan poca rentabilidad pero el nivel de riesgo es prácticamente nulo.

Para inversores a más largo plazo ya se puede pensar en que una parte de sus ahorros se puede invertir en bolsa, pero con una serie de prevenciones que pueden calificarse de conservadoras: invertir sólo el dinero que no se precisa a largo plazo; entrar en bolsa cuando está barata (por ejemplo, un buen momento para entrar fue durante los años 2003 y principios del 2004); diversificar adquiriendo acciones de una docena de empresas de seis o siete sectores que se entiendan y con futuro; escoger empresas con buenas perspectivas de futuro y en las que se confíe en su equipo directivo. Una vez se compran las acciones, se ha de tener muy claro cuál es el objetivo de rentabilidad con el fin de venderlas una vez se haya alcanzado esa meta. Como se dice en bolsa, «el último euro que lo gane otro». En fin, son algunas reglas que pueden ser de utilidad aunque puedan ser calificadas de excesivamente conservadoras. Hace unos años, el presidente de un gran banco decía que «En finanzas, hay dos estrategias, la conservadora y... la mala».

El buen asesor financiero ha de tener un conocimiento elevado de cultura económica general. Es decir, ha de saber interpretar los datos económicos para poder diagnosticar la situación actual y las perspectivas de futuro. También ha de tener una buena base de matemática financiera y estadística. Lo anterior ha de ir acompañado de un dominio del funcionamiento de los mercados y productos financieros, incluyendo sus aspectos fiscales. Además, tiene que saber utilizar las técnicas de análisis que permiten identificar la combinación de productos adecuada en cada momento para cada cliente. Todo ello debe ir presidido por una actitud ética y empática en relación con las necesidades del cliente. De todas estas necesidades que tiene el asesor financiero trata esta colección de libros y lo hace con un enfoque del que destacaría su rigurosidad combinada con una alta dosis de practicidad. Por ello se trata de una obra extremadamente útil y que cubre un vacío.

Es una obra en el que han intervenido varios especialistas y que está dirigido y coordinado por los profesores Xavier Puig y Pablo Larraga. Se trata de dos auténticos expertos en la materia, de dos *cracks*, como se dice en el

mundo financiero, y que además gozan de un gran prestigio como docentes en la Universitat Pompeu Fabra y el Institut d'Educació Contínua de esta universidad. Tienen muchas cualidades que garantizan el éxito de esta colección, conocen los temas de los que hablan y además los saben comunicar de forma óptima.

Estoy convencido que será una obra de gran utilidad para los profesionales de las finanzas que quieran asumir con la mejor preparación posible los retos a los que se van a enfrentar en los próximos años.

Introducción

A quién va dirigido

Esta colección pretende ayudar a todos aquellos profesionales que se dedican o pretendan dedicarse al asesoramiento de las necesidades financieras de sus clientes.

En los últimos años, una serie de factores comunes en las economías occidentales (longevidad de la población, incremento general de las rentas familiares, entorno de tipos de interés bajos, etc.), ha hecho que la gestión integral del patrimonio de las personas haya devenido una de las actividades de mayor crecimiento en el sector de servicios financieros. La banca privada y la banca personal parece que toman el relevo a la banca universal en cuanto a estrategia de crecimiento de las principales entidades financieras, siendo ésta una tendencia que no parece que vaya a cambiar en un futuro próximo, antes al contrarío, todas las predicciones anuncian una aceleración de dicho proceso.

Los clientes del sector financiero tienen una cultura financiera cada vez mayor y son más exigentes a la hora de satisfacer sus necesidades de inversión y financiación, exigiendo respuestas más profesionales y con un grado de sofisticación financiero-fiscal impensable tan sólo unos años atrás; el ritmo de aparición de nuevos productos de inversión, el desarrollo extraordinario de los mercados financieros y la cambiante legislación fiscal, entre otros factores, así lo atestiguan. Todo ello hace que los profesionales de las finanzas

tengan que ponerse al día de una forma constante y continua. Esta colección pretende ayudarles en esta faceta de formación continuada, con el objetivo de mantener o aumentar sus competencias en el área del asesoramiento financiero global a sus clientes.

Objetivos

Uno de los principales objetivos de esta colección es el de conseguir introducir al lector en un mundo aparentemente complejo y sofisticado de una forma sencilla y comprensible. En la actualidad millones de personas en todo el mundo compran y venden diariamente acciones, bonos, futuros, divisas y opciones, lo que nos debe sugerir, en principio, que no deben ser productos ni tan sofisticados ni tan complejos. No se engañe el lector: nada en finanzas es trivial, pero aprendiendo de forma secuencial y ordenada, conceptos que «a priori» pueden parecer complicados, deben resultar, al final de cada libro de esta colección, entendibles y asimilables.

Hemos pretendido guiar al lector a través de una senda de conocimientos que va de lo más sencillo a lo más complejo y para ello hemos estructurado la colección en doce (12) libros, cuyos contenidos son los siguientes:

Libro I «Cómo interpretar la información económica». Este primer libro lo hemos dedicado a dotar al lector de los conocimientos instrumentales básicos que le permitirán comprender con mayor facilidad conceptos posteriores de: productos, mercados y análisis y selección de inversiones, que irán apareciendo a lo largo de la colección. Estos conocimientos básicos abarcan: *Coyuntura económica* y *Sistema financiero y política monetaria.*

Libro II «Matemática financiera y estadística básica». En este segundo libro se dota al lector de los conocimientos técnicos básicos sobre *Cálculos financieros básicos* y *Estadística básica,* que le permitirán comprender mejor los aspectos relacionados con el análisis de los mercados financieros.

Libro III «Conocer los productos y servicios bancarios». Este tercer libro presenta y analiza los productos y servicios financieros tradicionales tanto de inversión como de financiación, así como los relacionados con los servicios que ofrecen las entidades de crédito.

Libro IV «Conocer los productos de seguros». Este libro presenta y analiza los productos y servicios que ofrecen las compañías aseguradoras, así como los relacionados con otros servicios.

Libro V «La inversión en productos inmobiliarios». Este quinto libro presenta y analiza los productos inmobiliarios como oportunidades de inversión. De esta forma forma el lector puede adquirir una visión clara de los aspectos clave a considerar para evaluarlos y de sus posibilidades como alternativa de inversión.

Libro VI «Conocer los productos financieros de inversión colectiva». Este libro presenta y analiza los productos de inversión colectiva que son los grandes canalizadores del ahorro y por tanto también son las instituciones de mayor poder inversor.

Libro VII «Mercado monetario y mercado de renta fija». En este séptimo libro se introduce al lector en los dos mercados donde se forma el precio del dinero a corto plazo: *Mercado monetario* y a largo plazo: *Mercado de renta fija*. El conocimiento del funcionamiento de estos dos mercados, es imprescindible para entender las valoraciones del resto de mercados financieros.

Libro VIII «Mercado de renta variable y mercado de divisas». Es en este octavo libro donde se introduce al lector en el mundo apasionante de las bolsas de valores: *Mercado de renta variable* y las formas de analizarlo. Asimismo el libro incluye el *Mercado de divisas* donde se intenta esclarecer su funcionamiento y el por qué de las variaciones del precio de unas divisas respecto de otras.

Libro IX «Mercado de productos derivados». Los nuevos productos financieros de última generación, generalmente llevan un producto derivado incorporado. Es en este libro IX donde el lector se introducirá en el campo de los futuros, las opciones, los *swaps*, los FRA, etc., es decir en el *Mercado de productos derivados*.

Libro X «Análisis y selección de inversiones en mercados financieros». Este libro aporta las consideraciones técnicas en las que se basa cualquier asesoramiento financiero moderno y riguroso. Es en este libro donde se introducen los siguientes conceptos: *Eficiencia de los mercados, Teoría de*

carteras, Asignación de activos y definición de políticas de inversión, Medidas estándar de medición de resultados y *Comunicación de resultados.*

Libro XI «Fiscalidad de los productos y operaciones financieras». El conocimiento exhaustivo del efecto fiscal en cualquier decisión financiera, es imprescindible para poder asesorar eficientemente a cualquier cliente. Este libro intenta dotar al lector de los parámetros básicos fiscales que debe tener en cuenta a la hora de realizar un diagnóstico financiero. Contiene dos grandes módulos: *Marco tributario de las operaciones financieras* y *Fiscalidad de los principales productos financieros.*

Libro XII «Asesoramiento financiero en la práctica». Una vez expuestos todos los conocimientos técnicos necesarios para poder efectuar un asesoramiento financiero de calidad, en este último libro se intenta dar una visión práctica del proceso que debe seguir un asesor financiero, conteniendo: *Proceso de asesoramiento y planificación financiera* y *Ética del asesoramiento financiero*.

Metodología y Equipo de trabajo

Esta colección, como ya se ha mencionado, está dividida en doce (12) *Libros,* cada libro, a su vez, contiene diversas *partes,* que a su vez se componen de diversos *capítulos*.

Para su mejor estructuración e interpretación, cada parte contiene:

Objetivos
Índice
Debe haber quedado claro
Test de autoevaluación
Soluciones del test de autoevaluación comentadas
Bibliografía

No obstante, en función de la extensión de alguna *parte,* los capítulos que lo componen pueden incluir también *objetivos* y *debe haber quedado claro.*

El proceso de gestación de una colección de libros, donde intervienen varios autores, no es simple y precisa de un minucioso trabajo de dirección, coordinación y supervisión; en esta colección, dichas funciones han sido

desarrolladas por los siguientes profesores de la Universitat Pompeu Fabra:

Director: Xavier Puig Pla
Coordinador: Pablo Larraga López
Supervisión de contenidos: Oscar Elvira Benito y Xavier Brun Lozano

Finalmente, los autores de esta colección, ordenados por los libros en los que han participado, son los siguientes:

LIBRO	MÓDULO	AUTOR
I		
CÓMO INTERPRETAR LA INFORMACIÓN ECONÓMICA	1. Coyuntura económica	Xavier Brun
	2. Sistema financiero y política monetaria	Pablo Larraga y Miriam Moya
II		
MATEMÁTICA FINANCIERA Y ESTADÍSTICA BÁSICA	1. Cálculos financieros básicos	Oscar Elvira y Xavier Puig
	2. Estadística básica	Xavier Brun
III		
CONOCER LOS PRODUCTOS Y SERVICIOS BANCARIOS	1. Productos bancarios clásicos	David Igual
IV		
CONOCER LOS PRODUCTOS DE SEGUROS	1. Productos de seguros	Rafael Manchón y Albert Martí
V		
LA INVERSIÓN EN PRODUCTOS INMOBILIARIOS	1. Mercado immoviliario	Ramon Amargant
VI		
CONOCER LOS PRODUCTOS FINANCIEROS DE INVERSIÓN COLECTIVA	1. Instituciones de inversión colectiva	Pablo Larraga e Inma Peña
VII		
MERCADO MONETARIO Y MERCADO DE RENTA FIJA	1. Mercado monetario y mercado de renta fija	Pablo Larraga

VIII		
MERCADO DE RENTA VARIABLE Y MERCADO DE DIVISAS	1. Mercado de renta variable	Oscar Elvira y Xavier Puig
	2. Mercado de divisas	Xavier Brun
IX		
MERCADO DE PRODUCTOS DERIVADOS	1. Mercado de productos derivados	Oscar Elvira y Pablo Larraga
X		
ANÁLISIS Y SELECCIÓN DE INVERSIONES EN MERCADOS FINANCIEROS	1. La eficiencia de los mercados	Xavier Brun y Manuel Moreno
	2. Teoría de carteras	Xavier Brun y Manuel Moreno
	3. Asignación de activos y definición de política de inversión	Xavier Brun y Manuel Moreno
	4. Medidas estándar de medición de resultados	Xavier Brun y Manuel Moreno
	5. Comunicación de resultados	Xavier Brun y Manuel Moreno
XI		
FISCALIDAD DE LOS PRODUCTOS Y OPERACIONES FINANCIERAS	1. Marco tributario de las operaciones financieras	Albert Sagués
	2. Fiscalidad de los principales productos financieros	Albert Sagués
XII		
ASESORAMIENTO FINANCIERO EN LA PRÁCTICA	1. El proceso de asesoramiento y planificación financiera	Oscar Elvira y Pablo Larraga
	2. Ética del asesoramiento financiero	Tomás Eguren

Agradecimientos

En primer lugar, los autores de esta colección de libros queremos expresar nuestro agradecimiento a todos los profesionales del sector financiero que a lo largo de estos últimos años han participado en los diferentes programas de formación que hemos impartido, tanto en instituciones académicas como financieras. Sus aportaciones continuas, sus preguntas, sus críticas y sus dudas, las hemos hecho nuestras, lo que ha ido enriqueciendo el contenido de nuestros apuntes, notas técnicas, ejercicios, casos y documentación en general, que han servido de base para la elaboración de un material didáctico, que ahora se ha convertido en este libro. En particular, queremos agradecer de forma especial a una serie de instituciones y personas que han prestado su colaboración de forma generosa para que este libro pudiera salir a la luz, concretamente a todos los miembros del IDEC-Universitat Pompeu Fabra, que a lo largo de los últimos años nos han ayudado a convertir en un programa de éxito el posgrado de «Asesoramiento Financiero», embrión del actual libro que el lector tiene en sus manos; a todos los componentes del equipo humano de Gesiuris SGIIC, SA, por su apoyo constante y su paciencia al responder todas las dudas técnicas sobre la operativa práctica en los mercados financieros; a Mireia Sitjas, *«Director Global Head of FX»,* Barclays Wealth, Londres, por aportar sus conocimientos y experiencia en el capítulo de mercado de divisas; a Aimara Arismendi, asesora fiscal, por sus comentarios y revisiones de los capítulos de temática fiscal; a Alejandro Alcaraz y a Ramón Alfonso, economistas, por sus aportaciones en los capítulos de mercados monetarios y de renta fija.

En segundo lugar queremos mostrar nuestro reconocimiento a aquellas

personas que, estando a nuestro lado, han sufrido durante todo este tiempo de gestación nuestra ausencia cercana mientras buscábamos aquella palabra, aquel dato o aquel gráfico que mejor sirviera para la buena comprensión del capítulo del libro en el que estábamos trabajando. A todas ellas deseamos dedicar esta obra, pues está hecha con su ánimo, su paciencia y su comprensión.

Por último queremos hacer una mención especial a Jordi Viladot Pou, Presidente de la gestora GESIURIS, SGIIC, SA, por poner a disposición de la dirección y coordinación de este libro todo el soporte técnico que se ha precisado. Asimismo, su espíritu crítico, su pasión por la labor bien hecha y su obsesiva preocupación por comprender las necesidades de los clientes y su correcto asesoramiento financiero, ha impregnado este libro de honestidad y realismo. Sus aportaciones han permitido conciliar rigor académico y profesional.

Primera parte

Coyuntura económica

Objetivos de la primera parte

Una vez leída la presente parte se deberá ser capaz de:

1. Identificar las principales variables de una economía.
2. Saber qué aspectos afectan a las variables clave, así como su repercusión en la marcha de la economía.
3. Identificar y saber interpretar los distintos indicadores que existen para saber la evolución de cada una de las variables clave.
4. Observar los efectos que tiene un indicador sobre los demás. Saber qué grado de interacción y efecto tienen unos con otros.
5. Detectar las implicaciones que pueden aparecer en la economía de un país provocadas por la variación en alguna de las variables clave de otro país con el que se tiene una alta relación económica.
6. Qué reacción se espera en la economía después de la publicación de alguno de los datos, tanto en la economía doméstica como en la economía de otro país.

Capítulo 1

Los indicadores de coyuntura Tipología e indicadores más relevantes

1.1. Los indicadores de coyuntura. Tipología e indicadores más relevantes

Desde siempre es conocido que la economía no es una ciencia exacta. Sabemos que hay relaciones causa-efecto que tienen lugar en y entre las economías de los distintos países, pero también que no suelen ser una regla de tres exacta.

A lo largo de este apartado se dará un recorrido por las principales variables económicas que repercuten en la marcha de las economías, basándose en razonamientos más que en fórmulas.

Todo análisis macroeconómico se resume en el estudio de una serie de indicadores que describen cómo ha sido la actividad económica de un país y cómo se prevé que está evolucionando. En cierto modo se dice que para conocer la «salud» de todo país se deben mirar sus indicadores económicos (termómetros).

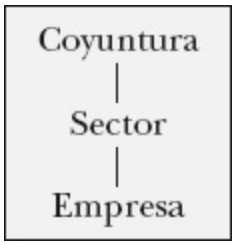
Los indicadores económicos más relevantes son:

Producto Interior Bruto (PIB)
Inflación
Tipo de interés
Tipo de cambio
Balanza de pagos

Desempleo

El estudio de estos indicadores ayudan a conocer la situación en la que se encuentra un país. Su análisis es útil para predecir cómo está dicha economía, qué estructura tiene, con qué nivel de competitividad cuenta y hacia dónde se dirige. Este análisis pretende determinar qué sectores tienen mayor potencial de crecimiento y, de éstos, qué empresas están mejor situadas. Por tanto, el estudio de las variables macroeconómicas permitirá tomar decisiones sobre la compra o no de acciones de una empresa.

Todo análisis se estructura del siguiente modo:



En función de por dónde se empiece, se diferencian dos tipos de análisis:

– *Top-down*
– *Bottom-up*

En el análisis *Top-down* se realiza primero un estudio de las variables coyunturales para determinar si un país tiene potencial para crecer; si lo tiene, se determinará qué sectores están mejor situados para aprovechar el crecimiento y, de éstos, qué empresas poseen mejores expectativas. En cambio, en el análisis *Bottom-up* lo primero que se estudia es la empresa, después se analiza el sector al que pertenece y, finalmente, las variables macroeconómicas del país o países con los que tiene relaciones económicas.

1.1.1. *Variables a tener en cuenta en una economía*

Cuando se analiza una empresa para poder decidir si invertir o no en ella, los aspectos que se tienen en cuenta no difieren demasiado de los que se utilizan para un país. Los aspectos que se desean conocer son:

Nivel de crecimiento
– Si un país crece o no, y si crece más que la competencia.

Capacidad de crecimiento
– Si el tejido empresarial de un país puede crecer más y hacerlo de forma sostenible.
– Si existen trabajadores calificados en el país.
– Si hay una estabilidad en precios.

Nivel de competitividad frente a terceros
– Si los productos de nuestro país son de menor precio y de igual calidad que los de terceros países.
– Si invertir en nuestro país es rentable o no.

Estructura de la economía
– Si está abierta al exterior.
– Qué productos exporta y cuáles importa.

Todos estos factores están relacionados entre sí, por lo que si uno de ellos da síntomas de debilidad ésta se transmite a los demás y, dependiendo de su magnitud y relevancia, puede provocar que un país entre en recesión. De ahí la importancia de tener en cuenta a todos y cada uno de ellos en el momento previo a la decisión de una inversión.

El principal objetivo, por tanto, es saber por qué crece un país.

Antes de entrar en aspectos concretos, se considera que para que un país crezca y prospere uno de los factores principales es que las empresas produzcan y que esta producción se venda con cierta facilidad, tanto en el extranjero como en el propio mercado doméstico. De esta forma, si la empresa incrementa su facturación se obtendrán mayores beneficios que se distribuirán, parte para los accionistas y parte para proyectos de inversión (lo cual, a su vez, le permitirá un mayor crecimiento).

Que las empresas puedan vender con cierta facilidad significa que los consumidores deben tener capacidad de compra. Esta capacidad de compra se traduce en cantidad de dinero que disponen.

¿De qué depende que las empresas puedan invertir y los consumidores comprar?

Que el precio del dinero esté en un nivel bajo; que los agentes de la economía se puedan endeudar con un coste económicamente menor, es decir, que el tipo de interés sea bajo.

Entonces se dice que el tipo de interés tiene un efecto directo sobre el crecimiento de un país. Este crecimiento se mide por el Producto Interior Bruto (PIB).

No obstante, si un país mantiene durante un largo período de tiempo unos niveles bajos de tipos de interés hará que su economía crezca de forma descontrolada y, por tanto, provocará que a medio plazo se produzcan presiones inflacionistas. Y si la inflación crece de forma exagerada, significa que los precios aumentan también descontroladamente.

Se puede resumir que la inflación tiene dos efectos: uno interno y otro externo.

– Interno: afecta al PIB y al desempleo.
– Externo: afecta al déficit de la balanza de pagos y al tipo de cambio.

Desde un punto de vista interno del país, la inflación hace que los consumidores de esa economía pierdan capacidad de compra, cuya disminución de poder adquisitivo se traduce en menos ventas para las empresas y, por tanto, menor inversión por parte de éstas.

Si las empresas venden menos, disminuyen sus beneficios, por lo que el peso de los costes fijos es mayor. Para disminuir los costes fijos la empresa puede reducir costes de personal y, en consecuencia, se produce un aumento del desempleo.

$$\uparrow \text{inflación} \Rightarrow \downarrow \text{capacidad de compra} \Rightarrow \downarrow \text{ventas empresas}$$

Desde un punto de vista externo, una inflación elevada hace disminuir la competitividad de un país frente a terceros. Si los precios de los productos de un país aumentan, éstos se hacen más caros para un consumidor extranjero. Por tanto, éste decide no comprarlos. La consecuencia es que se produce una disminución de las exportaciones y un aumento de las importaciones. En otras palabras, un aumento de la inflación crea un déficit en la balanza comercial de un país.

Para un extranjero, comprar el mismo producto en nuestro mercado le cuesta más caro. Entonces, para que el precio sea el mismo sólo puede ajustarse mediante el tipo de cambio. La moneda de nuestro país debe ser más barata para el extranjero.

Por tanto, los tipos de interés de una economía tienen efectos en todas las variables macroeconómicas clave de un país. No obstante, cabe recordar que de igual forma que los tipos de interés repercuten en las demás variables, éstas también afectan al tipo de interés. Por lo que se puede concluir que todas las variables tienen efecto sobre las demás.

A continuación se describen las principales variables macroeconómicas y se comenta cómo interaccionan entre ellas.

1.1.2. *Producto Interior Bruto (PIB)*

El PIB es un agregado de cantidades y mide el crecimiento de un país, su periodicidad es trimestral.

> El PIB puede definirse como el valor de todos los servicios y todas las mercancías finales producidas por las empresas y las personas que han trabajado dentro del territorio de esa economía durante un período de tiempo determinado.

El PIB tiene en cuenta todos los sectores de la economía, tanto el sector primario, como el secundario y el terciario.

Esta variable macroeconómica es una medida del valor de la producción agregada y no de las ventas, por lo que se tendrán en cuenta aquellas mercancías producidas en el período estudiado, se vendan o no. Entonces, en un principio la venta de un producto de segunda mano no formará parte del PIB.

Es interior porque tiene en cuenta el valor de aquellos productos finales producidos en el interior de un país con independencia de la persona o empresa que los elabore. Como consecuencia, si un alemán residente en el

estado español produce coches en España, éstos formarán parte del PIB español, ya que son producidos dentro del territorio español.

La diferencia con el Producto Nacional Bruto (PNB) radica en el criterio de territorio y nacionalidad. El PNB tiene en cuenta el valor de todas las mercancías finales producidas por empresas o personas de la economía en cuestión con independencia de dónde se produzcan. Entonces el PNB español tendrá en cuenta el valor de las mercancías finales que una empresa española produzca en Argentina, en cambio el PIB español no. El PNB español no tendrá en cuenta el valor de los coches que la empresa alemana produce en España ya que no se trata de una empresa española.

PIB español → valor de las mercancías finales producidas en y sólo en España.

PNB español → valor de las mercancías finales producidas por y sólo por los españoles.

PNB = PIB ± saldo de la balanza de rentas (rentas recibidas del extranjero por residentes – rentas pagadas a no residentes)

El PIB es Bruto porque no tiene en cuenta la amortización ni depreciación del inmovilizado. Este hecho implica que la utilización del PIB no sea del todo correcta, ya que la amortización se consideraría un menor coste y, por tanto, un mayor valor de la producción. Para solucionar esta problemática se utiliza el Producto Interior Neto (PIN).

PIN = PIB – depreciación (amortizaciones)

El PIB es el valor de las mercancías finales, es el resultado de multiplicar la cantidad producida por su precio. Al haber introducido la variable precio, se plantea una problemática que es la de no poder comparar el PIB de un año con el PIB de otro, ya que los precios cambian año tras año. Para solucionar este problema se determina un año como año base y se calcula el valor de la producción agregada utilizando los precios del año base. Por tanto, únicamente variará la cantidad a la hora de calcular el PIB.

Entonces, pueden diferenciarse dos tipos de PIB:

– PIB real o a precios constantes
– PIB nominal o a precios corrientes

Cuando se determina un año como año base y se calcula el PIB se le denomina PIB real o PIB con precios constantes, y se define como:

$$\text{PIB real}_{\text{año n}} = \sum P_{\text{año base}} \cdot Q_{\text{año n}}$$

donde:
P = Precio
Q = Cantidad

El PIB real elimina el efecto inflacción en el cálculo del PIB.

En cambio, si se utilizan los precios de ese año el PIB obtenido se denomina PIB nominal o PIB con precios corrientes, y se define como:

$$\text{PIB nominal}_{\text{año n}} = \sum P_{\text{año n}} \cdot Q_{\text{año n}}$$

El PIB nominal incluye el efecto inflacción en su cálculo.

Ejemplo 1

Supongamos que el PIB real de una economía el año 1 fue de 10 billones de euros y el PIB real del año 2 de 10,1; entonces se puede decir que entre el año 1 y el 2 hubo un incremento del 10% en la producción. En cambio, si en lugar de PIB real fueran PIB nominales, no se podría afirmar que se produjo un incremento del 10% en la producción ya que un porcentaje sería debido a la producción y otro al aumento en los precios.

El PIB está compuesto por:

– Consumo (C)
– Inversión (I)
– Gasto público (G)
– Exportaciones (X)
– Importaciones (M)

$$\text{PIB} = C + I + G + (X - M)$$

Puede decirse que el PIB tiene en cuenta todos los sectores de una economía:

– El sector privado. Formado por familias y empresas (C + I)
– El sector público (G)
– El sector exterior, compuesto por todas aquellas economías excepto la interior (X–M)

En el sector privado se encuentran las familias que consumen (C) y las empresas que invierten (I), bien en maquinaria o en existencias; en el caso de la vivienda, debido al elevado coste se considera una inversión (I).

El sector público también consume e invierte, por ejemplo, en infraestructuras. Para diferenciarlo del consumo del sector privado se denota como G.

El sector exterior, que engloba todas las relaciones que ha tenido el país con el resto de economías, tanto las Exportaciones (X) como las Importaciones (M).

Ejemplo 2

En un país únicamente existe una empresa que produce lápices, de la que se saben los siguientes datos:

	Año 0	**Año 1**
Produccíin de lápices	1.000	500
Ventas	700	400

¿A cuánto ascendió el PIB el año 0 y cuánto el año 1?

El año 0 el PIB fue de 1.000, ya que se produjeron 1.000 unidades, de las cuales 700 provinieron del consumo (C) y el resto de inversión (I).

$$PIB = 700\ (C) + 300\ (I) = 1.000$$

Los 300 se contabilizan como existencias en la empresa, y las

existencias se consideran inversión.

En el año 1 se producen 500 y se venden 400. Entonces, en el año 1 el PIB fue de 500, ya que se produjeron 500 unidades, de las cuales 100 provinieron de consumo (C) y 400 de inversión. Las 100 provienen de consumo, porque sólo se consumieron 100 unidades de las producidas el año 1. Las 300 restantes provenían de existencias del año 0, ya contabilizadas en el PIB de ese año. De las 400 vendidas, 300 eran del año 0 (ya contabilizadas) y 100 del año 1.

Como el PIB se compone a partir de los valores añadidos por los agentes de la economía, éste puede dividirse en:

– PIB de oferta
– PIB de demanda

Según la definición del Instituto Nacional de Estadística, el PIB de oferta y demanda lo componen las siguientes partidas:

$$\text{PIB oferta} = \text{PIB demanda}$$

$$\text{VAB} + \text{IVA} + \text{TM} = \text{CPN} + \text{CPU} + \text{FBCF} + \text{VEX} + \text{XBS} - \text{MBS}$$

VAB = Valor añadido de producción
IVA = Impuestos indirectos
TM = Impuestos netos importaciones

CPN = Consumo privado nacional
CPU = Consumo público
FBCF = Formación bruta de capital fijo
VEX = Variación de existencias
XBS = Exportación de bienes y servicios
MBS = Importación de bienes y servicios

Ejemplo 3

¿Cuáles son los efectos esperados de un PIB positivo?

Si el PIB es positivo significa que las empresas producen más, por tanto, éstas invertirán más, por lo que tienen necesidad de mayor contratación de personal.

$$\uparrow \text{Inversión} \Rightarrow \downarrow \text{Desempleo}$$

Al incrementarse la facturación de las sociedades, pueden atreverse con el mercado extranjero, exportando sus productos. Al hacerlo, la balanza comercial aumenta.

↑ exportaciones ⇒ ↑ Balanza comercial

Al incrementarse las exportaciones entran más divisas que deberán ser cambiadas a moneda local, por tanto, la demanda de moneda local aumenta y esto implica que ésta se aprecie.

↑ exportaciones ⇒ apreciación moneda local

1.1.3. *Inflación*

La inflación es un agregado de precios y mide el incremento sostenido de precios. La inflación es un indicador de vital importancia, ya que rige la política monetaria de los bancos centrales, en Europa el Banco Central Europeo (BCE) y en Estados Unidos la Reserva Federal (Fed).

Los indicadores más utilizados para calcular la inflación son:

– Índice de precios de consumo (IPC)
– IPC Subyacente
– Deflactor del PIB

El IPC es un índice de precios al consumo, su periodicidad es mensual y en él se incluyen aquellas mercancías que consumen los hogares. El IPC recoge el incremento de precios de una cesta de consumo que se crea periódicamente.

El cálculo del IPC es el siguiente:

$$\text{Índice de Precios} = \sum_{n-1}^{n} \omega_i \frac{P_{it}}{P_{i0}} \times 100$$

Donde:

$\sum_{n-1}^{n} \omega_i = 1$

P_{it} = precio del producto *i* del año t

P_{i0} = precio del producto *i* del año 0
n = número de productos

El Índice de Precios al Consumo base 1992 en España recoge los precios de una cesta de 471 mercaderías de consumo seleccionadas de un total de 900. Estos 471 artículos fueron clasificados en 8 grupos, que a partir de enero de 2001 pasaron a ser 12. La composición de la cesta y las ponderaciones están determinadas por el Instituto Nacional de Estadística (INE), que obtiene a través de la Encuesta de Presupuestos Familiares, la última que se realizó fue en 1990, concretamente entre el 1 de abril de 1990 y el 31 de marzo de 1991 a unos 21.000 hogares. El índice se elabora con 150.000 precios, aproximadamente, de los cuales informan cerca de 29.000 establecimientos distribuidos en 130 municipios.

A partir del segundo trimestre de 1997 se implantó la nueva Encuesta Continua de Presupuestos Familiares (ECPF) con el fin de sustituir a la que se venía realizando de forma trimestral y a la Encuesta Básica que se hacía en períodos de ocho y diez años, que era utilizada para los determinar cambios en la base del IPC. Esta nueva encuesta básica permite un mayor dinamismo y adaptabilidad a cambios en el comportamiento de los consumidores. Con este propósito se creará un sistema de actualización continua de la estructura de consumo, basado en un flujo continuo de información entre el IPC y la ECPF, como fuente fundamental de información.

Cada dos años se revisarán los distintos aspectos metodológicos que conforman el IPC y que culminará con la confección de una nueva cesta de la compra que entrará en vigor en diciembre de cada año, permitiendo publicar el primer índice con las novedades en el mes de enero.

El Instituto Nacional de Estadística mide cada mes las variaciones en los precios de esta cesta. El INE recoge los precios de venta al público de los 29.000 establecimientos repartidos por todo el territorio español, y luego publica:

– El IPC a nivel nacional
– El IPC para cada una de las comunidades autónomas
– El IPC de cada una de las provincias

Como se ha comentado antes, el IPC es una herramienta que los estados

utilizan para realizar determinadas políticas. No obstante, en el IPC se incluyen productos como los cereales, las frutas o los productos energéticos. En los primeros, las condiciones climáticas tienen un papel importante a la hora de determinar los precios. Si durante varios años ha habido una sequía, el precio de los cereales y de las frutas aumenta. Por su parte, el precio de los productos energéticos está condicionado por el precio del petróleo, que depende de su cotización en los mercados internacionales. Por tanto, el IPC incluye el precio de productos cuyos precios dependen de determinantes que un estado no puede controlar. Entonces, si el Banco Central dictamina políticas utilizando el IPC puede estar tomando decisiones erróneas. Para solucionar este problema se utiliza la inflación subyacente, que no incluye ni productos alimenticios ni energéticos.

IPC Subyacente = IPC
– productos alimenticios no elaborados
– productos energéticos

Otra medida de cálculo de la inflación es el deflactor del PIB. Como se ha explicado en el apartado anterior, el PIB tiene dos formas de cálculo, el PIB a precios constantes y el PIB a precios corrientes. Entonces, si se divide el PIB a precios corrientes entre el PIB a precios constantes el resultado será el incremento de precios.

$$\text{Deflactor del PIB} = \frac{\text{PIB en euros corrientes}}{\text{PIB en euros constantes}} \times 100 = \frac{\sum_{i=1}^{n} p_{it} q_{it}}{\sum_{i=1}^{n} p_{i0} q_{it}} \times 100$$

La principal diferencia con el IPC radica en el número de artículos y la periodicidad. El número de artículo incluidos en el IPC es restringido a la cesta de consumo, mientras que el deflactor del PIB se incluyen todos los productos de la economía. Por otro lado, la periodicidad del IPC es mensual, mientras que la del deflactor es trimestral.

Ejemplo 4

Supongamos que el dato de la inflación ha crecido en un porcentaje muy superior al esperado. ¿Qué impactos pueden ocasionar en las demás

variables de la economía?

La primera consecuencia es una subida de tipos de interés para controlarla.

Si aumentan tipos de interés aumenta el coste de la deuda.

↑ coste deuda ⇒ ↓ Inversión de las empresas, ya que se reducen los beneficios debido al aumento de los costes
⇒ Consumo

Si se consume menos y las empresas reducen su producción, entonces disminuye el PIB.

Al tener que reducir la producción, las empresas tienden a reducir los costes de personal para liberarse de parte de los costes fijos y poder hacer frente a la crisis.

↓ producción ⇒ ↑ desempleo

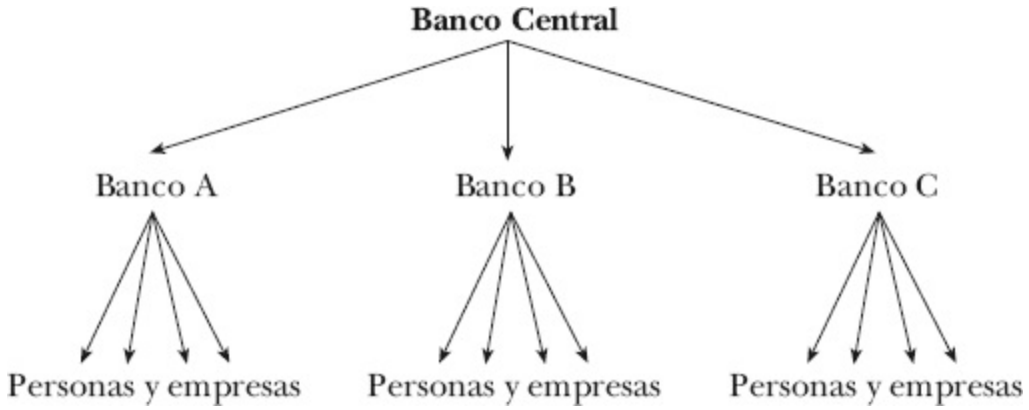
Si disminuye la producción el país pierde competitividad frente a terceros. Para aumentar la competitividad la moneda local deberá depreciarse.

Una vez el nivel de inflación se reduzca hasta unos niveles aceptables los tipos de interés disminuirán para permitir una reactivación de la economía.

En conclusión, un aumento en el IPC mayor al esperado puede desencadenar unos efectos negativos en las demás variables, por lo que la inflación también incide en el comportamiento de las demás variables macroeconómicas.

1.1.4. *Tipos de interés*

Tipos de interés existen muchos, aunque el más relevante es el que marcan los Bancos Centrales, ya que son la máxima autoridad para expedir dinero. Este dinero lo presta a los bancos y éstos, a su vez, a otros bancos, a personas o a empresas.

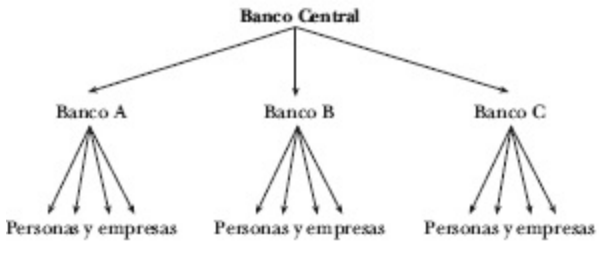


La importancia que tienen los Bancos Centrales radica en el hecho de que tienen capacidad para incidir en la economía, principalmente en lo que se refiere al crecimiento y control de la inflación. Para ello disponen de dos herramientas:

– Tipos de interés

– Inyectar o reducir liquidez

El tipo de interés que determina el Banco Central puede decirse que es el tipo de interés al que pueden pedir prestado o invertir los distintos bancos de la economía. De este modo, cuando el Banco Central aumenta o disminuye tipos tiene un impacto directo sobre los bancos, y a su vez sobre las personas físicas y jurídicas.



Banco Central aumenta tipos

↓

Bancos de la economía aumentan tipos (al pedir prestado a un tipo de interés mayor)

↓

Aumentan tipos de interés de depósitos y préstamos

Otro modo de modificar los tipos de interés sin variarlos directamente es mediante la inyección o reducción de liquidez. Para ello el Banco Central podrá ofrecer mayor o menor cantidad de dinero a los bancos de la economía. Supongamos las siguientes situaciones: primera, que el Banco Central desea que los tipos de interés de la economía aumenten, aunque sin que él aumente el tipo de interés y, segunda, que todos los bancos de la economía que necesitan liquidez acuden al Banco Central. Si en conjunto todos los bancos necesitan 300.000 millones de euros y el Banco Central ofrece 200.000 millones, entonces la demanda de dinero en la economía aumenta en 100.000 millones, los bancos que necesitan 100.000 millones de euros estarán dispuestos a pagar un poco más a aquel banco que les sobre o a aquellas personas que los dejen. En este caso los tipos de interés entre los bancos (interbancario) aumentarán.

Ejemplo 5

¿Cuáles son las consecuencias que cabría esperar tras una bajada de tipos de interés?

Si disminuyen tipos de interés, el coste de la deuda disminuye, por lo que tiene un impacto directo en el consumo y la inversión.

↑ tipos interés ⇒ ↓ Inversión de las empresas
⇒ ↓ Consumo

Si aumenta el consumo y la inversión, aumenta el PIB.

↓ tipos interés ⇒ ↑ PIB

Si aumentan las inversiones por parte de las empresas, aumentan las peticiones de trabajo y, por tanto, disminuye el desempleo.

Como los beneficios empresariales aumentan, las empresas se atreven a exportar más, por lo que aumenta la balanza comercial.

Si aumentan las exportaciones, la demanda de moneda local aumenta, por lo que ésta se aprecia.

1.1.5. *Tipo de cambio*

El tipo de cambio mide la relación entre dos monedas. Esta relación puede ser fija o variable.

El tipo de cambio, junto al tipo de interés, son las dos únicas variables que un país o conjunto de estados pueden decidir. Actualmente y dentro la UEM[1], tanto la política monetaria (tipos de interés) como la cambiaria (tipos de cambio) se deciden desde el Banco Central Europeo para todos los países miembros. Las decisiones monetarias o cambiarias se utilizan para regular un cierto nivel de PIB, o un cierto nivel de inflación, o un cierto nivel de tipos de cambio, o incluso una tasa de desempleo.

Los efectos de tipo de cambio en un país dependen del nivel de relación económica existente entre ellos. Ya que no es lo mismo que se deprecie la rupia nepalí frente al euro que el dólar americano.

Ejemplo 6

Supongamos que se deprecia el euro. ¿Qué efectos tiene en Europa esta depreciación?

Si el euro se deprecia los exportadores recibirán más euros por la misma cantidad de dólares, por tanto, su beneficio aumentará.

Al depreciarse el euro, a los americanos les resultan más económicos los productos europeos que los de su propio país. Por consiguiente, los exportadores europeos aumentan sus ventas.

Después de este ejemplo se ve que una depreciación del euro es positiva para las empresas europeas que exportan a Estados Unidos. Si estas empresas venden más, generarán mayor nivel de negocio en Europa y, por tanto, mayores inversiones y mayor contratación por parte de la empresa.

Por otra parte, encontramos los productos que se importan y que no se encuentran en nuestro país. En este caso los consumidores pierden poder adquisitivo derivado de un aumento en el precio de los productos. Este

incremento de los precios provoca tensiones inflacionistas y las consecuencias que ellas acarrean. Por ejemplo, el petróleo, que a pesar de no producirse en Estados Unidos está denominado en dólares. Al depreciarse el euro el petróleo resulta más caro para los europeos y, como consecuencia, encarece el precio.

En conclusión, una depreciación del tipo de cambio tiene efectos positivos para los exportadores y efectos negativos para los productos importados. Entonces, dependiendo del tipo de relación económica con Estados Unidos, el efecto neto de la depreciación del euro será positiva o negativa.

1.1.6. *Balanza de pagos*

En la balanza de pagos se contabilizan todos los flujos financieros de un país durante un período de tiempo determinado.

Las características principales de la balanza de pagos son:

– Es un documento contable de partida doble y por ello debe estar equilibrada; la balanza de pagos no puede tener déficit o superávit, únicamente las subbalanzas que la componen.
– Se divide en flujos corrientes y flujos de capitales, que deben ser iguales.

Balanza corriente = Balanza capitales

La balanza de pagos se divide en:

– Balanza comercial
– Balanza de bienes y servicios
– Balanza por cuenta corriente
– Balanza básica

Todas estas subbalanzas pueden tener déficit o superávit.

En la Balanza comercial se contabilizan las exportaciones de bienes como ingresos, y las importaciones como pagos.

Balanza Comercial = Exportaciones bienes
– Importaciones bienes

La Balanza de bienes y servicios es la suma de la balanza comercial y la balanza de servicios. En esta última se contabilizan los servicios de transportes y fletes, turismo, seguros, servicios financieros, rentas de inversión, patentes y asistencia técnica.

Balanza servicios = Exportación servicios
– Importación servicios

Balanza bienes y servicios = Balanza comercial
+ Balanza servicios

La Balanza por cuenta corriente es la suma de la balanza de bienes y servicios más las operaciones por transferencias. Las transferencias son operaciones sin contrapartida. Aquí se contabilizan la repatriación de las remesas de emigrantes, ayuda internacional, transferencias recibidas de fondos estructurales o sociales, contribuciones a organismos internacionales, donaciones a fondo perdido, entre otras.

Balanza cuenta corriente = Balanza comercial
+ Balanza servicios
± Transferencias emigrantes
± Transf. Ayudas organismos internacionales

La Balanza básica es la suma de la Balanza por cuenta corriente más los Capitales a largo plazo, donde se incluyen las inversiones directas en empresas, en bolsa, en inmuebles, etc.

Balanza básica = Balanza cuenta corriente
± Capitales a largo plazo

La Balanza de pagos será la suma de la Balanza básica más la variación de los movimientos de capital a corto plazo, donde se incluyen depósitos, entre otros, más la variación de las reservas de oro y divisas de un país.

Balanza de Pagos = Balanza básica
± Capitales a corto plazo
± Reserva oro y divisas

Como antes se ha comentado, una de las características de la Balanza de pagos es que se trata de un documento contable de partida doble, donde la balanza corriente ha de ser igual a la balanza de capitales. Por tanto, y a modo de resumen:

Balanza de pagos

Balanza corriente		**Balanza de capitales**
± Export. / import. bienes		± Mov. Capital largo plazo
± Export. / import. servicios	=	±Mov. Capital corto plazo
±Transferencias		± Reserva oro y divisas

1.1.7. *Desempleo*

El desempleo hace referencia al número de parados que hay en una economía. Como parado se define aquella persona que está dispuesta a trabajar y no encuentra trabajo acorde con sus gustos.

La tasa de desempleo es el porcentaje de gente que está en paro sobre el total de población activa.

$$\text{Tasa de desempleo} = \frac{\text{población parada}}{\text{población activa}}$$

Cuando se habla de población activa se hace referencia al grupo de gente mayor de 16 años que trabaja más los que están parados. Por tanto, no se incluye el grupo de gente mayor de 16 años que no trabaja pero que no busca trabajo de forma activa.

En España existen dos tipos de indicadores de la tasa de desempleo: el registro del Instituto Nacional de Empleo (INEM) y la Encuesta de Población Activa (EPA).

El Instituto Nacional de Empleo presenta cada mes el número de inscritos en el registro, de esta forma se observa la evolución de la tasa de desempleo en España. El INEM también tiene otras funciones: permite a los inscritos percibir el seguro de desempleo y asistir a cursos de formación relacionados

con su perfil profesional. Además, éstos tienen acceso a las ofertas de trabajo que recibe el INEM. No obstante, si la persona rechaza un cierto número de ofertas puede ser expulsado del registro. Por su parte, las empresas están obligadas a notificar a la oficina de empleo cualquier vacante producida en su empresa.

Paralelamente al registro del INEM y con periodicidad trimestral, el Instituto Nacional de Estadística lleva a cabo la Encuesta de Población Activa (EPA) con las recomendaciones de la Organización Internacional del Trabajo y de la Oficina Estadística de la Unión Europea. Esta encuesta se realiza a una muestra aleatoria de 64.000 hogares repartidos por toda la geografía española con relación a su actividad económica. Consta de 96 preguntas repartidas en diez secciones. Estas preguntas hacen referencia al nivel de estudios y el tipo de actividades que desarrollaron en la semana previa a la encuesta. Los encuestados también responden a la pregunta de si trabajan o no; en caso afirmativo se les pregunta sobre las características de su puesto de trabajo y en caso negativo, sobre las causas y el método que utilizan para buscar trabajo.

Existen 4 tipos de desempleo:

– Paro friccional
– Paro tecnológico
– Paro estacional
– Paro cíclico

Paro friccional

Cualquier persona tiene el derecho de establecer su residencia en cualquier sitio, el derecho a la movilidad geográfica, y tiene el derecho a cambiar de trabajo cuando lo desee así (derecho a la movilidad ocupacional). Estos dos derechos provocan que la persona esté un determinado tiempo sin encontrar trabajo y, por tanto, en paro.

Paro tecnológico

Cuando aparece un cambio tecnológico en determinados sectores, éste provoca la pérdida del empleo de parte de los trabajadores de ese sector. Por ejemplo, en España los sectores de la siderurgia, la minería o la construcción naval en los años ochenta y noventa.

Paro estacional

En determinados sectores de la economía, la demanda de trabajo aumenta mucho en unas fechas concretas para luego disminuir. Por ejemplo, en la temporada alta del sector turístico o en la época de la recolección de la fruta.

Este tipo de paro hay que tenerlo en cuenta para saber si realmente la tasa de desempleo disminuye por causas favorables de la economía o por causas naturales. No se puede tomar como dato positivo la reducción de la tasa de desempleo en agosto, porque incluye toda aquella gente que ha sido contratada por tres meses en el sector turístico.

Paro cíclico

Se describe como paro cíclico aquel que está provocado por el ciclo en que se encuentra la economía en cuestión. Por tanto, en ciclo expansivo la tasa de paro disminuye y, por el contrario, en un ciclo recesivo el número de desempleados aumenta.

1.1.8. *Indicadores de oferta y demanda*

Los indicadores económicos pueden diferenciarse entre indicadores de oferta e indicadores de demanda.

Los indicadores de oferta se refieren a todos aquellos indicadores que informan sobre la oferta económica. Estos indicadores se podrían agrupar en indicadores de la industria, de la construcción y de servicios.

Indicadores de oferta en la industria:

– Consumo de electricidad
– Índice de producción industrial
– Indicador de confianza de la industria
– Utilización de la capacidad productiva

Indicadores de oferta en la construcción:

– Consumo de cemento
– Indicador de confianza en la construcción

– Viviendas (visados para obra nueva)

Indicadores de oferta en los servicios:

– Ventas comercio minorista
– Turistas extranjeros
– Tráfico aéreo pasajeros

Los indicadores de demanda hacen referencia a la demanda de productos; estos indicadores pueden agruparse en indicadores de demanda en el consumo, en la inversión y en el comercio exterior.

Indicadores de demanda en el consumo:

– Producción de bienes de consumo
– Matriculación de automóviles
– Crédito al consumo
– Indicador de confianza de los consumidores

Indicadores de demanda en la inversión:

– Producción de bienes de equipo
– Matriculación de vehículos industriales

Indicadores de demanda en el comercio exterior:

– Importaciones
– Exportaciones

1. Unión Económica y Monetaria

Capítulo 2

Los ciclos económicos

2.1. Los ciclos económicos

Si en un país se desea aumentar el PIB, un modo de hacerlo es que el Banco Central disminuya tipos de interés. Si lo hace, los intereses de los préstamos personales e hipotecarios, así como las deudas de las empresas se verán reducidos. Esta reducción de las cuotas mensuales hará que la gente destine este dinero al consumo[2] y las empresas lo destinen a inversiones. Si las empresas destinan este dinero a inversiones, a medio plazo necesitarán mano de obra, por lo que el desempleo se verá reducido. Si el desempleo se reduce, el consumo aumenta, las inversiones de las empresas aumentarán y con ellas la demanda de empleo continuará aumentando.

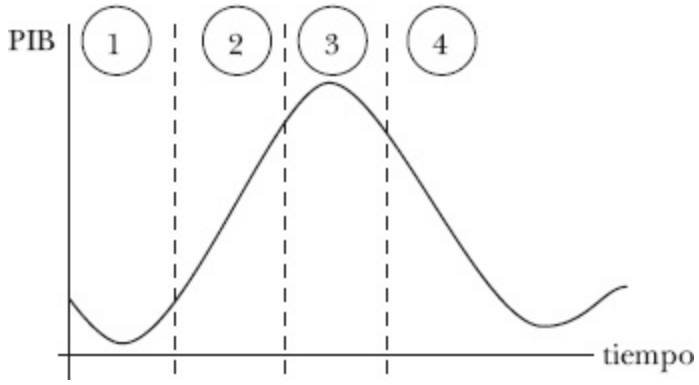
Vista esta disección de la reducción de tipos de interés, parece que la economía no tenga secretos; no obstante, el aumento del consumo implica un aumento de la demanda de productos y, por consiguiente, un aumento del precio de éstos, es decir, un aumento de la inflación. Si la inflación aumenta, el consumo se verá reducido y, en consecuencia, los beneficios de las empresas. Para reducir costes las empresas empezarán a reducir plantilla y, como consecuencia, el consumo continuará reduciéndose. La reducción del consumo hará disminuir la demanda de productos y, con ella, una disminución de precios. Al rebajarse los precios hasta ciertos niveles la gente volverá tímidamente a consumir y las empresas aumentarán beneficios, con los que

realizarán inversiones y demandarán personal, y vuelta al inicio de la explicación.

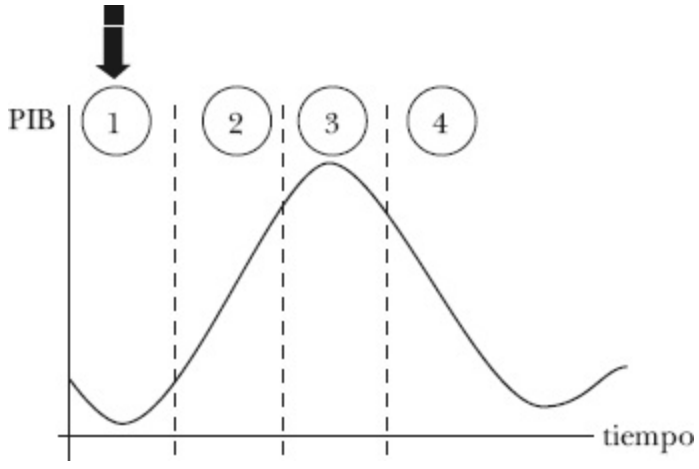
Entonces, puede decirse que la economía es cíclica.

El ciclo económico se divide en 4 fases en función de la evolución que tiene el PIB:

Fase recuperación (1)
Fase expansión (2)
Fase estancamiento (3)
Fase recesión (4)



2.1.1. *Fase recuperación*



La fase de recuperación se caracteriza por ser en la que se empiezan a notar

los primeros síntomas de recuperación. Desde el punto de vista macroeconómico, el PIB empieza a aumentar, la inflación está estable, lo que permite que las autoridades mantengan tipos de interés a mínimos. La confianza de consumidores y empresarios es neutral aunque con ligera mejoría. Esto permite que los empresarios aumenten sus stocks para hacer frente a la futura demanda.

En los mercados financieros también se empieza a notar la mejora con leves aumentos en las cotizaciones de los activos provocado, entre otras causas, por la mejora de la confianza empresarial y por los bajos tipos de interés.

Posiblemente, los sectores mejor situados en esta fase son:

– Productos de consumo
– Logística y transporte
– Energía

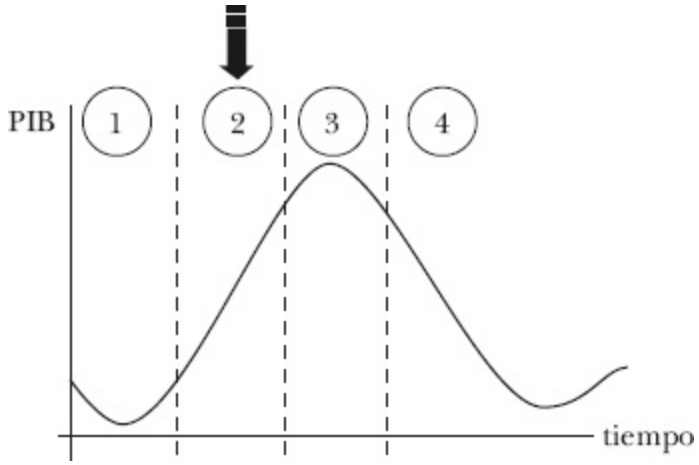
Ya que se espera una recuperación de la economía y, por tanto, una mejora en el consumo y en la inversión, esto conllevará al consumo de energía y a la utilización de empresas de logística y transporte para vender los productos elaborados por las empresas.

En esta fase, las principales variables económicas tienen el siguiente comportamiento:

– *Precios:* estabilidad de precios.
– *Inversión:* empieza a aumentar.
– *Capacidad productiva:* aumento. Inicio recuperación en ventas.
– *Productividad:* inicio de un aumento.
– *Producción, consumo:* fin del descenso, empieza a incrementar.
– *Crecimiento económico:* estabilidad.
– *Confianza de consumidores y empresarios:* neutral. Inicio mejora.
– *Demanda:* progresivo aumento.
– *Beneficios empresariales:* al alza.
– *Interés a corto:* disminuye a niveles mínimos.
– *Curva de tipos:* aumenta a largo plazo.
– *Renta variable:* se inicia un buen período.
– *Paro:* disminución.

– *Morosidad e inventarios:* fin de la acumulación.

2.1.2. *Fase expansión*



Esta fase se caracteriza por ser el momento de máximo esplendor, con crecimiento del PIB sin tensiones inflacionistas, la confianza de empresarios y consumidores se consolida favorablemente, ya que los consumidores compran más y esto hace que los beneficios de las empresas aumenten. Los tipos de interés empiezan a aumentar para controlar la inflación.

En los mercados financieros es momento de optimismo y los índices bursátiles son alcistas. Los tipos de interés van aumentando paulatinamente.

En este momento es aconsejable invertir en:

– Productos de consumo cíclico
– Tecnología y telecomunicaciones
– Financieras

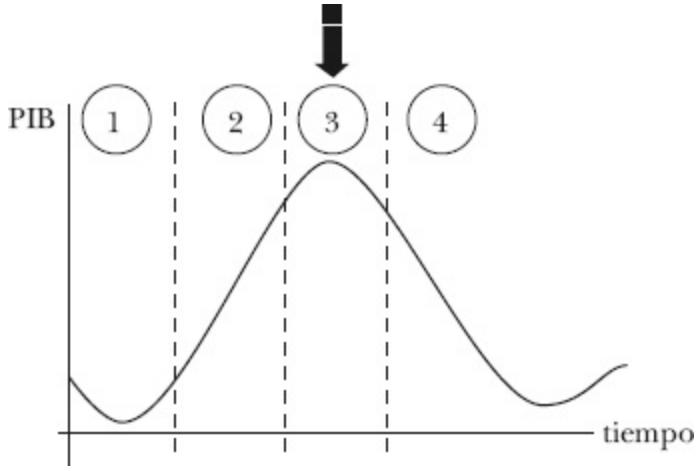
Los consumidores están cada vez están más optimistas y esto hace que los productos que antes no comprarían lo hagan ahora, ya que la incertidumbre laboral se disipa porque las empresas van bien. Al aumentar los beneficios de las empresas, éstas invierten en tecnología y telecomunicaciones. Por otro lado, el tipo de interés aumenta y el riesgo de impago de los créditos disminuye, lo que provoca que el margen financiero aumente.

En esta fase, las principales variables económicas tienen el siguiente

comportamiento:

– *Precios:* tensionados, empiezan a repuntar. Los aumentos de demanda presionan más los precios que la producción.
– *Productividad:* empieza a estancarse.
– *Capacidad productiva:* cercana al 100%. Al final disminuye.
– *Crecimiento económico:* fase inicial del ciclo, crece la economía.
– *Confianza de consumidores:* consolidada.
– *Confianza empresarios:* consolidada.
– *Producción, consumo y precios de materia prima:* aumenta.
– *Interés a corto:* en mínimos, en fase final el interés a corto aumenta.
– *Curva de tipos:* repunte al alza a corto plazo.
– *Renta variable:* alza, pero en la fase final síntomas de cansancio.
– *Paro:* en niveles muy bajos, casi desempleo estructural.
– Aumento de salarios por el exceso de demanda de trabajo.
– *Morosidad e inventarios:* a niveles bajos.

2.1.3. *Fase estancamiento*



Una vez la economía ya no puede crecer más se llega a la fase de estancamiento. Esta fase se caracteriza por tener un crecimiento del PIB casi nulo. En este momento las empresas pierden la confianza y producen cada vez menos, intentando controlar el gasto, sobre todo el de personal. Al ver los consumidores que su lugar de trabajo corre peligro, deciden reducir el

consumo y aumentar el ahorro. Esto provoca que las empresas acumulen elevadas existencias, y en este caso no están bien vistas.

Los mercados financieros ya han notado los primeros síntomas de agotamiento y empiezan a perder terreno, ya que se cuestionan los beneficios y se espera que no mejoren, sino al contrario. Los tipos de interés aumentan a sus niveles máximos debido a la inflación que es elevada, incrementando la tensión en el mercado de deuda.

En esta fase quizá lo mejor sea invertir en:

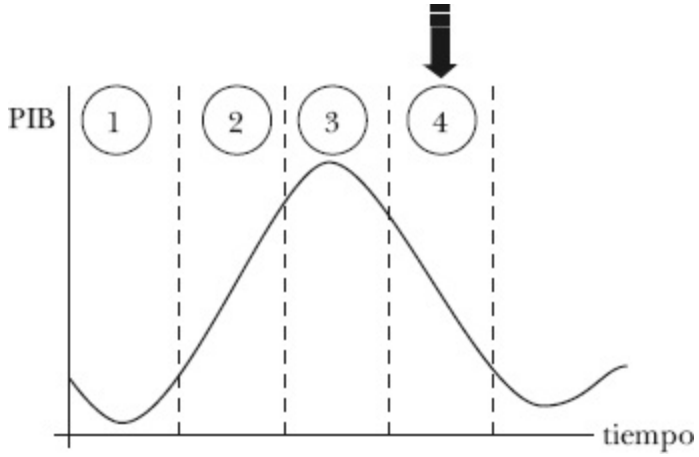
– Industrias básicas
– Empresas farmacéuticas

Los consumidores empiezan a reducir sus gastos y los últimos que eliminan son aquéllos estrictamente necesarios. Aparte, si una persona se pone enferma comprará los medicamentos que el médico le haya recetado, con independencia de su situación económica.

En esta fase las principales variables económicas tienen el siguiente comportamiento:

– *Precios:* aumentan, pero más lentamente, y se mantienen altos.
– *Inversión:* niveles bajos.
– *Productividad:* empieza a disminuir.
– *Capacidad productiva:* empieza a disminuir.
– *Crecimiento económico:* disminuye.
– *Confianza de consumidores y empresarios:* baja.
– *Demanda efectiva:* decae.
– *Producción, consumo:* se mantienen.
– *Precios de materia prima:* máximos, después bajan.
– *Interés a corto:* el interés a corto aumenta.
– *Curva de tipos:* llega a máximos para iniciar el descenso a largo plazo.
– *Renta variable:* descenso.
– *Paro:* en niveles muy bajos, inicio de un aumento en el desempleo.
– *Morosidad e inventarios:* inicio de un aumento.
– *Beneficios empresariales:* disminuyen.

2.1.4. *Fase recesión*



Después de dos-tres trimestres de crecimiento negativo se dice que se está en la fase de recesión del ciclo económico. Este momento se caracteriza por la falta de confianza de empresarios y consumidores, y esto hace decrecer el consumo y la inversión.

En los mercados financieros crece la incertidumbre y esto hace que los índices bursátiles caigan. Como disminuye el consumo y la inversión, también disminuye la inflación, lo que permite disminuir tipos de interés para incentivar la actividad económica, haciendo que la curva de tipos sea decreciente.

En este momento los sectores más favorecidos podrían ser pocos:

– Productos de consumo defensivos
– Energía

Aparte de los productos alimenticios básicos, los consumidores no dejarán de utilizar el gas y la electricidad en sus hogares. Esto implica que, aunque este tipo de sectores sea castigado al igual que los demás, existirá un umbral mínimo de ventas debido a las características de sus productos.

En esta fase, las principales variables económicas tienen el siguiente comportamiento:

– *Precios:* disminuyen.
– *Productividad:* disminuye hasta su punto más bajo.

– *Capacidad productiva:* disminuye.
– *Crecimiento económico:* se mantiene bajo.
– *Confianza de consumidores y empresarios:* debilidad.
– *Producción, consumo:* inicia el descenso.
– Bajo nivel de demanda.
– *Precios de materia prima:* bajan.
– *Interés a corto:* disminuyen.
– *Curva de tipos:* descenso.
– *Renta variable:* descenso.
– *Paro:* en aumento.
– *Morosidad e inventarios:* acumulación.
– *Beneficios empresariales:* disminuyen.

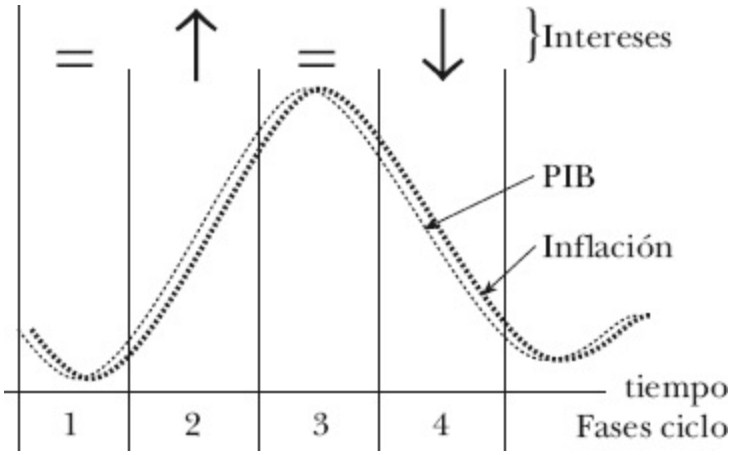
A modo de resumen puede decirse que:

– En la fase de crecimiento el consumo aumenta y con él las inversiones de las empresas. Como el consumo y la inversión aumentan, el PIB aumenta, aunque la inflación también lo hace. Para evitar un incremento inesperado de la inflación el Banco Central aumenta tipos de interés para controlarla.

– En la fase de estancamiento la inflación es elevada y los intereses también. Con este escenario, el consumo se estanca y empieza a disminuir. Ante esta situación, el Banco Central mantiene los tipos de interés, aunque los mantiene elevados, porque si los aumentara para controlar la inflación el consumo y la inversión frenarían bruscamente; si por el contrario, los disminuye para incentivar el consumo y la inversión, la inflación podría dispararse.

– En la fase de recesión, la reducción del consumo y la inversión hace que la inflación se reduzca. Con la inflación disminuyendo, el Banco Central decidirá reducir tipos de interés para incentivar el consumo y la inversión.

– En la fase de recuperación, la bajada de tipos de interés hace que el consumo empiece a recuperarse y con él la inversión. Cuando esto ocurre, el Banco Central mantiene tipos porque si los aumenta la poca recuperación del consumo puede pararse y si los baja demasiado, la inflación puede dispararse.



2.1.5. *Indicadores que ofrecen información sobre ciclo económico*

Es de suma importancia para un gestor determinar el ciclo económico en el que se encuentra un país, para lo cual dispone de varios indicadores financieros.

En función de las características de cada indicador, podemos dividirlos en:

- **Indicadores avanzados:** la información que ofrecen sirve para determinar el comportamiento futuro del ciclo económico.
- **Indicadores coincidentes:** su publicación coincide con el momento del ciclo económico en el que se encuentra el país. Ejemplo: PIB, balanza comercial, paro, ventas.
- **Indicadores retardados:** su publicación es retardada con respecto al ciclo económico. Ejemplo: índices de precios, IPC, IPI, beneficios empresariales, tipos de interés.

2.1.5.1. INDICADORES AVANZADOS

Los indicadores avanzados permiten predecir el comportamiento futuro del ciclo económico, ofreciendo señales avanzadas sobre éste y permitiendo determinar la evolución futura de los indicadores coincidentes.

Existen muchos indicadores avanzados, aunque la mayoría de ellos se

basan en encuestas sobre el comportamiento futuro de productores o consumidores, por lo que también se pueden dividir en dos grupos:

– Indicadores avanzados de producción u oferta.
– Indicadores avanzados de consumo o demanda.

Los indicadores económicos más relevantes son:

– ISM (o NAPM) (Estados Unidos)
– IFO (Alemania)
– Tankan (Japón)

a) Indicador ISM

El ISM (antiguo NAPM) es un indicador avanzado de producción americano creado por el *Institute for Supply Management,* que es el encargado de elaborar mensualmente una encuesta a los jefes de compra de 250 empresas en la cual se les pide que respondan si la actividad será igual, mayor o inferior a la del mes anterior.

A las respuestas alcistas se les otorga un punto, a las neutras, medio punto y a las bajistas, cero puntos. Esta clasificación implica que bajo el supuesto de obtener una tercio de respuestas alcistas, un tercio de respuestas bajistas y un tercio de respuestas neutras, el valor que obtendría el ISM sería 0,50 (para evitar el 0,50, el ISM toma el valor 0,50 como 50). Por tanto, valores de ISM superiores a 50 se interpretan como una señal expansiva y, viceversa, un valor inferior a 50, como una señal recesiva (ver ejemplo 1).

La periodicidad es mensual.

Ejemplo 1



Fuente: Bloomberg

Observando el gráfico se deduce que en el 2001 el valor del ISM se situaba por debajo de 50, por lo que se interpreta como una señal recesiva. Para el período 2002-2004, los valores de ISM se sitúan en la mayoría de ocasiones por encima de 50, interpretándose como una situación expansiva.

Comparando el indicador ISM con el índice Dow Jones, puede observarse la relación existente entre ambos.



Fuente: Bloomberg

Ejemplo 2



Fuente: Bloomberg

En los años 2003 y 2005 el IFO aumentó considerablemente. Esta mejora debería traducirse en un buen comportamiento en bolsa, como así sucedió.

Comparativamente con el Eurostoxx 50, puede observarse la relación existente entre el indicador IFO y dicho índice.



Fuente: Bloomberg

b) Indicador IFO

El indicador IFO es un indicador avanzado de producción alemán elaborado por el *Institute for Economics Research* de Munich. Este instituto es el encargado de realizar una encuesta a 10.000 empresas alemanas acerca de las actividades presentes de cada empresa y de las actividades previstas en los próximos seis meses.

El indicador IFO es base 100. El modo de interpretarlo es mediante la tendencia que siga; si la tendencia es alcista, se espera una recuperación de la economía alemana, y viceversa (ver ejemplo 2).

A pesar que es un indicador avanzado de producción alemán, su interpretación suele extrapolarse al resto de la economía europea.

Este indicador se obtiene mensualmente.

c) Indicador Tankan

El indicador Tankan es un indicador avanzado de producción. Lo elabora el Banco de Japón mediante una encuesta a 10.000 empresas japonesas. En ella se recogen las expectativas de las empresas.

Se calcula como el porcentaje de expectativas positivas menos el porcentaje de expectativas negativas. Por tanto, valores positivos indican expectativas alcistas, y viceversa.

Ejemplo 3



Fuente: Bloomberg

La periodicidad del indicador Tankan es trimestral.

En la evolución del indicador Tankan del ejemplo 3 puede observarse que, en el período de 1993 a 2003, únicamente ha estado 3 años por encima de 0, indicando que las expectativas de las empresas eran bajistas.

A continuación se exponen otros indicadores avanzados divididos por países o zonas económicas.

Indicadores avanzados de Estados Unidos

Indicador	Adelantado de	Descripción
Capacidad de utilización	Inflación / producción	Mide el porcentaje de utilización del equipo industrial sobre su capacidad máxima. Por encima del 85% tiene una lectura inflacionista, ya que se considera plena capacidad. Si es superior al 85% las empresas deberán realizar inversiones, como éstas son a medio plazo implica que a corto plazo existan desajustes entre oferta y demanda provocando tensiones inflacionistas. Mensual.
Índice de la Reserva Federal de Philadelphia	Producción	Equivalente al ISM pero para la región de Pensylvania, New Jersey y Delaware. Valores superiores a 0 implica expansión y viceversa. Mensual.
Chicago Purchasing Managers survey (índice de jefes de compra de Chicago)	Producción	Equivalente al ISM pero para la región de Chicago. Valores superiores a 50 se interpreta como fase expansiva e inferiores en recesiva. Mensual.
Peticiones de subsidio	Paro	Su interpretación ha de estudiarse juntamente con la inflación. En momentos de inflación elevada, menores peticiones de subsidio se interpreta negativamente, ya que implica mayor consumo y por tanto tensión inflacionista. En momentos de inflación baja, menores peticiones se interpreta como dato positivo por su implicación en mejora del consumo e inversión y por tanto, en mejora del PIB. Suele analizarse la evolución de los 3 últimos datos. Semanal.
Oferta monetaria (M1, M2 y M3)	Inflación / política monetaria	Cálculo de los agregados monetarios. M1 incluye efectivo y depósitos a la vista. M2, es M1 más repos a 1 día, depósitos a 1 día y otras cuentas en depósito en mercados monetarios. M3 incluye, a parte de M2, depósitos, eurodólares, repos a largo plazo y fondos de inversión institucionales en el mercado de dinero. Crecimientos superiores a los esperados pueden provocar tensiones inflacionistas y con ellas una posible subida de tipos de interés. Semanal.
		Mide la percepción de los consumidores sobre su bienestar

Confianza de los consumidores	Producción / Consumo	económico. Da expectativas sobre la evolución del consumo, gasto y ahorro. Mejora de este índice indica mayor propensión al consumo y por tanto a un aumento del PIB. Mensual.
Viviendas iniciadas y permisos	Producción	Incluye los permisos y las viviendas iniciadas. Representa alrededor del 3% del PIB y es muy sensible a cambios de tipos de interés y a cambios en el ciclo económico. Históricamente, si las viviendas iniciadas no superan 1,5 millones es un indicativo de recesión. Mensual.
Leading indicators	Producción	Indicador que recoge el comportamiento de 12 indicadores avanzados más el índice S&P 500; entre otros indicadores recoge: – Promedio semanal de horas trabajadas – Promedio semanal de peticiones de subsidio de desempleo – Comportamiento de las ventas – Permiso de construcción de viviendas – Confianza del consumidor – S&P 500 – Oferta monetaria M2 La publicación de tres meses con datos positivos o tres con datos negativos se interpreta como cambio de tendencia. Mensual.

Indicadores avanzados de la Zona Euro

Indicador	Adelantado de	Descripción
EU Industry & Construction Survey	Producción	Mide las expectativas en la actividad empresarial. Una mejora de las expectativas se traduce en una posible mejora en el PIB. Mensual.

Indicadores avanzados en Alemania

Indicador	Adelantado de	Descripción
ZEW. Índice de sentimiento	Producción	En base a una encuesta a 350 analistas financieros, mide las expectativas económicas para los próximos 6 meses. Se espera que ante una mejora se las expectativas, el PIB aumente.

económico.		Mensual.
Confianza de los consumidores	Producción / Consumo	Mide la percepción de los consumidores sobre su bienestar económico. Da expectativas sobre la evolución del consumo, gasto y ahorro. Mejora de este índice indica mayor propensión al consumo y por tanto a un aumento del PIB. Mensual.

Indicadores avanzados en Francia

Indicador	Adelantado de	Descripción
Informe INSEE sobre Industria	Producción	Mide las expectativas empresariales basándose en encuestas al sector industrial sobre producción esperada, precios, pedidos e inventarios, así como en capacidad de utilización industrial. Una mejora en el indicador puede traducirse como una mejora en la actividad empresarial. Menusal
Informe INSEE sobre consumo	Producción / consumo	Da información sobre las expectativas de los consumidores en lo que respecta al ahorro, evolución de precios y decisiones de inversión. Mejora de este índice indica mayor propensión al consumo y por tanto a un aumento del PIB. Mensual.

Indicadores avanzados en España

Indicador	Adelantado de	Descripción
Encuesta del clima industrial	Producción	Encuesta empresarial que mide la evolución de los pedidos, inventarios, nivel de producción y capacidad de utilización. Una mejora se traduce en unas mejores expectativas empresariales. No obstante, si la capacidad de utilización se acerca a máximos puede de utilización se acerca a máximos puede crear tensiones inflacionistas, por desajustes entre oferta y demanda. Mensual.
Encuesta del sentimiento de	Producción	Muy parecido al indicador de confianza de los consumidores en Estados Unidos. Se basa en una encuesta a los consumidores sobre sus expectativas

los consumidores	/ Consumo	en ahorro, consumo y compra de bienes duraderos. Si mejora el resultado de la encuesta, se espera una mejora en el consumo. Mensual.
Matriculaciones de vehículos nuevos	Consumo	Registro de matriculación de vehículos nuevos, desglosando a las compañías de alquiler. Una mayor matriculación hacc que aumente el consumo y con él el PIB. Mensual.

Indicadores avanzados en Japón

Indicador	Adelantado de	Descripción
Business Conditions Index	Producción	Parecido al leading indicator americano, ya que este indicador se basa en indicadores adelantados. Valores superiores a 50 indican un posible ciclo expansivo y viceversa. Trimestral

2. También puede dedicarlo al ahorro, pero como los tipos de interés disminuyen lo que le ofrecen por sus ahorros también disminuye.

Capítulo 3

Interpretación de los indicadores económicos para la previsión en los mercados financieros

3.1. Interpretación de los indicadores económicos para la previsión en los mercados financieros

El impacto que puedan tener las variables macroeconómicas en los mercados financieros puede llegar a ser difícil de predecir. No obstante, lo que sí se puede predecir es qué impacto se **espera** que ocurra.

3.1.1. *PIB*

Como se ha descrito anteriormente, el PIB es un agregado de cantidades que mide el valor de todas las mercancías producidas en un país (ver ejemplo 1). Por tanto, al aumentar el PIB de un país querrá decir:

– Las empresas producen más.
– Al producir más obtendrán mayores beneficios.
– Por tanto, las empresas realizan nuevas inversiones con los beneficios obtenidos.
– Al realizar nuevas inversiones su valor en Bolsa aumenta.

En conclusión, si en Europa aumenta el PIB:

↑ PIB Europeo ⇒
↑ Valor de las empresas ⇒
↑ Eurostoxx 50

Si en Estados Unidos aumenta el PIB y en Europa es menor al «descontado» por los mercados:

↑ PIB USA (mayor que Europa) ⇒

↑ Valor de las empresas americanas ⇒

Se obtiene mayor rendimiento en Estados Unidos que en Europa ⇒

↓ Eurostoxx 50

Ejemplo 1



Fuente: Banco de España y Bloomberg

3.1.2. *Inflación*

En el presente capítulo se ha observado que la inflación puede resultar problemática cuando se incrementa hacia niveles no esperados.

Si la inflación en España es mayor a la esperada, se espera:

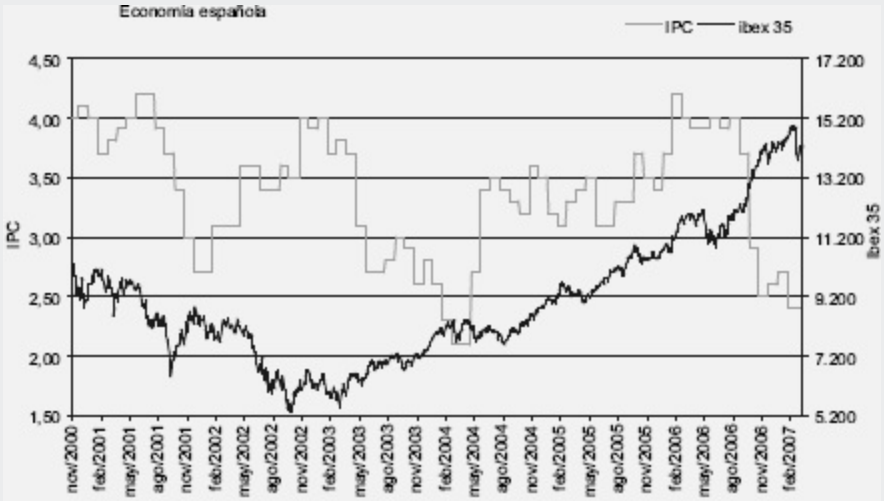
– Presión de una subida de tipos de interés.
– Que las empresas tengan mayores costes para la financiación de sus proyectos.

– Que haya proyectos que no se lleven a cabo.
– Una disminución del valor de las acciones de la empresa.

En conclusión, si en España aumenta la inflación:
↑ inflación ⇒
↑ precios ⇒
↓ ventas ⇒
↑ tipos interés ⇒
↓ inversiones ⇒
↓ Ibex-35

En el caso de que la inflación de Estados Unidos y la de Europa se mantuvieran constantes y moderadas, a los inversores americanos les saldría más rentable depositar su dinero en Europa, por lo que aumentaría el valor de las acciones de las empresas europeas (ver ejemplo 2).

Ejemplo 2



Fuente: Banco de España y Bloomberg

3.1.3. *Tipo de interés*

El efecto del tipo de interés en los mercados financieros es directo, ya que repercute de forma clara en las empresas.

Si el BCE rebaja tipos, esto se traduce en:

a) Al disminuir el tipo de interés las empresas realizan mayores inversiones porque su financiación es menos costosa y la deuda que ya tenían se vuelve más barata, por lo que disponen de mayor financiación. Esta reducción del coste de la financiación incrementa, como se ha dicho, las inversiones y, por tanto, la producción. Este hecho supone mayor valor para la empresa, por lo que las acciones tienen mayor valor.

b) Por otra parte, la nueva emisión de deuda pública se realiza con tipos de interés menores y, por consiguiente, una menor rentabilidad. Este hecho provoca un trasvase de fondos del mercado de renta fija al mercado de renta variable. El aumento de la demanda de los valores de renta variable provoca un incremento del precio de las acciones de las empresas (ver ejemplo 3).

Por tanto una reducción de tipos de interés implica un aumento del precio de las acciones por dos vías, la primera porque las empresas reducen el coste financiero y, por consiguiente, aumentan su valor, y la segunda, por el aumento en la demanda de los títulos de renta variable por el trasvase de fondos del mercado de renta fija al de renta variable.

↓ tipos de interés en Europa:

a) ↓ coste de la deuda ⇒ ↑ inversiones ⇒ ↑ beneficios

b) Nueva emisión de deuda pública con tipo interés menor ⇒ trasvase de fondos del mercado de renta fija al de renta variable ⇒ ↑ demanda de valores ⇒ ↑ valor de las acciones

   ↑ Eurostoxx 50

Ejemplo 3



Fuente: Banco de España y Bloomberg



Fuente: Banco de España y Bloomberg

Tras la lectura de esta parte, debe haber quedado claro:

1. La globalización de la evolución económica de un país tiene efectos directos sobre otro país. Los efectos de un dato económico local pueden influir en una economía extranjera, y viceversa.
2. Una vez analizado el país en cuestión, saber que podemos clasificar la economía que presenta éste, según el ciclo económico. Para ello, a lo largo de esta asignatura, estudiaremos en profundidad cada una de las variables clave para dicha clasificación.

3. En cualquier país existen unos indicadores macroeconómicos archiconocidos. Además encontramos otros, como los indicadores que podemos clasificar según el ciclo (avanzados, rezagados y coincidentes) y los indicadores sectoriales. El análisis por partida triple deberá proporcionarnos una foto de la situación económica que estudiemos.

TEST. COYUNTURA ECONÓMICA

1. **Si en un país los tipos de interés están al 0,5%, la inflación al 6% y el crecimiento del PIB en el 0,5%, ¿qué se espera que haga el país para aumentar su producción?**
   a) Disminuir tipos de interés
   b) Emitir más dinero para que los individuos consuman más
   c) Depreciar la moneda para incrementar las exportaciones
   d) Ninguna de las anteriores

2. **Si una empresa española produce jamones en España y los exporta a Japón,**
   a) El PIB español aumenta
   b) El PNB español aumenta
   c) El PIB japonés disminuye
   d) Todas las respuestas anteriores

3. **Después de que el estado de Wanaloo haya contruido los puertos, aeropuertos y autopistas, se espera que:**
   a) El déficit público del país aumente
   b) El déficit público del país disminuya
   c) El déficit público del país no se ve afectado
   d) Las nuevas emisiones del bonos de Wanaloo se harán a un tipo de interés menor

4. **Si el incremento del PIB americano ha pasado de ser el 2% al 8%, ¿por qué ha podido pasar?**

a) Porque en Estados Unidos siempre aumenta el PIB, ya que su economía es la principal economía mundial

b) Porque han aumentado mucho las importaciones

c) Porque han aumentado mucho las exportaciones

d) Todas las respuestas anteriores son correctas

5. ¿Qué soluciones tiene Australia para reducir la tasa de paro?

a) Que le Banco Central reduzca tipos de interés

b) Depreciar el dólar australiano

c) Aplicar incentivos para la contratación de gente joven y mayor a 55 años

d) Todas las acciones anteriores son correctas

6. Cuál de las siguientes respuestas es correcta en el supuesto que el déficit público de Rusia aumente.

a) Aumenta el déficit público debido a que han disminuido los ingresos derivados de los impuestos

b) Aumenta debido a un incremento del gasto público mayor al esperado

c) Se espera que los bonos emitidos por el gobierno tengan un tipo de interés mayor

d) Todas las respuestas anteriores son correctas

7. Si la inflación en Canadá aumenta más de lo esperado, se espera que:

a) El Banco Central disminuya tipos de interés

b) El Estado incentive el consumo de los individuos

c) El Banco Central emita más dinero

d) Ninguna de las respuestas anteriores

8. Si en Orangeland sólo se producen naranjas y la producción ha aumentado en 1.000 unidades, de las cuales se han consumido 400 y se

han exportado 300 a Lemonland, ¿cuánto ha aumentado el PIB de Orangeland?

a) Ha aumentado en 1.000 unidades

b) Ha aumentado en 1.400 unidades

c) Ha aumentado en 1.700 unidades

d) Ha aumentado en 700 unidades

9. ¿Cuál de las siguientes frases es sinónimo de bonanza económica?

a) Paso de 55 a 45 en el ISM

b) Paso de 95 a 90 en el IFO

c) Paso de 45 a 55 en el IFO

d) Paso de 45 a 55 en el ISM

0. Si el euro se deprecia, se espera que:

a) El PIB europeo aumente

b) El PIB europeo disminuya

c) Disminuya el turismo en Europa

d) El PIB de los países con los que mantiene relaciones comerciales aumente

1. Ante una situación de recesión, el BCE puede:

a) Aumentar los tipos de interés para favorecer la inversión

b) Disminuir los tipos de interés para favorecer la inversión

c) Esperar a que mejore la economía porque hasta entonces él no puede intervenir

d) Comprar acciones en Bolsa para subir el valor de éstas

2. La curva de tipos de interés de un día determinado da información sobre:

a) Cuál será el tipo de interés a 10 años, ya que el tipo de interés que aparece es aquel que los bancos se comprometen a mantener dentro de 10 años

b) Los tipos de interés negociados en ese día a distintos plazos

c) No da ninguna información financiera relevante

d) Las respuestas a y b son correctas

3. Si el nivel de inflación es elevado se espera:

a) Un aumento del tipo de interés

b) Una disminución de la inversión de las empresas

c) Una bajada del poder adquisitivo de los consumidores

d) Todas las respuestas anteriores son correctas

4. Si el BCE aumenta el tipo de interés, se espera:

a) Un aumento del valor de las acciones de las empresas europeas debido a la entrada de capitales provenientes de Estados Unidos

b) Una disminución del valor de las acciones de empresas europeas que cotizan en Estados Unidos

c) Una disminución del valor de las acciones de empresas americanas debido al trasvase de fondos desde Europa a Estados Unidos

d) Todas las anteriores son correctas

5. Una empresa española produce vinos en California (Estados Unidos). Si toda la producción se vende en Estados Unidos y México, entonces:

a) Se incrementa el PNB español

b) Se incrementa el PIB español

c) Se incrementa el PIB americano

d) Las respuestas a y c son correctas

6. Una apreciación del yen japonés:

a) Influye positivamente (induce a superávit) en la balanza comercial nipona

b) Influye negativamente (induce a déficit) en la balanza comercial nipona

c) No influye en la balanza comercial, sólo tiene repercusión en la balanza de capitales japonesa

d) No afecta a la balanza de capitales de Japón

7. Si en un país los tipos de interés están al 0,5%, la inflación al 4% y el crecimiento del PIB en el –0,5%, ¿qué se espera que haga el país para aumentar su producción?

a) Aumentar tipos de interés

b) Emitir más dinero para que los individuos consuman más

c) Devaluar la moneda para incrementar las exportaciones

d) Ninguna de las anteriores

8. La reserva federal de Estados Unidos decide disminuir los tipos de interés. ¿Por qué crees que ha podido tomar esta decisión?

a) Para reducir la tasa de desempleo

b) Para incentivar el consumo del país

c) Para disminuir el coste de la deuda de las empresas

d) Todas las respuestas anteriores son correctas

9. El *leading indicator* se caracteriza por:

a) Ser un indicador avanzado

b) Ser un indicador compuesto por 12 indicadores

c) Tras tres meses con valores positivos o tres meses con valores negativos se interpreta como cambio de tendencia

d) Todas las respuestas anteriores son correctas

0. Indique cuál de las siguientes frases es cierta:

a) El IFO es un indicador coincidente de demanda alemán

b) El IFO es un indicador adelantado de demanda alemán

c) El IFO es un indicador coincidente de oferta alemán

d) El IFO es un indicador adelantado de oferta alemán

1. Si el indicador ISM (NAPM) pasa de 45 a 50 significa:

a) Que la confianza de los productores americanos ha aumentado

b) Que la confianza de los productores alemanes ha aumentado

c) Que la confianza de los productores americanos ha disminuido

d) Que la confianza de los consumidores americanos ha disminuido

2. Indique cuál de las siguientes frases es correcta:

a) El PIB ofrece información acerca del sentimiento de los consumidores y empresarios

b) El ciclo económico de crecimiento se caracteriza porque el incremento del PIB es superior al 5%

c) La inflación es negativa; para que sea positiva ha de ser siempre 0%

d) Se dice que se entra en un período de recesión cuando se obtiene crecimiento negativo (PIB negativo) entre 2 y 3 trimestres consecutivos

3. Indique cuál de las siguientes frases acerca de la inflación es correcta:

a) La inflación es un indicador retardado, aunque ayuda a definir la política monetaria de los bancos centrales

b) Una inflación positiva y controlada permite que los principales índices bursátiles aumenten de valor

c) La deflación implica que el consumo se reduzca

d) Todas las respuestas anteriores son correctas

4. Qué se entiende por paro cíclico:

a) Aumenta cuando se rescinden los contratos de los empleados que han trabajado en hostelería durante el mes de agosto

b) Disminuye cuanto se está en una fase de crecimiento

c) Aparece cuando hay un cambio tecnológico en la economía

d) Provocado por el cambio de lugar de residencia

5. En la fase de estancamiento del ciclo económico:

a) No es aconsejable invertir en Bolsa porque los tipos de interés se mantienen constantes

b) La inflación es mayor a la esperada

c) Se espera un aumento de la tasa de desempleo

d) Todas las respuestas anteriores son correctas

6. ¿Cuál de las características de los indicadores avanzados son ciertas?:

a) Suelen predecir cambios en la fase del ciclo económico con más de un año de antelación

b) Se basan en encuestas a productores y consumidores acerca de sus expectativas

c) El índice Tankan ofrece información acerca de las expectativas de los consumidores japoneses

d) Su publicación coincide con la publicación del PIB

SOLUCIONES AL TEST COYUNTURA ECONÓMICA

1.– C

Si disminuyen tipos de interés el consumo del país aumentará y con él la inflación. Si se emite más dinero, los bancos lo prestarán a un tipo de interés más bajo que el actual por lo que también aumentará la inflación.

Si se devalúa la moneda los productos del país serán más baratos que los extranjeros, por lo que las exportaciones del país aumentarán y con ellas el PIB.

2.– D

Aumenta el PIB español porque se producen en España, el PNB español también aumentará porque la empresa es española y el PIB japonés disminuirá porque la empresa española exporta a Japón y para el PIB japonés se considera una importación.

3.– A

El estado de Wanaloo ha invertido mucho dinero en la construcción de las distintas infraestructuras, por lo que ha gastado bastante dinero. Como el déficit público se produce cuando el estado gasta más de lo que ingresa, el déficit público aumentará porque ha gastado más.

4.– C

Porque han aumentado mucho las exportaciones, ya que las importaciones restan valor al PIB, por lo que un aumento de éstas hará disminuir el PIB; en cambio las exportaciones suman al PIB, por lo que su aumento lo hará incrementar.

5.– D

Si el Banco Central disminuye tipos de interés a las empresas les costará

menos endeudarse, por lo que incrementarán sus inversiones. Este aumento de las inversiones hará que se necesite a más gente para llevarlas a cabo. Si se deprecia el dólar australiano las empresas australianas producirán más, ya que parte de su producción la venderán en el extranjero, por lo que necesitarán a más gente para trabajar. Si aplican incentivos para la contratación de personas las empresas adaptarán estas ventajas contratando a gente.

6.– D

El déficit público se obtiene cuando los gastos del Estado son mayores a sus ingresos, por lo que una disminución de los ingresos y un incremento del gasto harán aumentar el déficit público. Si aumenta el déficit público, Rusia deberá emitir deuda para obtener ingresos extra; para incentivar a que la gente compre su deuda y con ello dé dinero al Estado, deberá aumentar el tipo de interés.

7.– D
8.– A
9.– D
10.– A
11.– B
12.– B
13.– D
14.– B
15.– D
16.– B
17.– C
18.– D
19.– D
20.– D
21.– A
22.– D
23.– D
24.– B
25.– D
26.– B

Bibliografía

BAJO y MONÉS. *Curso de Macroeconomía.* Antoni Bosch. Barcelona, 1994.

BARRO, R.; GRILLI, V. y FEBRERO, R. *Macroeconomía. Teoría y política.* McGraw Hill. Madrid, 1997.

DÍAZ-GIMÉNEZ. *Macroeconomía: primeros conceptos.* Antonio Bosch. Barcelona, 1999.

ONTIVEROS, E. y VALERO, J. *Sistema Financiero Español: 1987-1997 una década de transformaciones.* Escuela de Finanzas Aplicadas. Madrid, 1997.

SUCH, D. y BERENGUER, J. *Introducción a la economía*. Ediciones Pirámide. Madrid, 1994.

Direcciones de internet

Banco de España. www.bde.es

Instituto Nacional de Estadística. www.ine.es

Banco Central Europeo. www.ecb.int

Segunda parte

Sistema financiero y política monetaria

Objetivos de la segunda parte

Una vez leída la presente parte se deberá ser capaz de:

1. Conocer las características descriptivas de un sistema financiero.
2. Saber las funciones que cumplen los tres ejes fundamentales de un Sistema financiero: activos, intermediarios y mercados.
3. Analizar las actividades de los diferentes tipos de intermediarios financieros bancarios y no bancarios, y los productos financieros que pueden ofrecer.
4. Comprender las funciones de los organismos supervisores y reguladores del sistema financiero español y el objetivo que persigue su regulación.
5. Interpretar las funciones que ejercen el Banco Central Europeo y el Banco de España en un contexto de cesión de soberanía en materia de política monetaria.

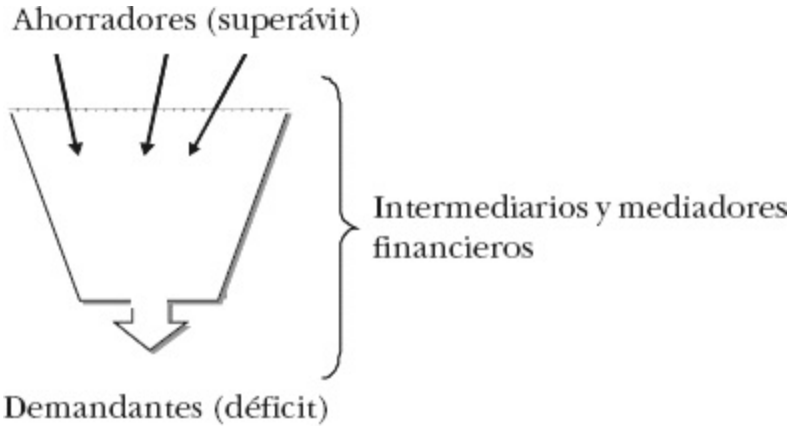
Capítulo 1

Concepto y componentes de un sistema financiero

1.1. Concepto, características y funciones de un sistema financiero

En sentido general, el sistema financiero de un país está formado por el conjunto de instituciones o agentes, activos y mercados financieros, cuyo fin es canalizar el ahorro generado por las unidades de gasto con superávit hacia las unidades de gasto con déficit a través de los intermediarios y mediadores financieros.

La canalización del ahorro resulta fundamental por dos razones:



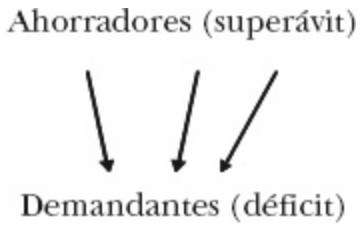
a) En la mayoría de casos la no coincidencia de ahorradores e inversores en una misma persona, dado que las unidades de déficit y superávit son

distintas.

b) Las preferencias o deseos de los ahorradores no coinciden, en general, con los de los inversores respecto al grado de rentabilidad, liquidez y seguridad de los activos emitidos; por lo tanto los intermediarios realizan la labor de transformar dichos activos para hacerlos más aptos a los deseos de los ahorradores.

La canalización del ahorro puede ser **directa o intermediada**. Cuando hablamos de **activos negociables en un mercado nos referimos a canalización directa**, es decir, existe ausencia de intermediarios financieros; por otro lado, cuando implicamos el uso de un intermediario financiero nos referimos a canalización intermediada.

Directa: Cuando ahorradores y demandantes de capital se unen sin que intervenga ningún otro agente financiero. Por ejemplo, mercado de renta fija privada (una empresa emite deuda que ofrece al mercado).



Indirecta: Cuando ahorradores y demandantes de capital se unen mediante un intermediario financiero. Por ejemplo, mediante un banco.



En cuanto a las funciones de un sistema financiero, se destacan las siguientes:

– Una función esencial de todo sistema financiero es canalizar los fondos de las unidades de gasto con superávit a las unidades de gasto con déficit, es decir, unir la oferta y la demanda logrando fijar un precio y una cantidad.

– Una segunda función básica que debe cumplir el sistema financiero es la de contribuir al logro de la estabilidad monetaria y financiera.

I.2. Estructura actual del sistema financiero español: Características generales

En España la máxima autoridad en materia de política financiera está representada por el Gobierno, siendo el Ministerio de Economía el principal responsable de los aspectos relativos al funcionamiento de las instituciones financieras.

Las principales entidades supervisoras son:

– Banco de España (BE).
– Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).
– Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP).
– Dirección General de Comercio e Inversiones.

El BE y la CNMV son los órganos que mayores competencias asumen tanto por lo que se refiere a las instituciones como a los mercados financieros. El BE supervisa a las entidades financieras y es el encargado de ejecutar la política monetaria en nuestro país a través del SEBC, aunque las competencias de instrumentación, definición y objetivos han sido transferidas al Banco Central Europeo (BCE).

Del **Banco de España** dependen:

a) Las entidades de crédito, el Instituto de Crédito Oficial (ICO), convertido hoy en agencia financiera del Gobierno; los bancos privados tanto españoles como extranjeros instalados en España; las Cajas de Ahorro, la Confederación Española de Cajas de Ahorro y las Cooperativas de Crédito.

b) Establecimientos financieros de Crédito (EFC), hasta finales de 1996 denominadas Entidades de Crédito de Ámbito Operativo Limitado (ECAOL).
c) Las SGR y el sistema de Segundo Aval y algunos de los principales mercados.
d) El BE supervisa el mercado de deuda pública y es el agente financiero de dicho mercado.
e) El BE ejerce funciones en materia de control de cambios que comparte con la Dirección General de Comercio e Inversiones.

De la **Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones** dependen:

a) Entidades aseguradoras de todo tipo.
b) Entidades gestoras de fondos de pensiones.

De la **Comisión Nacional del Mercado de Valores** dependen:

– **Instituciones de Inversión Colectiva**, categoría que incluye sociedades de inversión (mobiliarias e inmobiliarias), fondos de inversión (mobiliarios e inmobiliarios) y sus sociedades gestoras.
– **Entidades de Servicios de Inversión**, principalmente Sociedades y Agencias de Valores, entidades especialmente orientadas a la asesoría y a la compraventa de valores.
– **Sociedades Gestoras de Cartera**, entidades orientadas a la gestión de patrimonios individuales y constituidos fundamentalmente por valores.

Las funciones que realiza la CNMV son[3]:

a) Velar por la transparencia de los mercados, de la correcta formación de los precios y de la protección de los inversores difundiendo información.
b) Supervisa y controla las sociedades que emiten u ofrecen valores para ser colocados de forma pública sobre los mercados secundarios de valores y sobre las empresas que prestan servicios de inversión y las instituciones de inversión colectiva. Sobre estas últimas, así como sobre los mercados secundarios de valores, la CNMV ejerce la supervisión prudencial, que garantiza la seguridad de sus transacciones y la solvencia del sistema.
c) La CNMV, a través de la Agencia Nacional de Codificación de Valores,

realiza la función de identificar todas las emisiones e instrumentos financieros españoles con un código internacional denominado ISIN (*International Securities Identification Numbering System*) y la difusión de esa codificación entre los usuarios, para que pueda ser utilizada en los sistemas de liquidación de operaciones con valores. Otra actividad de la Agencia Nacional de Codificación de Valores es asignar el código CFI (*Classification of Financial Instruments*) que permite diferenciar y clasificar de forma automática los instrumentos financieros.

d) Asesora al Gobierno y al Ministerio de Economía.
e) Además, a partir de 1999, las entidades de capital riesgo han pasado a depender también de la CNMV.

El Ministerio de Economía define la **Dirección General de Comercio e Inversiones** como[4]:

El organismo que centraliza las actuaciones de política económica dirigidas a favorecer la internacionalización de la empresa española.

Esta labor se concreta en la definición de las estrategias, la dirección y la gestión del comercio e inversiones exteriores, en su vertiente bilateral, desde la perspectiva de las necesidades de la empresa española en sus relaciones con el exterior.

3. Fuente: CNMV.
4. Fuente: Ministerio de Economía.

Capítulo 2

Intermediarios financieros

2.1. Concepto de intermediario financiero

Son los agentes que relacionan a las unidades de gasto con superávit con las unidades de gasto con déficit, para llevar a cabo el objetivo de ambas: inversión y financiación, respectivamente, a cambio de una remuneración por sus servicios.

La función de los intermediarios es transformar activos y dar acceso al sistema de pagos.

Los intermediarios financieros se diferencian de los mediadores en que la actividad de estos últimos no origina la transformación de activos financieros ya que simplemente realizan la acción de comprar y vender.

Los mediadores son:

Brokers
Dealers
Market Makers

Brokers (Agencias de Valores). Trabajan por cuenta ajena y su actividad es la compra y venta de activos financieros para terceros a cambio de una comisión.

Dealers (Sociedades de Valores). A diferencia de los *brokers* que sólo pueden operar por cuenta de terceros, los *dealers* además de operar por cuenta de terceros, también lo pueden hacer por cuenta propia, siendo una de sus actividades de compra y venta de activos financieros para sí mismos, con la finalidad de obtener los correspondientes rendimientos.

En la medida que los *dealers* también pueden operar por cuenta de terceros hacen de *brokers* y por ejercer esta actividad reciben las correspondientes comisiones de intermediación.

Market Makers (Creadores de mercado). Son entidades que se dedican a comprar y vender por cuenta propia dando liquidez al mercado. En España actúan en el mercado de futuros/opciones y en el mercado de deuda pública. Normalmente se especializan en un tipo de activo financiero.

A modo de ejemplo, los creadores de mercado de Deuda Pública cumplen, entre otras, las siguientes obligaciones:

– Aportar información que el Tesoro pueda solicitar sobre el mercado de deuda.
– Se comprometen a participar en las subastas.
– Garantizar la liquidez del mercado secundario, dedicándose a la compra/venta por cuenta propia y asegurar con su intervención el buen funcionamiento del mercado.

A cambio de estas obligaciones los creadores de mercado se benefician de ciertos derechos, como son: la segregación y reconstrucción de valores de deuda del Estado, ser contrapartida en otras operaciones de gestión y emisión de deuda, participar en comisiones representativas del mercado y retribuciones adicionales en dinero o en especie.

2.2. Clasificación

Podemos distinguir, principalmente, dos tipos de intermediarios financieros:

Bancarios

No bancarios

2.2.1.*Bancarios*

Banco de España
Bancos
Cajas de Ahorro
Cajas rurales y Cooperativas de crédito

Banco de España. Es el encargado de ejecutar la política monetaria en España, ejercer el control, asesoramiento, vigilancia e inspección de todo el sistema financiero español.

Bancos. Son Sociedades Anónimas (S.A.) especiales dado que deben estar inscritas tanto en el Registro Mercantil como en el Registro Especial del BE, su constitución es simultánea (desembolso del 100% del capital inicial) y su capital social mínimo es de 18 millones de €. Realizan operaciones con particulares, empresas y otras instituciones con el fin de dar créditos a un determinado tipo de interés y recibir depósitos (a un tipo de interés inferior que en el caso de los créditos).

Las operaciones bancarias pueden clasificarse en:

– *Operaciones relacionadas con la intervención en el crédito.* Por ejemplo, pólizas de crédito, préstamos, cuenta corriente, etc.
– *Operaciones relacionadas con la intermediación en los pagos.* Ejemplos de estas operaciones serían los descuentos de efectos comerciales (letras de cambio) o pólizas de descuento, etc.
– *Operaciones relacionadas con la intermediación de capital.* Son operaciones de inversión u operaciones de depósito.
– *Operaciones de inversión.* El banco realiza la función de intermediario entre el cliente y la operación que desea realizar. Por ejemplo, compra de acciones.

– *Operaciones de depósito*. En el caso de que el inversor (cliente) realice un depósito en la entidad bancaria a cambio de unas contraprestaciones establecidas.

Cajas de ahorro. Son fundaciones privadas sin ánimo de lucro, es decir, no pueden repartir beneficios. Desde hace años las cajas de ahorros hacen prácticamente las mismas actividades que los bancos, por ejemplo, negocio hipotecario, expansión territorial, participaciones industriales o compra de bancos.

Cajas rurales y cooperativas de crédito. Son fundaciones sin ánimo de lucro cuya finalidad es ofrecer financiación a los socios, existiendo la posibilidad de dar créditos a externos con la restricción de que éstos no superen el 50% del pasivo. Cuando la cooperativa de crédito tiene la finalidad de financiar actividades agrícolas, forestales etc, recibe el nombre de Caja Rural.

2.2.2.*No bancarios*

Intermediarios financieros especializados en mercados financieros

– Empresas de servicios de inversión
– Instituciones de inversión colectiva

Entidades aseguradoras

Intermediarios financieros especializados en mercados financieros

Pueden ser empresas de servicios de inversión o instituciones de inversión colectiva.

Empresas de servicios de inversión. Las empresas de servicios de inversión (ESI) ofrecen un abanico de actividades relacionadas con los mercados de valores. Estas actividades se dirigen a inversores o a empresas que emiten valores (acciones, bonos u obligaciones). Las actividades que ofrecen a sus inversores son las siguientes:

a) Recibir, transmitir y ejecutar órdenes de compra y venta de títulos

(acciones, bonos y obligaciones).

b) Son depositarios y administradores de valores y de productos financieros de sus clientes.
c) Intermediación entre las empresas que realizan emisiones de acciones, bonos u obligaciones y los inversores.
d) Gestionar el patrimonio de sus clientes.
e) Conceden créditos o préstamos a los inversores.
f) Asesoran a sus clientes (empresas o personas físicas).

Existen tres tipos de sociedades de inversión:

a. *Sociedades de valores*. Son S.A que ofrecen todo tipo de actividades antes mencionadas y pueden operar tanto por cuenta propia como ajena. Estas sociedades aseguran la colocación de emisiones ya que inicialmente compran al cliente los títulos emitidos y posteriormente buscan un comprador para dichos títulos, con el riesgo de no encontrar contrapartida (comprador).

Estas sociedades están obligadas a constituir un Fondo de Garantía de Inversiones.

b. *Agencias de valores*. Son S.A, pero a diferencia de las Sociedades de valores no pueden asegurar la colocación de títulos que emiten sus clientes dado que éstas sólo se dedican a tramitar órdenes de compra y venta. Dichas agencias operan por cuenta ajena y no ofrecen la posibilidad de dar créditos a sus clientes.

c. *Sociedades gestoras de carteras*. Este tipo de actividad pueden ofrecerlo tanto las Sociedades como las Agencias de valores. Estas sociedades pueden ser Sociedades Limitadas (S.L.) o Sociedades Anónimas (S.A.) y ejercen la gestión y asesoramiento personal de carteras, bajo orden expresa del inversor.

	SV	AV	SGC
Recibir y ejecutar órdenes	✓	✓	–
Colocar emisiones	✓	✓[5]	–
Asegurar la suscripción de emisiones	✓	–	–
Negociación por cuenta propia	✓	–	–
Gestión de carteras	✓	✓	✓
Asesorar a clientes	✓	✓	✓
Realizar créditos	✓	–	–

Fuente: Elaboración propia

Donde:
SV = Sociedad de Valores
AV = Agencia de Valores
SGC = Sociedad Gestora de Carteras

Instituciones de Inversión Colectiva (IIC).

Según la ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, en su artículo 1 las define como:

> «Son Instituciones de Inversión Colectiva (IIC, en adelante) aquellas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.»
>
> Las IIC revestirán la forma de sociedad de inversión o fondo de inversión.
>
> Las IIC podrán ser de carácter financiero o no financiero.

Entidades aseguradoras

La actividad aseguradora consiste en ofrecer una cobertura de riesgos que puede afectar a personas o a sus patrimonios a cambio de un cobro. Las entidades aseguradoras se rigen bajo el principio de que las primas recibidas por sus asegurados deben ser suficientes para hacer frente al pago de los

siniestros, más los gastos de gestión que se puedan derivar del negocio.

Las entidades aseguradoras, además de ofrecer una cobertura ante el riesgo, pueden realizar una actividad subsidiaria que consiste en la mediación. A partir de las primas obtenidas por los asegurados se constituyen reservas que son invertidas en acciones, obligaciones, etc.

5. Por cuenta ajena

Capítulo 3

Activos financieros

3.1. Concepto, funciones y características

Los activos financieros son valores que conciernen a su tenedor (unidades de gasto con superávit) o inversor, una serie de derechos económicos (dividendos, cupones etc.) o políticos (derecho a voto, si el título lo admite).

Para el emisor (unidades de gasto con déficit) de un activo financiero es una fuente de financiación dado que se verá obligado a realizar las contraprestaciones acordadas en las fechas estipuladas por el mismo título a su tenedor. Por lo tanto podemos decir que son títulos con una doble vertiente:

– Son un pasivo para su emisor (generación de obligaciones)
– Son un activo para su tenedor (generación de derechos)

Las características de un activo financiero son las siguientes:

Liquidez
Riesgo
Rentabilidad

La liquidez. El concepto de liquidez se vincula a la facilidad para comprar

(transformar dinero en activos financieros) o vender (transformar activos financieros en dinero) el máximo volumen efectivo posible, en el mínimo tiempo posible y con la mínima perturbación de precios del mercado.

El activo más líquido es sin duda alguna el dinero, otros activos financieros de gran liquidez son las principales divisas, los depósitos interbancarios, determinados mercados de deuda pública, como el americano y el alemán, y algunos mercados de instrumentos derivados.

El riesgo que dependería de:

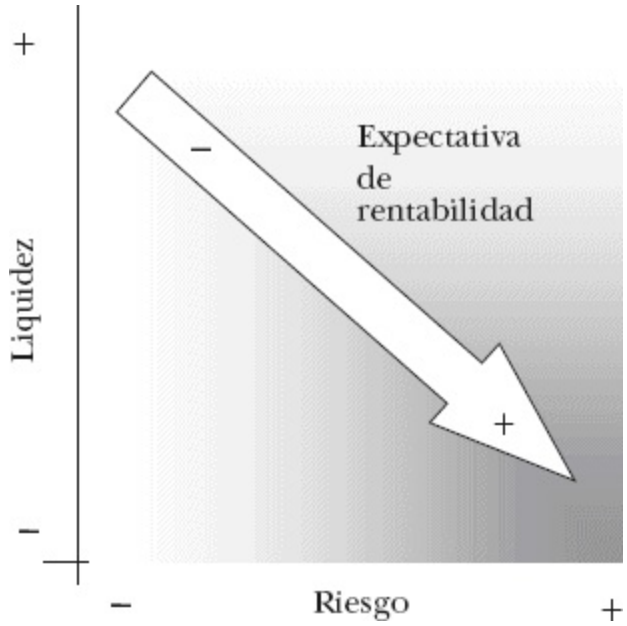
– La solvencia y de las garantías del propio emisor para hacer frente al cumplimiento de sus obligaciones, como puede ser la amortización del título emitido.
– Dentro del riesgo también aparecen posibles pérdidas de valor por variación de las cotizaciones.

La rentabilidad que dependería de:

– El riesgo que incorpore el título, es decir, a mayor riesgo mayor expectativa de rentabilidad.
– La liquidez del título: en principio, contra mayor liquidez menor expectativa de rentabilidad, pero se puede dar el caso de acciones que son muy líquidas y no necesariamente poco rentables.

La rentabilidad se puede obtener en forma de dividendos o cupones, o bien en forma de ganancias de capital (diferencial entre precio de venta y compra). En el caso de activos de renta fija, la rentabilidad viene dada en forma de intereses y/o ganancias de capital.

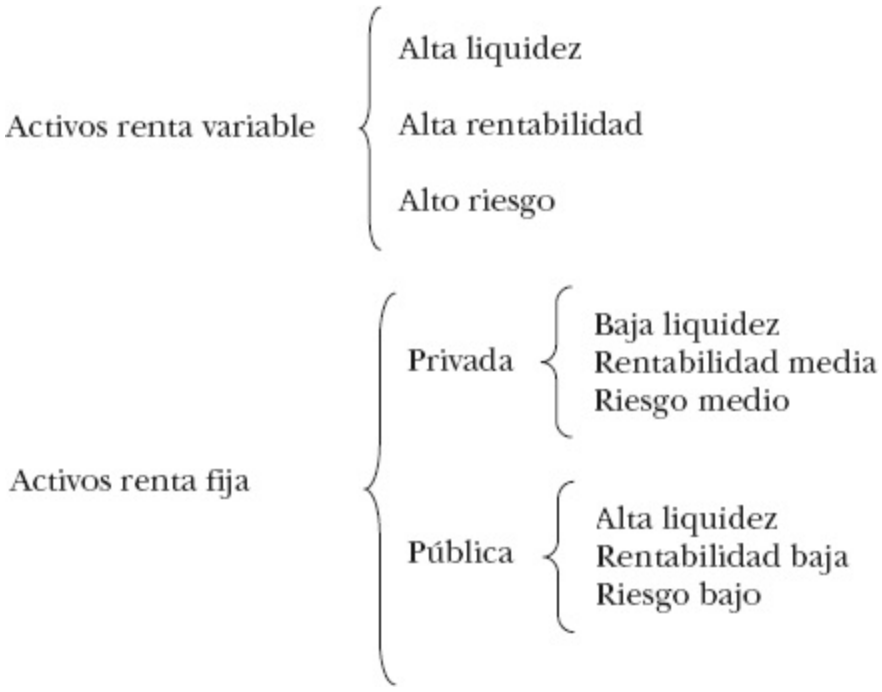
Relación liquidez, riesgo y expectativa de rentabilidad viene expresada en el siguiente gráfico:



Nótese que el riesgo y la expectativa de rentabilidad tienen una relación directa en el mismo sentido.

3.2. Clasificación de los activos financieros

Se clasifican en relación con la liquidez, la rentabilidad y el riesgo que incorpora el propio activo en:



3.2.1. *Activos de renta variable*

Son aquellos activos en los que existe cierta incertidumbre sobre los flujos futuros que podrán generar. Estos activos tienen más riesgo que otras inversiones sobre tipos de interés más conservadoras, por lo tanto, deben ofrecer expectativas de alcanzar mayor rentabilidad.

La rentabilidad se puede obtener en forma de dividendos o ganancias de capital.

Por otra parte, salvo acciones que cotizan en mercados bursátiles y que pueden tener elevada liquidez, lo cierto es que muchas inversiones en acciones suelen tener poca liquidez.

3.2.2. *Activos de renta fija*

Los activos de renta fija son títulos o valores que proporcionan una rentabilidad que se obtiene en forma de intereses, o bien en forma ganancias de capital (venta del título).

Se pueden clasificar dependiendo del tipo de emisor, es decir:

– Activos de renta fija privada, si el emisor es una entidad privada.
– Activos de deuda pública, si el emisor es un ente público, bien sea local, autonómico, estatal o supranacional.

La diferencia esencial entre ambos activos sería que los activos de renta fija privada ofrecen mayor expectativa de rentabilidad, dado que el emisor es una empresa privada e incorpora el riesgo crediticio antes mencionado. Por otra parte, los activos de deuda pública, al ser más líquidos su expectativa de rentabilidad es menor emitiéndolos el Estado u otros organismos públicos.

Capítulo 4

Mercados financieros

4.1. Concepto, funciones y características

4.1.1. *Concepto*

Un mercado financiero es un mecanismo o lugar (sistema de negociación por corros, telefónico o electrónico) a través del cual se produce el intercambio de activos financieros y se determinan los precios.

4.1.2. *Funciones*

En los mercados financieros se desarrollan los procesos de **negociación y contratación**, que pueden dar paso a actividades de **registro, liquidación y compensación**.

Negociación y contratación son términos que en ocasiones aparecen presentados como sinónimos, pero no lo son, ya que negociación es expresar la voluntad de comprar o vender un activo financiero, si bien ello no siempre se consigue y, por tanto, muchas negociaciones acaban sin acuerdo y algunas

en una operación financiera.

Cuando una negociación acaba en acuerdo da lugar a una contratación, es decir, oferta y demanda han coincidido en sus pretensiones y se realiza la compra-venta de un activo, sea en mercado primario o secundario, lo que conlleva la firma real o virtual de un contrato y por ello se denomina contratación. Al hacer referencia al volumen de contratación de un mercado se expresa la cifra de negocio que se ha cruzado en el mercado, bien sea en términos nominales o efectivos.

En la contratación ambas partes fijan una serie de obligaciones que son básicamente que el vendedor tiene que entregar el instrumento financiero pactado y el comprador pagar el precio acordado. El intercambio debe producirse en la fecha estipulada por ambas partes.

Para negociar en un mercado financiero se suelen introducir órdenes de compra o de venta. Una orden es expresar la voluntad de comprar o vender en unas determinadas condiciones de precio, volumen, producto y aspectos específicos de la negociación. En función del tipo de mercado, hay múltiples modalidades de órdenes, que pueden clasificarse según diversos criterios en función de su vigencia en el mercado o del automatismo o retardo en la negociación (limitadas, limitadas inmediatas, al mercado, por lo mejor, *stop*, ataque, *market maker*, todo o nada, *spread*, etc.).

Liquidar y compensar es el intercambio de dinero y del activo objeto de la contratación; en ocasiones ambas funciones se realizan al mismo tiempo, si bien en el supuesto de mercados financieros donde se cruzan centenares o miles de operaciones diarias, éstas se agrupan al final del día y se liquidan y compensan de forma agrupada. A modo de ejemplo, en el mercado bursátil una sociedad de valores y bolsa puede haber operado con otras muchas sociedades y agencias de valores y bolsa a lo largo del día, pero al cierre de la sesión o, mejor dicho, con fecha de valoración tres días laborables liquidará y compensará todas las operaciones, de forma que realiza la transacción de traspaso de las todas las acciones compradas o vendidas pero, seguramente, con una sola cifra a pagar o cobrar estará efectuando el cobro o pago neto correspondiente.

Los sistemas de liquidación y compensación puede ser netos y diferidos (en

la Bolsa española se liquidan las operaciones en tres días laborables de todas las operaciones de una sesión), o brutos y en tiempo real (operaciones que se liquidan de una en una e inmediata o simultáneamente a su contratación).

La operación de **registro** es algo que se puede considerar automático en los mercados electrónicos, ya que la propia contratación conlleva que queda constancia de la operación efectuada, de quiénes participan en ella y de cómo y quién debe liquidarla y compensarla. Si la operación se efectúa en mercados de corros o telefónicos deberá comunicarse la contratación al servicio central, bien sea del mercado o sistema de negociación o del servicio de liquidación o compensación para que quede constancia de la operación contratada.

El registro también debe efectuarse para aquellas operaciones coloquialmente denominadas «aplicaciones» que consisten en acuerdos realizados fuera del sistema ordinario de negociación, pero que la organización del mercado autoriza a que se efectúen, y una vez contratadas deban comunicarse para proceder a su registro y a su posterior liquidación y compensación.

Las **funciones principales** que cumple todo mercado financiero serían las siguientes:

Contacto entre oferta, demanda a través de agentes financieros
Reducir costes de transacción
Proporcionar liquidez

– Poner en contacto a la oferta, a la demanda y a los agentes financieros que intervienen (intermediarios, mediadores, etc.), fijando así un precio y una cantidad.
– Reducir los costes de transacción gracias a los intermediarios y mediadores que hacen posible la canalización de fondos minimizando el tiempo de las operaciones.
– Proporciona liquidez a los activos financieros dado la rapidez de

compra/venta que nos proporciona el mercado.

4.1.3. *Características*

Éstas son las características básicas de un mercado financiero, que a su vez tienen mucha influencia en su grado de liquidez:

- Amplitud
- Libertad
- Transparencia
- Profundidad
- Flexibilidad

Amplitud. Referida a que se pueda negociar un abanico amplio de instrumentos financieros vinculados. A modo de ejemplo, el mercado español de deuda pública ofrece la posibilidad de adquirir activos financieros a plazos que van desde un día hasta treinta años, a través de diferentes productos como son las Letras del Tesoro y los Bonos y Obligaciones del Estado, y todo ello en operaciones al contado, a plazo y en operaciones de repos y simultáneas.

Si se recurre a otra referencia de amplitud se puede citar el mercado bursátil de acciones, donde están representados múltiples sectores de la economía española y además se pueden efectuar operaciones al contado y operaciones de instrumentos derivados.

Libertad. Posibilidad de acceder a un mercado para comprar o vender, directamente o a través de intermediarios. La mayoría de mercados financieros obligan a que se deba acceder a través de intermediarios financieros, bien sea las bolsas de acciones, los mercados de renta fija privada, los derivados organizados, o los mercados de divisas. Hay mercados que permiten el acceso, con ciertas restricciones, directamente a personas físicas o jurídicas, sin utilizar intermediario financiero, como sería el caso de las cuentas directas

del Banco de España, donde se pueden suscribir activos emitidos por el Estado por parte del inversor sin acudir a bancos, cajas de ahorros, sociedades de valores u otros intermediarios financieros.

Un ejemplo de mercado financiero donde no pueden acceder personas físicas o jurídicas, ni directamente ni a través de intermediario financiero que no sean entidades de depósito, es el mercado interbancario de depósitos.

Transparencia. Hace referencia a que existe información sobre todas las circunstancias que se dan en un mercado. El óptimo de transparencia es información total a coste cero para todos los usuarios de un mercado, circunstancia que puede considerarse quimérica o inalcanzable, pero donde en los últimos años del siglo XX se han experimentado progresos nunca vistos, a través de la difusión generalizada de servicios informativos gratuitos a través de internet, que en algunos casos son en tiempo real y en otros ligeramente diferido.

Dentro de la información que se considera útil sobre la actividad de un mercado está la visualización de las órdenes del mercado con toda o parte de su profundidad, quiénes son los miembros del mercado que introducen dichas órdenes y ejecutan las operaciones, así como información estadística múltiple sobre la evolución de un mercado.

Dentro de los mecanismos de información nos encontramos con prensa general o especializada, servicios de internet, teletexto y, por supuesto, agencias de difusión de información financiera y general especializada, entre las que figuran agencias como Reuters, Bloomberg, Infobolsa, Investnet, etc.

La diferencia fundamental entre recibir información en tiempo real o en tiempo ligeramente diferido (10 o 15 minutos según mercados) estriba en obtener la información de forma gratuita o en pagar por la obtención de la misma, ya que se estima que los datos de los mercados son propiedad de éstos y por la difusión de dicha información tienen derecho a percibir unos ingresos, que lógicamente deben pagar quienes estén interesados en conseguir información para utilizarla y obtener provecho económico de ella.

Profundidad. Este concepto engloba varios aspectos que podrían resumirse, en términos de exigencia, que al visualizar una pantalla de negociación electrónica o al estar presente en un corro de negociación o parqué, se observe

que la horquilla o diferencial de precios de las órdenes de compra y venta esté en su mínima expresión y con volúmenes lo más elevados posibles. A su vez, no sólo se trata de que haya un elevado volumen en los mejores precios compradores y vendedores, sino que en la medida en que se visualizan los restantes precios a la baja para comprar y al alza para vender existan volúmenes de negociación lo más elevados posibles y que, además, los precios estén alineados sin saltos.

Seguidamente se muestran hipotéticas pantallas de negociación, donde se pueden apreciar diferentes niveles de profundidad que se irán comparando con la pantalla 1:

Pantalla 1

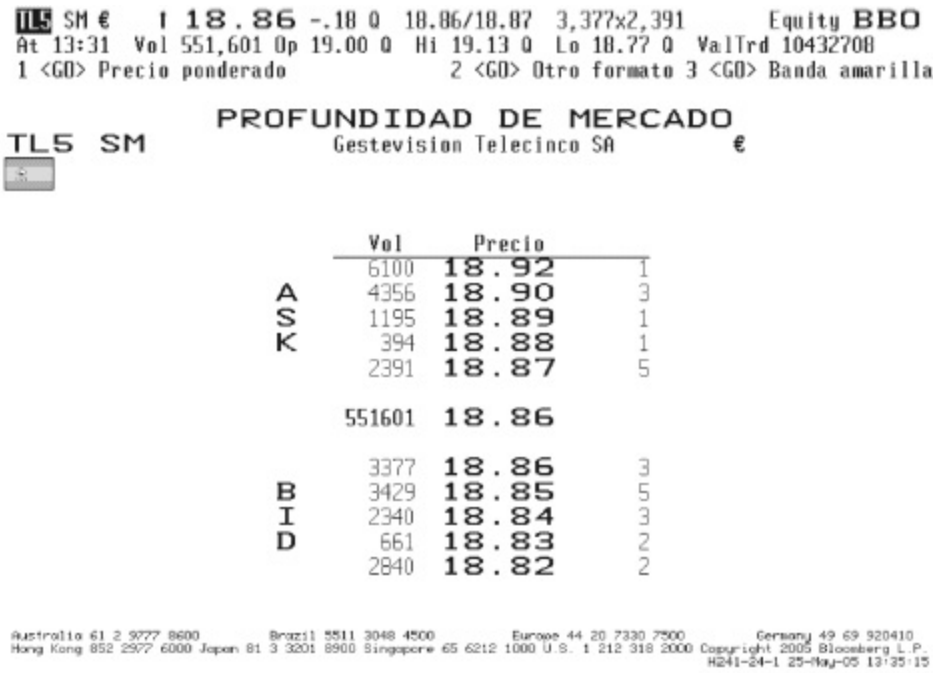
Órdenes de compra	Volumen	Órdenes de venta
	180	12,85
	240	12,84
	145	12,83
	87	12,82
	500	12,81
12,80	280	
12,79	320	
12,78	450	
12,77	45	
12,76	180	

Premisas informativas de la pantalla

- Se considera que dicha pantalla corresponde a un mercado electrónico bursátil y que refleja la situación actual de demanda y oferta para la acción «XYZ».
- En esta pantalla se podrían incluir informaciones complementarias, que aquí quizá resultarían irrelevantes, tales como los precios alto y bajo de la sesión, último, apertura, cierre del día anterior, variación que está experimentado el precio a lo largo de la sesión o respecto al precio de cierre de ayer, así como volúmenes de contratación de la sesión expresados en número de acciones, valor nominal y, sobre todo, valor efectivo.
- También se considera que la acción cotiza con decimales, y si su precio es en euros puede cotizar en céntimos de euro. Si el precio es menor a 50 euros cotizan en céntimos de euro, mientras que si es superior cotizan de 5 en 5 céntimos.
- La pantalla puede ofrecer información de todos los precios de compra y de venta vigentes en el sistema de negociación, pero a efectos de simplificación se ha supuesto que sólo se ofrece información de los cinco mejores precios de compra y de venta.
- Los volúmenes demandados y ofertados, que se expresan en número de acciones, pueden corresponder a una o varias órdenes que se cruzaran siguiendo el criterio de prioridad de precio y, a igualdad del mismo, primará el criterio de vigencia temporal de la orden, con lógica preferencia para las más antiguas.

En términos de profundidad se aprecia que la pantalla 1 tiene los precios perfectamente ordenados de forma discreta, que la horquilla está en su tamaño mínimo, ya que si el mejor precio comprador y vendedor fuera igual (cuestión imposible de visualizar, salvo error en el sistema informático) se estaría cruzando una operación.

Un ejemplo de pantalla 1 podría ser la siguiente extraída de Bloomberg, donde la separación entre órdenes de compra y órdenes de venta viene marcada por la horquilla 18.86/18.87.



Fuente: Bloomberg

Explicación de los datos de la pantalla:

BID: Órdenes de compra con sus respectivos volúmenes y precios.

ASK: Órdenes de venta con sus respectivos volúmenes y precios.

18.86: Mejor precio en órdenes de compra por un volumen de 3.377 acciones.

18.87: Mejor precio en órdenes de venta por un volumen de 2.391 acciones.

551.601 y 18.86 son, respectivamente, el número de acciones negociadas en lo que va de sesión y el precio cruzado en la última operación.

La columna de la derecha donde figuran los números 1, 3, 1, 1, 5, es el número de orden por cada precio.

ValTrd 10432708 es el volumen de contratación efectivo expresado en euros.

Las cifras Op 19.00 (precio de apertura al inicio de la sesión), Hi 19.13 (precio máximo de la sesión) y Lo 18.77 (precio mínimo de la sesión).

Vemos que la situación de la pantalla 1 es mucho más liquida que la situación de la pantalla 2, tanto por volúmenes cotizados como por cierre de horquillas y profundidad en general.

Pantalla 2

Órdenes de compra	Volumen	Órdenes de venta
	50	13,05
	100	12,98
	50	12,92
	8	12,88
	50	12,85
12,75	20	
12,72	40	
12,65	5	
12,40	5	
11,80	30	

Por otra parte, si la pantalla 1 la comparamos con la pantalla 3 que seguidamente se muestra, no sale tan bien parada, ya que a igualdad de todas las condiciones, contra mayor sea el volumen que se está cotizando, mayor grado de liquidez mostraría la pantalla 3.

Pantalla 3

Órdenes de compra	Volumen	Órdenes de venta
	1.800	12,85
	2.400	12,84
	1.450	12,83

	870	12,82
	5.000	12,81
12,80	2.800	
12,79	3.200	
12,78	4.500	
12,77	450	
12,76	1.800	

Flexibilidad. Es la capacidad de respuesta que tienen el mercado, cuando se da una circunstancia de cierta convulsión, para responder en forma de alteración de los precios en la medida que las fuerzas del mercado lo consideren conveniente, pero logrando que la pantalla no quede despoblada de órdenes, o que en el caso de hacerlo sea por el mínimo tiempo posible.

Cuanto más flexible sea el mercado, con mayor rapidez recogerá los cambios en los precios y mantendrá o incrementará los volúmenes de contratación, mostrando una liquidez en forma de órdenes con volúmenes elevados y horquillas dinámicas pero cerradas, situación que se podrá dar por generación espontánea gracias a la intervención ordinaria de los miembros del mercado o gracias a la participación obligatoria de los creadores de mercado.

A modo de ejemplo, y siguiendo con la referencia anterior de la pantalla 1 modificada y convertida en pantalla 4, se va a suponer que la acción cotizada en dicha pantalla es de una empresa española de telecomunicaciones que tiene importantes intereses en Latinoamérica y que ocupa una posición de liderazgo en términos de volúmenes de contratación y capitalización bursátil en la Bolsa española.

La noticias que aparecen en las diferentes pantallas de las agencias de información financiera son aterradoras, ya que indican que se ha producido una sentencia de un alto tribunal de un país latinoamericano que expropia

determinados activos de la compañía de telecomunicaciones española y suprime determinadas actividades de explotación. Casi al mismo tiempo un tribunal de competencia de una ciudad europea indica que, debido al ejercicio de ciertas prácticas monopolísticas que estaban prohibidas, se le va a aplicar una sanción que puede alcanzar el 50% de los resultados del último ejercicio. Y para acabar de arreglar la situación calamitosa, se ha filtrado una información que indica que los resultados del primer semestre del año son el 25% inferiores a los del año anterior, que ya habían bajado un 10%.

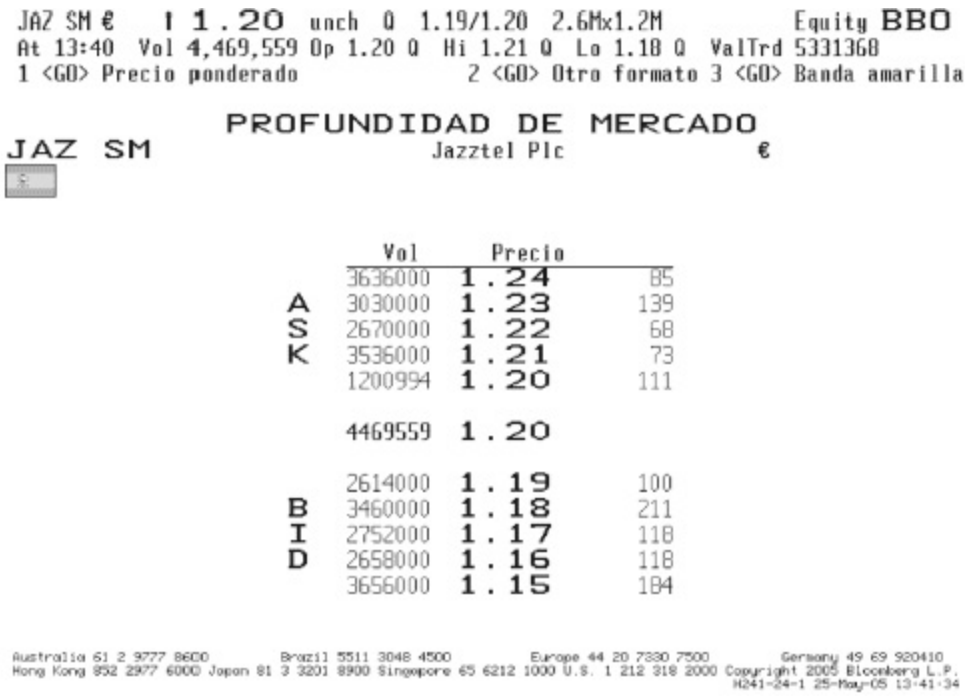
Pantalla 4

Órdenes de compra	Volumen	Órdenes de venta
	28.000	12,85
	34.000	12,84
	44.500	12,83
	88.700	12,82
	50.000	12,81
12,80	38.000	
12,79	32.000	
12,78	45.000	
12,77	64.500	
12,76	18.000	

Ante dichas noticias lo normal es que los operadores del mercado cancelen sus órdenes a toda velocidad, fundamentalmente las de compra ya que las de venta no corren peligro, si bien difícilmente alguien actuará tan despistado en el mercado como para comprar a unos precios que estarían totalmente

desfasados y sobrevalorados.

Otro ejemplo complementario de la pantalla 4 podría ser el siguiente:



Fuente: Bloomberg

Por ello podría suceder que, de forma gradual pero con gran celeridad, los precios de la pantalla desaparezcan y nos encontremos con una pantalla casi sin precios, casi sin volumen, es decir, en una situación financiera desoladora, tal como muestra de forma orientativa la pantalla 5.

Pantalla 5

Órdenes de compra	Volumen	Órdenes de venta
	28.000	12,85
	10.700	12,82
11,26	1.000	

Otro ejemplo complementario de la pantalla 5 podría ser el siguiente:



Fuente: Bloomberg

El criterio o requisito de flexibilidad analiza la rapidez con que el mercado reacciona, vuelven a aparecer órdenes por volúmenes importantes, se cierran las horquillas y se suelen cruzar importantes volúmenes de contratación debido a que la noticia espectacular es generadora de incerteza y de volatilidad. Todo ello se muestra en la pantalla 6 como situación de aparente flexibilidad si se tiene en mente que el tiempo transcurrido ha sido mínimo, considerando que unos segundos es ideal y unos minutos es la eternidad.

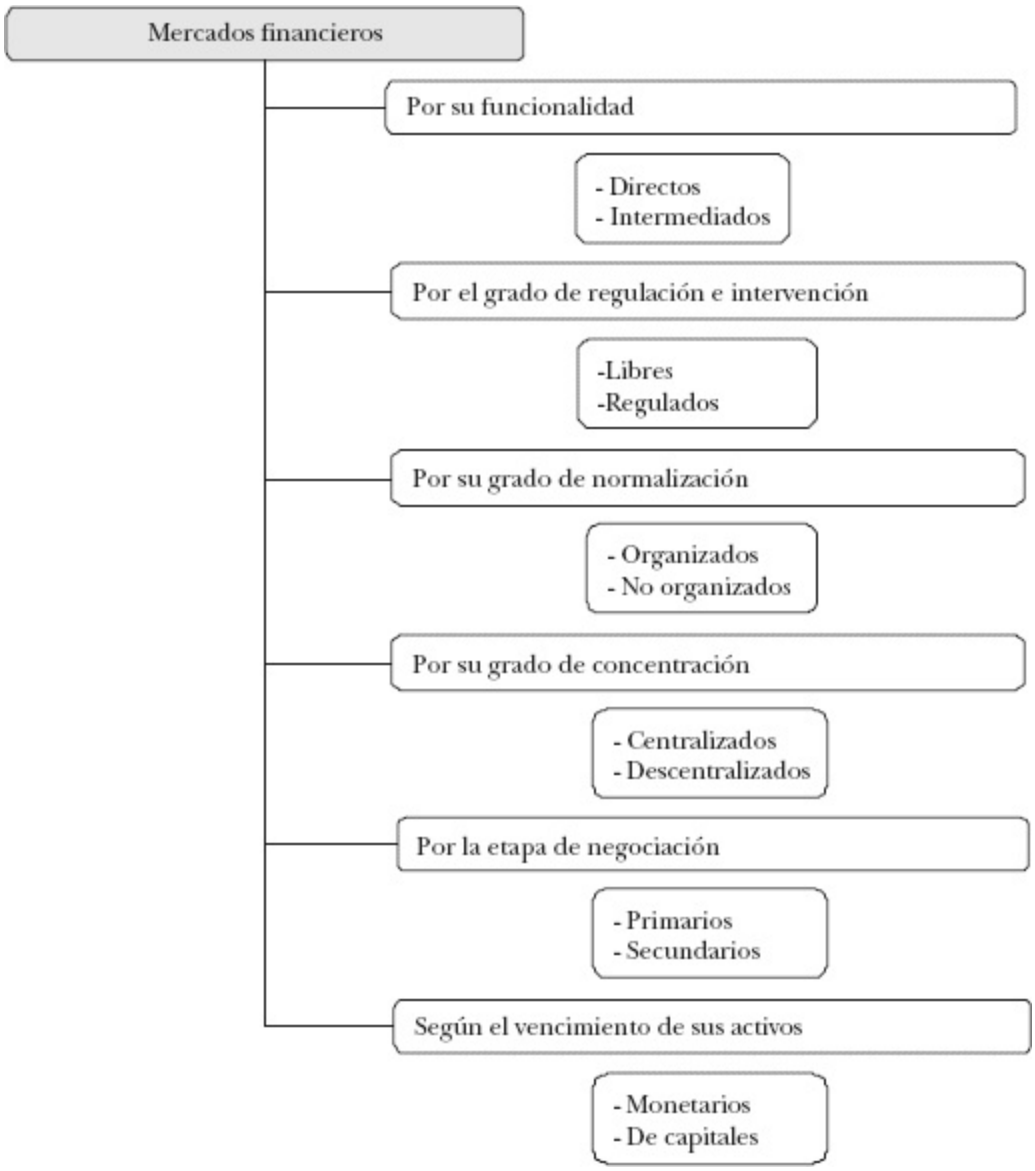
Pantalla 6

Órdenes de compra	Volumen	Órdenes de venta
	128.000	10,70
	234.000	10,69
	98.500	10,68
	188.700	10,67

	218.500	10,66
10,65	146.000	
10,64	68.000	
10,63	135.500	
10,62	98.400	
10,61	78.000	

1.2. Clasificación de los Mercados financieros

En función de la característica que se quiera analizar, los mercados financieros pueden clasificarse en función de[6]:



Mercados directos/intermediados

Un mercado directo es aquél donde comprador y vendedor se ponen de acuerdo directamente pactando un precio y cantidad de forma personal sin la existencia de intermediarios. Normalmente se da en la compra/venta de activos financieros de una empresa que no cotiza en Bolsa.

Un mercado intermediado es aquél donde existe la figura del intermediario, que tendría la función de reunir a la oferta y a la demanda.

Mercado libre/regulado

En un mercado regulado existen normas de carácter legal, restricciones y

supervisiones con el fin de asegurar un buen funcionamiento del mercado.

En un mercado libre el comprador y el vendedor pactan libremente todos los acuerdos que quieran alcanzar ambas partes, como puede ser el precio, volúmenes y otras condiciones a pactar.

La mayor parte de mercados son regulados, si bien existen mercados libres que no por ello son ilegales o no reconocidos; entre ellos figuran los denominados euromercado, que no tienen nada que ver con la creación del euro, sino que son mercados desarrollados a lo largo de los años 70 en los que se intenta evitar las regulaciones nacionales estrictas de los diferentes países y se busca una plaza financiera (Londres o Luxemburgo) donde existan normas menos estrictas y donde prime la autorregulación profesional del sector.

> Ejemplo de euromercados son los eurodepósitos, eurobonos y préstamos sindicados. Un caso peculiar es la Dirección General del Tesoro Público que cuando emite en España lo hace con la «marca» Tesoro Público y cuando lo hace en los euromercados lo hace con la «marca» Reino de España.

Mercado organizado/no organizado

En el uso de los términos organizado y no organizado se suele generar cierta confusión, ya que en ocasiones se interpreta que hacen referencia a la existencia de normas, de centros de contratación formales e incluso se vincula con el concepto anteriormente descrito de mercado libre o regulado.

La diferencia fundamental entre mercado organizado y no organizado es que los mercados organizados tienen «cámara de compensación» y los mercados no organizados, también denominados OTC u *over the counter*, no tienen cámara de compensación.

La cámara de compensación tiene como función fundamental liquidar y compensar las operaciones financieras, pero si nos ubicamos en el ámbito de los instrumentos financieros derivados cumple una función adicional muy importante que consiste en dar garantía del buen fin de las operaciones a las partes que intervienen en la negociación, de forma que a efectos de riesgo y contrapartida pasa a ser compradora para el vendedor y vendedora para el comprador.

Lógicamente la cámara de compensación tiene una organización funcional integrada por expertos en gestionar riesgos financieros y para cumplir debidamente con su cometido tiene que requerir a los miembros del mercado que tengan responsabilidades de liquidación, una serie de garantías iniciales, diarias y complementarias que permitan su correcto funcionamiento.

Ejemplos de mercados organizados de instrumentos derivados son: MEFF (Barcelona y Madrid), EUREX (Frankfurt), Euronext LIFFE (Londres) y CBOT, CME y CBOE (Chicago).

En un mercado no organizado (OTC) habitualmente no existe ningún tipo de regulación, el vendedor y el comprador negocian directamente en un mercado directo y libre. Al no existir cámara de compensación existe el riesgo de contrapartida antes mencionado, que debe gestionar debidamente quien lo asume. Como ejemplo de operaciones «OTC» puede ser la compra-venta de divisas a plazo o las opciones exóticas que se integran en muchos fondos de inversión garantizados.

Mercados centralizados/descentralizados

Un mercado centralizado se caracteriza por la existencia de un único «libro» de órdenes o lugar físico o electrónico donde confluyen todas las órdenes de compra y venta del mercado. La existencia de mercados electrónicos interconectados facilita la reunión de demanda y oferta y con ello se aplica el principio de unicidad de precios y la dificultad o imposibilidad de realizar arbitrajes sobre dicho activo.

Ejemplo de mercados centralizados pueden ser la Bolsa española, a través del SIBE o Sistema de Interconexión Bursátil o el mercado de futuros (MEFF).

En un mercado descentralizado existe más de un precio para un mismo activo financiero, la oferta y la demanda se pueden reunir en más de un lugar físico, electrónico o telefónico. Un ejemplo sería el mercado interbancario de depósito o los mercados de divisas.

Mercados primarios/secundarios

Mercado primario es mercado de emisión de nuevos títulos o valores. Al hacer referencia a mercado primario se trata la canalización de dinero desde

un ahorrador o inversor hasta el emisor del instrumento financiero.

En los mercados primarios se utiliza el término «suscripción» para remarcar que se está comprando un activo financiero «nuevo».

Ejemplo de mercado primario es cuando se efectúa una ampliación de capital de una sociedad, cuando el Tesoro Público emite Letras del Tesoro o Bonos u Obligaciones del Estado.

El mercado secundario aparece para dar liquidez a los activos que ya existen y facilitar la emisión de nuevos valores en el mercado primario. Aquí ya no se utiliza el término suscripción y se hace referencia a compra-venta.

Ejemplo de mercados secundarios son la Bolsa o los diferentes mercados de deuda pública.

La principal función del mercado secundario es que se considera un elemento generador de liquidez, un ejemplo de ello sería que en deuda pública en el año 2003 se negociaron aproximadamente 15 billones de euros, de los que cerca del 1% fue primario y el 99% fue secundario.

A través de los creadores de mercado, la negociación de los mercados tanto primarios como, sobre todo, secundarios aumentan sus volúmenes de contratación y se ve favorecida la liquidez.

Mercado monetario/capitales

Al distinguir estos mercados se acude a un criterio que intenta ser determinante, que es la vida de la emisión, de forma que se considera que mercado monetario es aquel cuyo plazo oscila entre 1 día y los 12 o 18 meses, mientras que a partir de ese plazo y hasta vidas pendientes de 30 años o incluso perpetuas se considera mercado de capitales.

A su vez los mercados de capitales pueden dividirse en mercados de renta fija y renta variable.

Por otra parte, los mercados monetarios suelen tener alto grado de liquidez, reducido riesgo de emisor (crédito) y de precio, su volumen de contratación está muy intervenido por las instituciones financieras mayoristas y suelen ser activos emitidos al descuento o con modalidad de cupón cero.

Los activos negociados en mercados de capitales, salvo excepciones como

la deuda pública, suelen tener menor liquidez que los activos monetarios; debido a su plazo prolongado en el tiempo tienen mayor riesgo de emisor (crédito) y precio, también es un mercado con volumen casi exclusivo de instituciones financieras y muchos activos de mercados de capitales pagan cupones periódicos.

Todas estas características son relativamente matizables, ya que la evolución de los mercados y la existencia de operaciones complejas lleva a que la separación entre mercados monetarios y mercados de capitales no sea una frontera diáfana perfectamente definida y que existan múltiples excepciones que deben analizarse de forma pormenorizada e individual (véase libro 7 de la misma colección, «Mercado monetario y mercado de renta fija»).

1.3. Otros criterios de clasificación

Existen otros criterios de clasificación de los mercados financieros, como pueden ser:

– Según el momento de entrega
– Según el ámbito geográfico

Según el momento de entrega **(contado o plazo)**:

Mercado *spot* o al contado, donde el activo se entrega de forma inmediata o relativamente rápido en el tiempo. Se habla de mercado al contado cuando existe un plazo reducido entre la negociación y la liquidación y la compensación, que depende del tipo de mercado. Por ejemplo, el mercado de divisas considera operación al contado aquella que se liquida en dos o menos días laborables; sin embargo, el mercado español de deuda pública anotada considera operación al contado la que se liquida en 5 o menos días laborables; por su parte, la Bolsa española liquida las compra-ventas de acciones en tres días laborables.

Mercado a plazo. Es cualquier operación en la que entre la negociación y la liquidación y compensación media exista un plazo superior al establecido para las operaciones al contado.

Según el ámbito geográfico:

Mercados nacionales
Mercados internacionales

6. Fuente: CALVO BERNARDINO, Antonio; RODRÍGUEZ SAIZ, Luis; PAREJO GAMIR, José Alberto y CUERVO GARCÍA, Álvaro. *Manual del Sistema Financiero Español*. Ariel. Barcelona, 2002.

Capítulo 5

Regulación

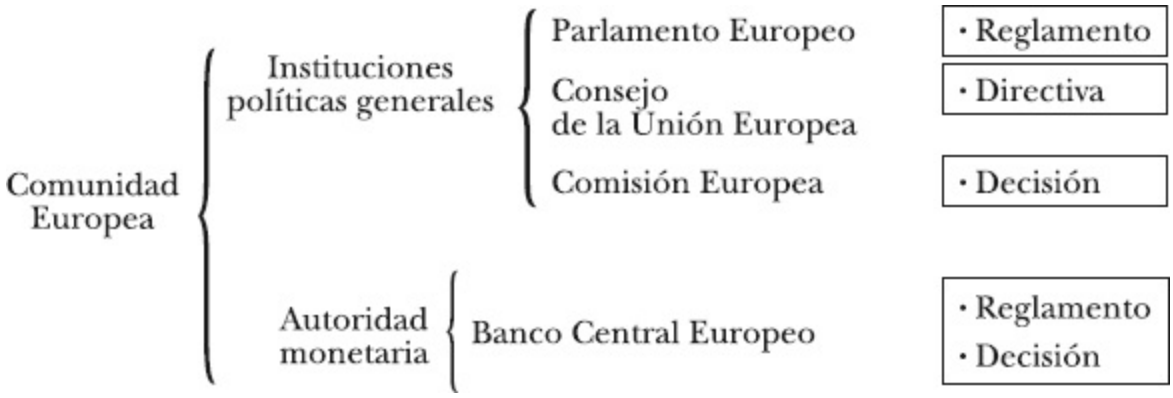
5.1. Objetivos de la regulación

Normalmente, todo sistema financiero está sometido a regulación, cuya finalidad sería la siguiente:

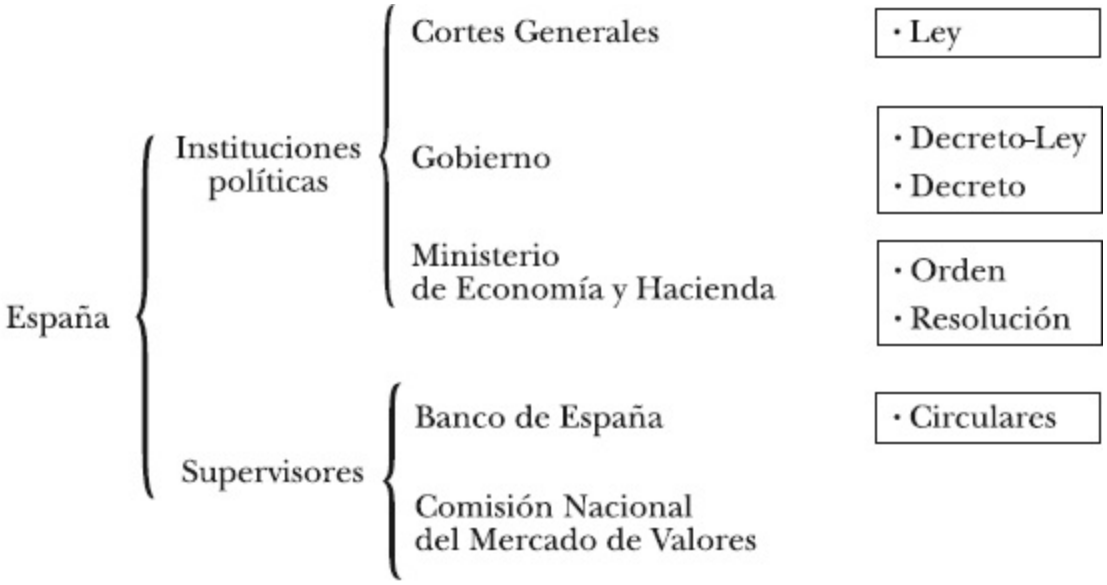
– La estabilización del sistema financiero, para lo que se debe cumplir un correcto funcionamiento de todos sus componentes.
– La protección de los consumidores.

5.2. Órganos reguladores del ámbito general del sistema financiero español

Los órganos reguladores son aquellas instituciones que tienen competencia para dictar normas jurídicas. La regulación financiera consta de tres estratos, dos de los cuales son de ámbito general ya que afectan a todo el territorio nacional, mientras que el último afecta a las comunidades autónomas.



Aquellos que afectan a todo el ámbito nacional se resumen en la siguiente tabla:



Fuente: Guía del Sistema Financiero Español en el nuevo contexto Europeo». Madrid: Escuela de Finanzas Aplicadas, 2000.

En España, a todas aquellas instituciones sometidas a supervisión y control se les aplicará el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, donde se les obliga a seguir un estricto mecanismo de control sobre sus actividades, que a su vez se va a reforzar de forma intensiva con la entrada en vigor de las MIFID (noviembre 2007), que han sido reguladas por Directiva 2004/39/CE de la Unión Europea que establecía un marco regulador general de las transacciones realizadas en los mercados financieros, así como en aspectos vinculados con la transparencia de información con respecto a los clientes de las instituciones financieras.

La Directiva para regular los mercados financieros, conocida por sus siglas MIFID (Markets in Financial Instruments Directive), introducirá un mercado único y un régimen regulatorio común para los servicios en los 27 estados miembros de la Unión Europea y en otros tres estados del área económica europea (Islandia, Noruega y Liechtenstein).

Los objetivos principales que se pretenden alcanzar en la Directiva son:

a) Completar el mercado único de servicios financieros de la UE.
b) Responder a los cambios e innovaciones en relación a la seguridad de los mercados.
c) Proteger a los inversores.

Las entidades aseguradoras y los fondos de pensiones están supervisados por la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, que a su vez forma parte del Ministerio de Economía.

Asimismo, en determinados ámbitos financieros, tales como mercados bursátiles, cajas de ahorros y compañías de seguros, determinadas comunidades autónomas también tienen potestad legisladora y supervisora.

A efectos de ilustrar lo anteriormente expuesto se expone el siguiente esquema del Sistema Financiero Español.



5.3. Órganos supervisores nacionales en Banca y valores en los Estados miembros de la Unión Europea

La supervisión sigue siendo competencia nacional de cada uno de los países miembros de la UE.

Los países miembros de la UE están sometidos a supervisión bancaria por sus respectivos Bancos Centrales Nacionales mientras que en el resto de países se ha optado por realizar esta supervisión a través de otros órganos.

Además se pueden encontrar países como Bélgica, que están supervisados tanto en materia bancaria como en mercado de valores por el mismo órgano y otros países, como España, donde la supervisión bancaria es ejecutada por el Banco de España y la supervisión de la mayor parte de los mercados de valores por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), si bien el

mercado deuda pública, el mercado de divisas y el mercado interbancario están bajo la supervisión del Banco de España.

Órganos supervisores nacionales en Banca y valores en los Estados miembros de la UE

Países	**Supervisor Bancario**	**Supervisor del Mercado de Valores**
Alemania	Bundesaufsichtamt für Kreditwesen	Bundesaufsichtamt für den Wertpapierhandel
Austria	Bundesministerium für Finanzen	Bundes Wertpapieraufsicht
Bélgica	Commission Bancaire et Financière	
Dinamarca	Finanstilsynet	
España	Banco de España	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Finlandia		Rahoitustarkastus
Francia	Commission Bancaire Banque de France	Commission des Opérations de Bourse
Grecia (*)	Bank of Greece	Capital Market Commission
Holanda	De Nederlandsche Bank	Stichting Toezicht Effectenverkeer
Irlanda	Central Bank of Ireland	
Italia	Banca d'Italia	Commissione Nazionale per la Società e la Borsa
Luxemburgo	Banque Centrale du Luxembourg	Commission de Surveillance du Secteur Financier
Portugal	Banco de Portugal	Comissâo do Mercado de Valores Mobiliarios
Reino Unido	¡Financial Services Authority	
Suecia		Finaninspektionen

(*) Denominación internacional de la entidad.
Fuente: Guía del Sistema Financiero Español en el nuevo contexto Europeo». Madrid: Escuela de Finanzas Aplicadas, 2000.

Capítulo 6

El BCE y la política monetaria

6.1. BCE y SEBC: objetivos, funciones y estructura

El Sistema Europeo de Bancos Centrales está compuesto por el Banco Central Europeo como entidad principal y por los Bancos Centrales Nacionales de los Estados miembros de la UE. Cabe destacar que el SEBC es una institución que se puede calificar como virtual, es decir, no tiene personalidad jurídica.

El Banco Central Europeo es la autoridad monetaria en los países que han adoptado el euro.

¿Qué objetivo persigue el BCE?

– El objetivo principal es la estabilidad de precios a medio plazo.

¿Cuáles son las funciones básicas que realiza el BCE?

– Definir y ejecutar la política monetaria.
– Realizar operaciones con divisas.
– Poseer y gestionar las reservas oficiales.
– Promover el sistema de pagos dentro de la zona Euro.
– Autorizar la emisión de billetes de banco.

¿Cuáles son las funciones consultivas del BCE?

– Propuestas de actos comunitarios.

– Propuestas en proyectos de disposiciones legales.
– Presentación de dictámenes.

¿Qué otras actividades puede llevar a cabo el BCE?

– Intenta estabilizar el sistema financiero.
– Supervisión prudencial de las entidades de crédito.
– Recopilación de información estadística y cooperación internacional.
Ambas funciones pueden llevarse a cabo por los BCN.

¿Cómo se estructuran el SEBC y el BCE?

Consejo de Gobierno

– Órganos
  • Miembros del Comité Ejecutivo.
  • Gobernadores de los Bancos Centrales Nacionales pertenecientes a la UME.

– Funciones
  • Diseñar la política monetaria.
  • Garantizar el cumplimiento de las funciones del SEBC.
  • Funciones consultivas.
  • Tomar decisiones en temas de cooperación internacional.
  • Ejecutar el reglamento interno.

Comité Ejecutivo

– Órganos
  • Presidente.
  • Vicepresidente.
  • Vocales.

– Funciones
  • Ejecutar la política monetaria.
  • Reunir al Consejo de Gobierno.
  • Recibir delegaciones de poderes.

Consejo General

– Órganos
  - Presidente del BCE.
  - Vicepresidente.
  - Gobernadores de los Bancos Centrales Nacionales pertenecientes a la UE.

– Funciones
  - Cooperar en funciones consultivas del BCE y a sus informes estadísticos recibidos por sus BCN.
  - Elaborar informes sobre la supresión de excepciones.

¿Qué es el Sistema de Pagos Europeo TARGET?

TARGET (**T**rans-European **A**utomated **R**eal-time **G**ross settlement **E**xpress **T**ransfer System) es el sistema de liquidación de pagos transeuropeo en euros en base bruta y tiempo real (operaciones liquidadas de una en una y de forma inmediata a su contratación).

A través de TARGET se liquidan todas las operaciones de política monetaria, además de aquellas otras transacciones que discrecionalmente deseen liquidar las instituciones que actúen como partida y contrapartida de la operación.

Es un sistema descentralizado, basado en la interconexión de los sistemas de pago de cada país. Para que el pago se lleve a cabo es necesario que la entidad tenga un saldo previo con el banco central correspondiente o, en su defecto que le otorgue el crédito necesario exigiendo las garantías correspondientes.

5.2. La política monetaria[7]

¿Qué es la política monetaria?

La política monetaria es la acción de controlar las variaciones tanto en la cantidad como en el coste del dinero (variables observables o de referencia), con la finalidad de cumplir una serie de objetivos macroeconómicos como, por ejemplo, la inflación, reducción del paro, etc.

¿Quién la define?

Como hemos visto anteriormente es el BCE quien se encarga de definirla, más concretamente el Consejo de Gobierno.

¿Quién la ejecuta?

Los Bancos Centrales Nacionales.

¿Cómo la ejecutan?

En el caso del Banco de España, se ejecutan a través de intervenciones en el mercado de dinero o de activos de caja, a través de tipos de interés a corto y muy corto plazo (variables operativas o instrumentales):

– **Operaciones de mercado abierto.** Compra o venta de activos financieros. Estas operaciones persiguen el objetivo de fijar los tipos de interés a corto plazo controlando la liquidez en el mercado monetario.

Las operaciones de mercado abierto se inician por mandato del BCE. El BCE decide el instrumento utilizado y sus condiciones.

Las operaciones de mercado abierto pueden dividirse en cuatro categorías:

- Operaciones principales de financiación (OPF). Son la principal fuente de financiación del sistema crediticio del Eurosistema. Son operaciones temporales de inyección de liquidez.
- Operaciones de financiación a largo plazo (OML). Son operaciones que persiguen el objetivo de inyectar liquidez, los bancos centrales nacionales se encargan de realizarlas y así proporcionar a las entidades financiación a más largo plazo.
- Operaciones de ajuste. Su objetivo es suavizar los efectos que los tipos de interés causan, así como las fluctuaciones inesperadas de liquidez en el mercado.
- Operaciones estructurales. Se pueden realizar siempre que el BCE desee ajustar la posición estructural del Eurosistema frente al sector financiero.

También forman parte de las operaciones de mercado abierto:

- Compra de activos financieros con la finalidad de inyectar liquidez.

• Venta de activos financieros con la finalidad de reducir la liquidez.

Fuente: Ministerio de Economía

– **Facilidades permanentes de crédito o depósito**, también denominadas «tipo pasillo». Con el objetivo de inyectar o drenar liquidez en el sistema a un día, a un tipo superior o inferior en «X» puntos básicos al tipo de referencia de las operaciones principales de financiación (es decir, si el tipo de referencia de las OPF es el 4% y se estima «X» en 100 puntos básicos, los tipos pasillo serían 3% y 5%).

  • Facilidades de crédito, cede depósitos a un día. Inyecta liquidez. En principio, las entidades no tienen límites al crédito, salvo el requisito de que los activos de garantía presentados sean suficientes. El tipo de interés al que se concede la facilidad marginal de crédito es el tipo de interés de las OPF más el margen sumado hasta llegar al tipo pasillo superior.

  • Facilidades de depósito, recibe depósitos a un día. Drena liquidez. En principio, no existen límites ni restricciones para que las entidades puedan realizar estos depósitos. El tipo de interés al que se concede la facilidad marginal de depósito es el tipo de interés de las OPF menos el margen restado hasta llegar al tipo pasillo inferior.

  Los Bancos Centrales Nacionales gestionan las facilidades permanentes de forma descentralizada.

  Fuente: Ministerio de Economía

– **Las operaciones principales de financiación**. Son las operaciones de mercado abierto más importantes realizadas por el Eurosistema, dado que señalan la orientación de la política monetaria y desempeñan un papel primordial en el control de los tipos de interés y en la gestión de la liquidez existente en el mercado. La mayor parte de las necesidades de liquidez de las entidades de crédito han sido cubiertas mediante las operaciones principales de financiación regulares.

  Las operaciones se ejecutan con periodicidad semanal y tienen normalmente un vencimiento de una semana.

Fuente: Banco de España

Operaciones de política monetaria del eurosistema

Operaciones de política monetaria	Tipo de operación		Vencimiento	Periodicidad	Procedimiento
	Inyección liquidez	Absorción liquidez			
***Operaciones de mercado abierto**					
Operaciones principales de financiación	Operaciones temporales		Una semana	Semanal	Subasta estándar
Operaciones de financiación a largo plazo	Operaciones temporales		Uno, dos o tres meses	Mensual	Subasta estándar
Operaciones de ajuste	Operaciones temporales *Swaps* de divisas	Operaciones temporales *Swaps* de divisas Depósitos a plazo fijo	Sin normalizar	No regular	Subastas rápidas Procedimientos bilaterales
	Compras simples	Ventas simples		No regular	Procedimientos bilaterales
Operaciones estructurales	Operaciones temporales Compras simples	Emisión de certificados de deuda Ventas simples	Sin normalizar	No regular	Subasta estándar Procedimientos bilaterales
***Facilidades permanentes**					
Facilidades de crédito	Operaciones temporales		Un día		Acceso a discreción de las entidades de contrapartida
Facilidades de depósito		Depósitos	Un día		Acceso a discreción de las entidades de contrapartida

Fuente: Banco de España

– **Requerimiento a las instituciones crediticias** para mantener unos niveles mínimos de reserva en sus balances con los bancos centrales

nacionales con el fin de contribuir a la estabilización de los tipos de interés y a la posición estructural de liquidez del mercado monetario.

El sistema de reservas mínimas del Eurosistema tiene como objetivos principales estabilizar los tipos de interés del mercado monetario y crear (o, en su caso, aumentar) el déficit estructural de liquidez.

Históricamente dicho requerimiento se conocía como «coeficiente de caja», ahora denominado «decreto de aplicación de reservas mínimas» (véase libro 7 de la misma colección, «Mercado monetario y mercado de renta fija»).

Tras la lectura de esta parte, debe haber quedado claro:

1. El sistema financiero de un país está formado por activos, mercados e instituciones o agentes, con el objetivo fundamental de canalizar el ahorro de las unidades de gasto con superávit hacia las unidades de gasto con déficit y estabilizar la política monetaria y financiera.
2. El Ministerio de Economía es el encargado del correcto funcionamiento de las instituciones financieras. La supervisión de entidades financieras y mercados financieros recae en:
   - El Banco de España. Ejerce la función de control y supervisión de las instituciones bancarias. Es el encargado de ejecutar la política monetaria en nuestro país. Los mercados de deuda pública, divisas e interbancario de depósitos están bajo la supervisión el BE.
   - La CNMV supervisa y controla gran parte de los mercados financieros, así como las sociedades que emiten u ofrecen valores para ser colocados de forma pública, sobre los mercados secundarios de valores y sobre las empresas que prestan servicios de inversión y las Instituciones de Inversión Colectiva. Estas entidades son: Instituciones de Inversión Colectiva, Entidades de Servicios de Inversión y Sociedades Gestoras de Cartera.
   - Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. Supervisa y controla las entidades aseguradoras y las gestoras de fondos de

pensiones.

– Dirección General del Comercio e Inversiones. Centraliza las actuaciones de política económica dirigidas a favorecer la internacionalización de la empresa española.

3. Los intermediarios financieros tienen como objetivo transformar activos y dar acceso al sistema de pagos, diferenciándose de los mediadores en que la actividad de estos últimos no origina la transformación de activos financieros ya que simplemente realizan la acción de comprar y vender. Se distingue entre:

   – Bancarios. Formados por el Banco de España, Bancos, Cajas de Ahorro, Cajas Rurales y Cooperativas de Crédito.

   – No bancarios. Formados por Intermediarios financieros especializados en mercados financieros y por las entidades aseguradoras.

4. Los activos financieros son títulos con una doble vertiente, un pasivo para su emisor y un activo para su tenedor. Siendo sus características la liquidez, el riesgo y la rentabilidad.

   Los activos financieros se pueden clasificar en:

   – Activos de renta variable. → Acciones

   – Activos de renta fija. Entre los que se diferencian dos tipos:

     • Activos de deuda pública → Bonos y Obligaciones del Estado y Letras del Tesoro

     • Activos de renta fija privada → Pagarés de Empresa y Bonos de múltiples modalidades de emisores privados

5. Los Mercados Financieros tienen como objetivo reunir la oferta y la demanda con el fin de fijar un precio y una cantidad a los activos financieros. Lugar donde se realizan procesos de negociación, contratación, registro, liquidación y compensación.

   Se clasifican en:

   – Monetario y de capitales → Según el vencimiento del activo

- Organizados y no organizados → Según el grado de normalización y de garantía
- Directos e intermediados → Según su funcionalidad
- Libres o regulados → Según su grado de regulación
- Centralizados y descentralizados → Según su grado de concentración en la negociación.
- Primarios y Secundarios → Según la fase de negociación (ciclo de vida del producto, primario –inicial– y secundario –posterior a la emisión)

6. La regulación del Sistema Financiero tiene como finalidad:
   - La estabilidad del Sistema Financiero.
   - La protección de los consumidores.
7. El SEBC está compuesto por:
   - BCE. Es la autoridad monetaria de los países que han adoptado el euro como moneda única propia. Su principal función es definir y ejecutar la política monetaria con el objetivo de conseguir la estabilidad de precios.
   - BCN. Son los Bancos Centrales Nacionales de cada país miembro, cuya función principal es el cumplimiento de la política monetaria, la supervisión de las entidades financieras y control prudencial de algunos mercados financieros (en el caso del BE, mercado de divisas, interbancario y de deuda pública).
8. El SEBC y el BCE se estructuran en:
   - Consejo de Gobierno. La función principal que desarrolla este órgano es diseñar la política monetaria. También realiza funciones consultivas, toma decisiones en temas de cooperación internacional, garantiza el cumplimiento de las funciones del SEBC y ejecuta el reglamento interno.
   - Comité Ejecutivo. Ejecuta la política monetaria, reúne al Consejo de Gobierno y recibe delegaciones de poderes.

– Consejo General. Coopera en funciones consultivas y elabora informes para el BCE.

9. El sistema TARGET es el sistema de liquidación de pagos en euros en base bruta y tiempo real. A través de él se liquidan todas las operaciones de política monetaria y, discrecionalmente, otras operaciones entre instituciones financieras.

10. La política monetaria es la acción de controlar por parte de las autoridades monetarias las variaciones tanto en la cantidad como en el coste del dinero. Viene definida por el BCE, concretamente por el Consejo de Gobierno. Su finalidad es el cumplimiento de una serie de objetivos macroeconómicos como, por ejemplo, la reducción del paro, crecimiento PIB, control de la inflación, crecimiento sostenido con estabilidad de precios, etc.

7. Ver detalle en el libro 7 de la misma colección, «Mercado monetario y mercado de renta fija».

TEST. SISTEMA FINANCIERO Y POLÍTICA MONETARIA

1. Indica cuál de las siguientes afirmaciones sobre los activos financieros es correcta.

a) Son un pasivo para su emisor (generación de obligaciones) y un pasivo para su tenedor (generación de obligaciones)

b) Son un activo para su emisor (generación de derechos) y un pasivo para su tenedor (generación de obligaciones)

c) Son un activo para su emisor (generación de derechos) y un activo para su tenedor (generación de derechos)

d) Son un pasivo para su emisor (generación de obligaciones) y un activo para su tenedor (generación de derechos)

2. ¿Cuál de las siguientes funciones puede realizar la CNMV?

a) Vela por la transparencia de los mercados, de la correcta formación de los precios y de la protección de los inversores difundiendo información

b) Asesora al Gobierno y al Ministerio de Economía y Hacienda

c) Supervisa y controla las sociedades que emiten u ofrecen valores para ser colocados de forma pública

d) Todas las anteriores son correctas

3. Índica qué clase de mediador está obligado a «aportar información que el Tesoro pueda solicitar sobre el mercado de deuda».

a) *Broker*

b) *Dealer*

c) *Market Maker*

d) Ninguno de los anteriores

4. ¿Qué diferencia existe entre un intermediario y un mediador?

a) Que el intermediario no transforma activos

b) Que el mediador, a diferencia del intermediario, transforma activos

c) Que el mediador no crea ni transforma activos y el intermediario sí

d) Ninguna de las anteriores

5. Indicar cuál de las afirmaciones siguientes es correcta:

a) Los *brokers* o comisionistas operan por cuenta propia

b) Los *dealers*, a diferencia de los Brokers, sólo operan por cuenta ajena

c) Los *dealers* pueden operar por cuenta propia o ajena

d) Ninguna de las afirmaciones anteriores es correcta

6. Las Cajas de Ahorros son:

a) Son S.A.

b) Son S.L.

c) Son fundaciones sin ánimo de lucro

d) Pueden ser S.A o S.L dependiendo del capital aportado

7. ¿Cuál de los intermediarios financieros especializados en mercados financieros podría asegurar una emisión de acciones u obligaciones?

a) Todos los intermediarios financieros especializados en mercados financieros

b) Las Agencias de Valores

c) Ningún intermediario financiero nos puede asegurar la suscripción de emisiones

d) Las Sociedades de Valores

8. ¿Cuál es la diferencia esencial entre activos de renta fija y activos de renta variable?

a) En los activos de renta variable la rentabilidad se obtiene vía intereses

b) En los activos de renta fija la rentabilidad se obtiene vía dividendos

c) En los activos de renta fija la rentabilidad se obtiene vía intereses y/o por ganancias de capital (diferencial entre precio de venta y compra)

d) Ninguna de las anteriores

9. Indicar cuál de las siguientes afirmaciones es correcta:

a) El mercado monetario se caracteriza porque el vencimiento de sus activos es habitualmente inferior a 18 meses

b) Los mercados financieros se pueden clasificar, según el grado de normalización, en centralizado y descentralizado

c) El mercado monetario se caracteriza porque el vencimiento de sus activos siempre es superior a 18 meses

d) Todas las anteriores

0. ¿Qué objetivo principal persigue el BCE?

a) La regulación de los Bancos Centrales Nacionales

b) La canalización del ahorro

c) La estabilidad de precios a medio plazo

d) Todas las anteriores

1. ¿Cómo se ejecuta, en el caso del Banco de España, por delegación del Banco Central Europeo, la política monetaria?

a) Operaciones de mercado abierto

b) Facilidades permanentes

c) Requerimiento a las instituciones crediticias para mantener unos niveles mínimos de reserva en sus balances con los bancos centrales nacionales

d) Todas las anteriores

2. Indicar cuál de las siguientes afirmaciones es correcta:

a) Un banco se constituye bajo la personalidad jurídica de S.L.

b) Un banco se constituye bajo la personalidad jurídica de S.A y su constitución es simultánea

c) En un banco, su constitución es sucesiva y su capital mínimo es de 18 millones de €

d) Ninguna de las anteriores

3. ¿Qué componentes comprende el sistema financiero?

a) Las reservas del BCE y de los Bancos Centrales Nacionales

b) Activos financieros, mercados financieros e instituciones o agentes

c) El Euribor

d) Ninguna de las anteriores

4. El sistema financiero cumple la misión fundamental de:

a) Aumentar los costes de transacción entre las unidades de gasto con déficit y las unidades de gasto con superávit

b) Captar el excedente de las unidades de gasto con superávit y canalizarlo a las unidades de gasto con déficit

c) Aumentar el tipo de interés para conseguir una economía eficiente

d) Ninguna de las anteriores

5. El Ministerio de Economía y Hacienda ejerce funciones vinculadas con el Sistema Financiero a través de:

a) El Mercado de Deuda Pública

b) Comité ejecutivo del BCE

c) Banco de España, Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Dirección

General de Comercio e Inversiones

d) Ninguna de las anteriores

6. ¿Qué diferencia existe entre un intermediario y un mediador?

a) Que el intermediario no transforma activos

b) Que el mediador, a diferencia del intermediario, transforma activos

c) Que el mediador no crea ni transforma activos y el intermediario sí

d) Ninguna de las anteriores

7. El BE se encarga de:

a) Ejecutar la política monetaria, controlar a las entidades financieras con sede en España y supervisar el Mercado de Divisas, Deuda Pública e Interbancario

b) Controlar al BCE y a los BCN

c) Definir el Euribor, así como aumentarlo o disminuirlo

d) Ninguna de las anteriores

8. Indicar cuál de las siguientes afirmaciones es correcta:

a) Un banco se constituye bajo la personalidad jurídica de S.L.

b) Un banco se constituye bajo la personalidad jurídica de S.A y su constitución es simultánea

c) En un banco, su constitución es sucesiva y su capital mínimo es de 18 millones de €

d) Ninguna de las anteriores

9. Son fundaciones sin ánimo de lucro:

a) Agencias de Valores

b) Bancos y Sociedades Gestoras de Cartera

c) Cajas de ahorro, Cajas Rurales y Cooperativas de Crédito

d) Ninguna de las anteriores

0. ¿Cuál de los intermediarios financieros especializados en mercados financieros nos podría prestar créditos?

a) Las Agencias de Valores

b) Las Sociedades Gestoras de Cartera

c) Las Sociedades de Valores

d) Todas las anteriores

1. ¿Qué órgano del sistema financiero español puede emitir un decreto-ley?

a) El Banco de España

b) Las Cortes Generales

c) La Comisión Nacional del Mercado de Valores

d) El Gobierno

2. ¿Qué objetivos persigue la regulación del Sistema Financiero?

a) La estabilización del BCE y el mercado de divisas

b) Definir la política monetaria y así poder ser ejecutada por el BCE

c) La protección del consumidor y la estabilización del sistema financiero

d) Ninguno de los anteriores

3. ¿Cómo se estructuran el SEBC y el BCE?

a) Las Cortes Generales, el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo

b) El Consejo de Gobierno, el Comité Ejecutivo y el Consejo General

c) El Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo

d) Ninguna de las anteriores

4. ¿Qué objetivo principal persigue el BCE?

a) La regulación de los Bancos Centrales Nacionales.
b) La canalización del ahorro.
c) La estabilidad de precios a medio plazo.
d) Todas las anteriores.

SOLUCIONES AL TEST SISTEMA FINANCIERO Y POLÍTICA MONETARIA

1.– D

Son un pasivo para su emisor, dado que dicha emisión es una fuente de financiación y éste se verá obligado a realizar las contraprestaciones acordadas al tenedor, el cual obtiene el derecho a cobrar dichas contraprestaciones.

2.– D

3.– C

4.– C

El mediador únicamente relaciona oferta y demanda a cambio de una remuneración por sus servicios; por otro lado, el intermediario no sólo une oferta y demanda, sino que ofrece la posibilidad de financiar la operación que se lleve a cabo entre los partícipes.

5.– C

A modo de ejemplo, una de las funciones de los *dealers* es asegurar la colocación de emisiones; por lo tanto, compran al cliente los títulos emitidos y posteriormente buscan contrapartida, de modo que se pone en evidencia la posibilidad de operar por cuenta propia y también pueden operar por cuenta ajena. De modo que un *dealer* puede ejercer de *broker*, pero un *broker* no puede ejercer de *dealer*.

6.– C

7.– D

8.– C

9.– A

10.– C

11.– D

12.– B

Su personalidad jurídica responde a S.A y su constitución es simultánea dado que se debe desembolsar el 100% del capital inicial.

13.– B

14.– B

15.– C

16.– C

17.– A

18.– B

19.– C

20.– C

21.– D

22.– C

23.– B

24.– C

Bibliografía

ONTIVEROS, Emilio y VALERO, Francisco. *Sistema Financiero Español: 1987-1997, una década de transformaciones*. Escuela de Finanzas Aplicadas. Madrid, 1997.

BARQUERO CABRERO, José Daniel y HUERTAS COLOMINA, Ferran Josep. *Manual de Banca, Finanzas y Seguros*. Ediciones Gestión 2000. Barcelona, 1997.

CALVO BERNARDINO, Antonio; RODRÍGUEZ SÁIZ, Luis; PAREJO GAMIR, José Alberto y CUERVO GARCÍA, Álvaro. *Manual del Sistema Financiero Español*. Ariel. Barcelona, 2002.

Guía del Sistema Financiero Español en el nuevo contexto Europeo. Escuela de Finanzas Aplicadas. Madrid, 2000.

Páginas web

www.aiaf.es

www.bde.es

www.cnmv.es

www.ecb.int

www.euribor.org

www.euro.mineco.es

www.meff.es

www.mineco.es/tesoro

www.sbolsas.es

Colección Manuales de Asesoramiento Financiero

La colección **Manuales de Asesoramiento Financiero** está concebida para ayudar a todos aquellos profesionales que se dedican o pretenden dedicarse al asesoramiento de las necesidades financieras de sus clientes. La colección está dirigida por Xavier Puig y coordinada por Pablo Larraga. La supervisión de contenidos ha sido realizada por Oscar Elvira y Xavier Brun. Todos ellos son profesores de la Universidad Pompeu Fabra y del Instituto de Educación Continua (IDEC) de la misma universidad.

En los últimos años, una serie de factores comunes en las economías occidentales (longevidad de la población, incremento general de las rentas familiares, entorno de tipos de interés, etc.), ha hecho que la gestión integral del patrimonio de las personas haya devenido una de las actividades de mayor crecimiento en el sector de servicios financieros. Los clientes del sector financiero tienen una cultura financiera cada vez mayor y son más exigentes a la hora de satisfacer sus necesidades de inversión y financiación, exigiendo respuestas más profesionales. Todo ello hace que los profesionales de las finanzas tengan que ponerse al día de una forma constante y continua. Esta colección es de gran ayuda en esta faceta de formación continuada, con el objetivo de mantener o aumentar sus competencias en el área del asesoramiento financiero global a sus clientes.

Cómo interpretar la información económica proporciona al lector los conocimientos instrumentales básicos que le permitirán comprender con mayor facilidad los conceptos relacionados con productos, mercados, así como el análisis y selección de inversiones.

Visite nuestra WEB:

www.profiteditorial.com

P.V.P. 15 €

ISBN 978-84-96998-66-7

PROFIT
Travessera de Gràcia, 18-20, 6° 2ª
Tel. 93 410 97 93 Fax 93 410 28 44
08021 Barcelona
e-mail: info@profiteditorial.com