

TEMA 1 SISTEMA FINANCIERO Y ACTIVIDAD PRODUCTIVA

MERCADO: lugar donde se encuentran oferta y demanda, es decir, hay un intercambio de recursos. En todos los mercados (salvo los de trueque), el dinero es siempre la contraprestación a la venta.

MERCADO FINANCIERO: el mercado en el que la mercancía intercambiada es un instrumento financiero. También podemos decir que es un mercado financiero hablando del instrumento de deuda para su poseedor, para el que es un activo, y en contra de su emisor para el que es un pasivo. En el caso de emisión de acciones (instrumento): quien lo ha emitido tiene un pasivo, quien lo posee tiene un activo.

Los mercados financieros forman parte de algo más amplio que es el sistema financiero, que está formado por un conjunto de mercados, instituciones y por una serie de activos que se negocian en él. El fin de un sistema financiero sería canalizar el ahorro que generan unos agentes o unidades de gasto que tienen superávit, hacia las unidades de gasto con déficit.

Por tanto, la misión fundamental del sistema financiero es captar el excedente de los ahorradores que son unidades de gasto con superávit, y canalizarlo hacia los prestatarios públicos o privados que son las unidades de gasto con déficit.

Esta misión es fundamental por dos razones: porque no suele haber coincidencia entre ahorradores e inversores, es decir, familias ahorradoras con superávit – Admón. Públicas y empresas con déficit : necesitan el dinero de los ahorradores para afrontar sus inversiones. La segunda razón es que los deseos de los inversores, porque no van a tener las mismas exigencias de liquidez, seguridad rentabilidad con respecto a los activos. (instrumentos financieros) que son emitidos normalmente por los inversores.

La función esencial de los intermediarios financieros es la transformación de los instrumentos financieros para hacerlos más aptos para los deseos de ambos. Las necesidades del que le pide el dinero al Banco para comprar una cosa no son las mismas que las de aquel que ahorra y deposita el dinero en el Banco. El primero quiere un interés muy bajo y a mucho tiempo, el segundo quiere que se convierta rápidamente su dinero liquidez. El banco por tanto, emplea lo que saca del segundo para crear un instrumento de financiación para el primero. El banco es el intermediario.

Hay veces que no es necesaria la intermediación de un intermediario para poner de acuerdo a ahorradores e inversores. Por tanto, existen dos modalidades básicas de activos o instrumentos financieros:

1. De carácter primario: son emitidos por las unidades de gasto con déficit y que les permiten ponerse en contacto de forma directa (o también intermediaria) con las unidades de gasto con superávit. En este caso el intermediario sólo tiene la función de poner en contacto a las partes sin realizar la labor de transformación. Esta es la labor de un broker, que no asume un riesgo, sólo es un mediador.

2. De carácter secundario: o indirectos. El activo es emitido por el intermediario financiero y esa función es la de captar el ahorro y dar los recursos a quien lo necesita. Este es el caso del Banco que transforma el fondo de inversión que le ofrece al ahorrar, en un préstamo que le ofrece al inversor.

¿Cómo tendría que funcionar un mercado financiero para llegar a funcionar como ideal de mercado?

- Mercado Perfecto: al que todos pueden acceder con facilidad, gran número de oferentes y demandantes, gran variedad de productos para satisfacer las necesidades de los demandantes, información real. En el caso de mercados financieros el que actúa de mercado más perfecto es el de la Bolsa.

Funciones principales que desempeñan los mercados financieros

1. Poner en contacto a todos los agentes que intervienen, tanto individuos como empresas que participan directamente en el mercado como agentes especializados.
2. Ser un mecanismo apropiado para la fijación del precio de los activos.
3. Proporcionar liquidez a los activos. Cuanto más amplio y desarrollado sea el mercado de un activo, más facilidad hay para convertirlo en liquidez.
4. Reducir los plazos y costes de intermediación, conformándose como un cauce adecuado para un rápido contacto entre todos los agentes que participan en él.

Cuanto mejor se cumpla este conjunto de funciones, más eficiente será este mercado. Nosotros fijaremos esta eficacia en función de unos principios que se cumplan que son: seguridad, agilidad y economía.

Fases operativas de un mercado:

1. Cotización
2. Contratación
3. (Compensación)
4. Liquidación

1. Cotización: Fase en la que oferentes y demandantes indican con carácter firme el precio y la cantidad con la que están dispuestos a operar. También las fechas, condiciones de la operación....

2. Contratación: En la que se da el acuerdo entre oferentes y demandantes, fijándose en ella las obligaciones entre ambas partes: Vendedor: entregar activo / Comprador: pago.

3. Liquidación: corresponde al momento en que vendedor y comprador cumplen sus compromisos recíprocos asumidos anteriormente.

4. Compensación: Cuando existe un organismo, institución... a la que llamamos normalmente cámara de compensación, y cuya misión fundamental es convertir los saldos brutos, tanto de efectivos, como de valores, en saldos netos.

Todo ello como consecuencia de las operaciones contratadas. Solo existen en determinados mercados. EL sistema de compensación de la Bolsa coge todas las operaciones realizadas en un día y los liquida 3 días más tarde, dándote el saldo total de tus operaciones (si haces solo una operación el saldo bruto = neto), si haces 100 operaciones, te calcula el saldo final.

Estas fases las podemos agrupar en:

- 1.- Sistema de cotización – contratación: persigue el acercamiento al mercado perfecto.
- 2.- Sistema de compensación – liquidación: persigue una mayor eficiencia.

Operaciones típicas que se dan en los mercados financieros:

Atendiendo al número de compraventas a las que se refiere, los compromisos adquiridos en la fase de contratación:

- **Operaciones simples:** operaciones en las que solo se realiza una compraventa. El comprador solo adquiere los activos por el importe acordado y el vendedor les ofrece a cambio el efectivo contratado.
- **Al contado:** en la Bolsa, la liquidación no es en el acto, lo hacen 3 días después pero es al contado. Se acuerda que el plazo entre la fecha de contratación y la liquidación sea inferior a un número de días establecido para cada mercado.
- **A plazos:** el plazo de la fecha de contratación – liquidación, sea superior al número de días establecidos para cada mercado.
- **Operaciones dobles:** aquellas operaciones que constan de dos activos de signo contrario en fechas diferentes entre los mismos participantes relativas a la misma clase y cantidad de instrumentos financieros y ambas a precio fijo. (no es al mismo precio). Compro hoy y me comprometo a vender dentro de un plazo a un precio fijo que determine (acciones).
- A fecha fija: la fecha en la que se realiza la segunda operación es una fecha preestablecida que se establece cuando se contrata la operación.
- A fecha límite: (a la vista o con preaviso), aquí se establece que la segunda operación se realizará cuando una de las partes lo solicite, estableciéndose una forma de cálculo de precio de la segunda operación en función del plazo transcurrido y del tipo de interés.

Posibilidad del cálculo precio: $P2 = P1[1 + r.t/365]$

- Cesiones temporal: En una cesión temporal, el comprador de los activos solo puede disponer de ellos teniendo en cuenta de su compromiso de reventa. En la regulación jamás se llama compra – venta a un pacto de recompra. Aquí, la disponibilidad de institución financiera que se adquiere en la compraventa está limitada.

En el momento 1 y 2, A puede disponer de los activos, puede comprar y vender pero tiene que tenerlos para el momento 2.

Momento A Momento B

P1 Activos

A B A B

Activos P2

- **Operaciones simultáneas:** no está limitada la compra – venta. Aquí el comprador de los activos tiene absoluta disponibilidad de los mismos, aunque si los vendedores a un plazo superior a la fecha pactada para la segunda compraventa de la doble, tendrá que adquirir en el mercado otros activos para hacer frente de su compromiso de compra venta.

RIESGOS TÍPICOS DEL FUNCIONAMIENTO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

1. **Riesgo de Contratación o liquidez:** es típico del sistema de contratación – liquidación. Hay un riesgo de no poder operar en todo momento al mejor tiempo posible. No es líquido cuando yo quiero.
2. **Riesgo de Liquidación o ejecución:** También es típico de este sistema. Hay un riesgo que se deriva de la posibilidad de que la contrapartida, llegando el momento de la operación de liquidación no cumple con sus obligaciones y ello origine una pérdida no se entregan los activos o los efectivos.

Cuanto más tiempo transcurra entre la contratación y la liquidación de la operación, más riesgo de liquidación hay porque pueden surgir más imprevistos y el precio de los activos contratados pueden sufrir mayores oscilaciones. Operaciones al contado tienen menor riesgo que a plazos.

3. Riesgo de Sistema: Es típico también; sería la posibilidad que como consecuencia de una liquidación fallida no puede realizarse la operación en virtud de un proceso de transmisión que puede llegar a afectar a un conjunto de mercado o incluso a todo el sistema financiero nacional o internacional. Para que se de el riesgo tiene que haberse dado previa por el riesgo de liquidación. Y además, tiene que trasladarse a los 3º sus consecuencias hasta generalizarse.

A B

B C

A C

A, aunque no negocia con C, se puede ver afectada por una liquidación fallida de B a C.

Una característica es que es un riesgo asimétrico porque los potenciales perjudicados no coinciden con los que se benefician de las prácticas generadoras de riesgo. C hace operaciones de riesgo porque tiene deuda rentabilidad. A es más comedido pero puede verse afectado negativamente.

TIPOLOGÍA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Según el sistema de Contratación – Cotización

1. Mercados Descentralizados:

- * Mercados de Búsqueda directa
- * Mercados de comisionistas (brokers)
- * Mercados de Especialistas (dealers)

2. Mercados Centralizados:

- * Mercados de corros o viva voz
- * Mercados electrónicos

Mercados Descentralizados:

Mercados en los que las operaciones que se cruzan entre compradores y vendedores no confluyen en un mismo lugar o mecanismo.

1) Mercados de Búsqueda directa:

Aquí oferentes y demandantes tienen que buscar directamente por sí mismos la contrapartida. Son mercados en los que no existen mecanismos de información ágiles. Los agentes tienen dificultades para encontrarse entre sí. Son mecanismos fragmentados y en los que puede darse la circunstancia de que los precios de la demanda sean mayores a los precios de la oferta.

2) Mercados de Comisionistas:

Es un agente intermediario que realiza una labor de búsqueda de contrapartidas y de negociar precios para operaciones con sus clientes a cambio de una comisión. Actúa a cuenta de terceros para los que trabaja y a ellos les cobra una comisión. Su trabajo es buscar los mejores ofertas y demandantes que hay en el mercado.

Es un mercado descentralizado pero el comisionista es el que ayuda a poner en contacto oferentes y demandantes y permite un agrupamiento de los precios en torno a un mejor precio posible.

Ej. Mercado intermediario de Depósitos: Los bancos se prestan entre ellos dineros para las operaciones del día.

La figura del broker se justifica porque la comisión que se va a cobrar es menor al gasto en el que van a incurrir los agentes para obtener la misma información de precio y contrapartidas que ofrecen los brokers.

La diferencia entre broker y broker ciego es que los bancos guardan el nombre de sus clientes.

3) Mercados de especialistas:

Especialistas: son los intermediarios que pueden actuar como brokers pero que también pueden actuar por cuenta propia. No tiene que actuar a comisión. Sus beneficios están en el diferencial que consiguen en el precio de venta y el precio de compra de los mercados tienen alto nivel de contratación.

Ej: Dealer: por cuenta propia, yo voy al dealer y quiero comprar un instrumento financiero y él me dice que lo tiene porque ayer lo compró y yo se lo compro.

Dentro de los dealers hay unos dealers especiales creadores de mercado o market makers. Tiene compromisos de proporcionarles liquidez al mercado. (les gusta o no tiene que comprar y vender).

Mercados Centralizados:

Aquellos en las que los oferentes y demandantes confluyen en el mismo lugar físico o en un mismo mecanismo. Esto garantiza que los cruces de las operaciones se puedan realizar en cada momento al mejor precio posible.

1) Mercados de Corros o viva voz:

La confluencia en las cotizaciones se producen en un mismo lugar físico y además normalmente, en un periodo de tiempo determinado, lo que hace que se les conozca también como mercados centralizados discretos. Ej. La Bolsa en su modalidad de viva voz.

2) Mercado Electrónico:

Aquél en el que las operaciones confluyen en un mismo mecanismo pero a lo largo de un periodo de tiempo más dilatado. Suelen llamarlos también mercados centralizados continuos. La Bolsa en esta modalidad de contratación.

En la Bolsa española estos dos tipos de modalidad existen. Es decir la Bolsa es un mercado centralizado que incluye estos tipos de submercados. Para acceder al mercado electrónico hay que tener el programa pero el funcionamiento es prácticamente el mismo.

El 1º es el sistema tradicional pero en España representa el 1%, porque ya ha implantado el otro. Son muchas

las empresas que cotizan en corro pero el volumen no es importante. No todos los mercados funcionan así, de hecho en Estados Unidos se sigue manteniendo el sistema de parqué y es ahí donde se cierra las operaciones, aunque se ha modernizado. El electrónico es más perfecto, mientras que en el de corros, cada día hay 10 min. En los que solo puedes contratar con esos títulos. Si en ese día no se ha contratado en ese momento ya no se puede contratar, por eso se llama directo, en cuanto al poco tiempo. Como hay que empresas que también cotizan en otros mercados, a efectos del intermediario, se permitirá operar casi 24 horas.

El mercado continuo supone una serie de ventajas sobre el discreto:

- * Permite la entrada de más operadores.

- * En el continuo están las empresas más grandes e importantes, y no suelen estar las de baja contratación.

- * Son más ágiles y transparentes porque inmediatamente queda plasmado el resultado de la operación.

Se permite la combinación de ambos como en Nueva York, pero con las nuevas tecnologías, los mercados discretos están condenados a su extinción, a no ser que como allí se mantenga por la esencia y el espectáculo.

A los mercados de tipo centralizado solo pueden acceder los miembros del mercado, y en última instancia las cruzan estas instituciones especializadas. Esto es así por una serie de razones:

1. Porque el propio funcionamiento del mercado es complejo y exige que los operadores conozcan las normas.
2. Por seguridad: porque la existencia de miembros aumenta la seguridad de que los compromisos adquiridos se cumplan, lo que sería más difícil de asegurar si todo el mundo tuviera acceso al mercado. En España estas entidades son las CNMV y las Sociedades rectoras de cada Bolsa.
3. Por el sometimiento a supervisión por parte de la autoridad rectora de cada mercado. Esto les supone el cumplimiento de ciertos requisitos de profesionalidad, honorabilidad y solvencia.

Según el Sistema de Compensación – Liquidación

SEGURIDAD de un sistema de compensación – liquidación: la posibilidad de que exista el riesgo de liquidación. Más seguro será el mercado cuanto más pueda minimizar el riesgo de liquidación. ¿Cómo se consigue?:

1. Seleccionar la contrapartida: a través de departamento de análisis de riesgo que establecen con qué entidades se puede operar y cuál es el límite que se puede establecer a las operaciones comparativas.
2. Aplicar el principio de entrega contra pago: la entrega de los activos se realiza simultáneamente a la entrega del efectivo.
3. Haciendo liquidaciones por diferencias para eliminar la posibilidad de pérdida del principal de la operación. Normalmente se aplican en operaciones en que transcurre un largo plazo entre contratación y liquidación.
4. Cuando solo existe una transferencia de efectivo a favor de quien haya resultado favorecido por la evolución del precio de mercado del instrumento financiero, entre el momento de la contratación y de la liquidación. No se hace muy habitualmente.

AGILIDAD: facilidad para transferir los activos y el efectivo. Todavía algunos activos financieros se transfieren con cierta dificultad (títulos físicos) y aunque se ha facilitado por las nuevas tecnologías, todavía cuesta. La agilidad máxima se consigue cuando los activos también se pueden transferir en apuntes contables.

A este proceso se le denomina la desmaterialización del título valor.

ECONOMÍA: Costes de las operaciones. Entre ellos el de mantener disponible el activo financiero y el efectivo contratado. ¿Cómo se consigue mantener?. (tener sin utilizar o el activo o el dinero, si pasa el tiempo entre la contratación y la liquidación si la tiene por ejemplo 10 min. Un mes paradas porque a fin de mes tienes que entregarlos sabiendo cuanto te va a costar tenerlos parados).

- * Incorporando una operatividad más sofisticada (doble)

- * Actuar el periodo que transcurre entre las operaciones.

- * Plantear una liquidación simultánea (más importante): agrupar todas las operaciones y liquidarlas todas en un momento dado, a ser posible incluyendo una fase de compensación.

Tarea de la Cámara de Compensación: es la interlocutora de todos los operadores, indicándoles cuál es su posición en el mercado. Si uno ha realizado muchas operaciones tiene que tener parado un volumen muy importante de activos y efectivo. Si cada día la Cámara te indica lo que debes hacer, ahorra tiempo y esfuerzo. Una compensación simultánea es lo mismo pero sin Cámara. Es decir, la Cámara agrupa y da un saldo global.

VALORANDO EN TÉRMINOS DE SEGURIDAD, AGILIDAD Y ECONOMÍA

Al agrupar un número de operaciones, el riesgo es menor, aunque puede dar pie a no haber un análisis del riesgo, pudiendo desaparecer algún operador. Es más ágil liquidar un grupo de operaciones que una a una. El número de transferencias es menor (de valores y efectivo). El coste de disponibilidad es menor (solo hay que tener el resultado).

Cuanto mayor sea el periodo para liquidar (sobre todo caso 1), es mayor el riesgo de liquidación.

Mercados con Compensación Multilateral:

Todas las operaciones realizadas en un periodo de tiempo se liquidan simultáneamente, pero previamente se compensan todos los saldos de efectivo y valores, liquidándose los saldos netos. En las modalidades anteriores no hay fase de compensación. En este caso existe la Cámara de Compensación, lo que permite que cada operador opere con el resto del mercado como un todo. La Cámara se encarga de comunicar la posición en el mercado a cada operador.

Teniendo en cuenta los principios: el riesgo de liquidación porque la Cámara de algún mercado se responsabiliza de las operaciones, así como que los saldos sean menor. También se reduce el coste de disponibilidad. En principio va a ser más ágil. Se reduce el riesgo de análisis de la contrapartida porque va a enfrentarse solamente a la Cámara. Esto tiene un inconveniente fundamental: hace que se provoque el riesgo del sistema porque los operadores no saben con quién operan y liquidan.

Mercado con Liquidación Individual:

Las partes contratantes liquidan directamente entre sí las operaciones realizadas, sin necesidad de recurrir a ningún intermediario ni institución que se sirve entre las partes. Se realiza una liquidación por cada operación que se han contratado. Este tipo de liquidación suele producirse cuando la contratación se ha hecho en un mercado de búsqueda directa.

Mercado de Liquidación Agrupada:

Todas las operaciones realizadas en un cierto periodo de tiempo se liquidan simultáneamente, pero no se

compensan saldos. En este tipo de mercados hay dos modalidades:

1). Cuando el nivel de contratación es relativamente bajo su funcionamiento sería: las operaciones contratadas durante varias sesiones se concentran para liquidarse en una fecha concreta. Normalmente el periodo contratación – liquidación se alarga.

2). Cuando el volumen de contratación es mayor. Se trataría de recurrir todas las operaciones negociadas en una sesión de contratación (que normalmente se produce diariamente) en una sola liquidación que tendría lugar en número fijo de días hábiles posterior a la fecha de contratación, de tal modo que todos los días hábiles hubiese liquidación de operaciones. En la Bolsa española tres días después.

1). Contratación: 1–30 mes corriente

Liquidación: 1 del mes siguiente

Se haya contratado el día 2 o el 28, se liquida el día 1 del mes siguiente.

2). Contratación: 1–30 mes corriente

Liquidación: 5 días después

No hay que esperar a una fecha, si se contrata el día 1, se liquida el 6; si se contrata el 20 se liquida el 25.

Según el grado de formalización de los mercados:

Mercados Organizados:

Aquél que cuenta con un sistema de Cotización – Contratación, Compensación – Liquidación reglado, es decir, son mercados que cuentan con una regulación más o menos estricta y sometida a unas normas de funcionamiento más o menos conocidas, así como sometidas a supervisión por parte de las autoridades financieras. Dentro del ámbito de los mercados organizados encontramos la categoría de los **mercados oficiales** que sería aquella que pone más exigencias y normas en su funcionamiento. Todos los mercados oficiales son organizados, pero no todos los organizados son oficiales. Esta distinción aparece en la Ley del Mercado de Valores del 88 ¿Cuáles son los mercados oficiales según esta Ley en España?: Bolsa de valores (que hay 4), el Mercado de Deuda Pública y los Mercados de Derivados (que son 2: MEFF Renta Fija, y MEFF Renta Variable).

Dentro de los mercados no oficiales en España es la AIAF (Asociación internacional de Activos Financieros). Esta es la asociación que se encarga de su funcionamiento y se negocian típicos productos de renta fija para empresas privadas.

Mercados Oficiales:

MEFF: Se negocian productos que evolucionan con la evolución de otro. Se crean siempre como consecuencia de otro,, por eso se llama derivado. Son productos derivados que quedan sometidos a la acción de una compañía grande, por lo que la opción es el derivado. El comprador de ese derivado tiene derecho a comprar y vender el subyacente (la acción). El que tiene la opción no es el propietario de las acciones sino de los derechos de compra de las acciones (las acciones no son del directivo sino de la Empresa,, lo que paga es el derecho. Se usa como remuneración para los directivos).

La Ley del 88 sufre una ligera modificación en el 98 como consecuencia de la adaptación de la Directiva Comunitaria de Sem. De inversión.

Mercados no Organizados

Se negocian activos financieros diseñados a la medida de cada parte. No está sometido a una reglamentación estricta y en el que las condiciones de precio y cantidad las fijan libremente las partes sin necesidad de que intervengan ningún agente mediador. Son mercados en los que no se necesita definir el sitio donde tiene que llevarse una transacción ya que puede tratarse desde la oficina del agente a cualquier otro lugar. Responden a la existencia de muchas empresas cuya propiedad se encuentra repartida entre el público y no cumplen los requisitos de cotización de los mercados organizados, o más frecuentemente quieren evitar el cumplimiento de dichos requisitos.

Ventajas de los organizados:

Son bastante más líquidos lo que hace que a los fondos de pensiones y de inversión se les exija operar con títulos que se negocian en mercados organizados. De no ser así los no organizados habrían crecido mucho más. Al ser más líquidos ofrecen más garantías, sobretudo al pequeño inversor.

Le puede pasar de un mercado a otro simplemente cumpliendo los requisitos de cada uno.

La OCDE terea en la polémica de la formación de organizados dando una definición más flexible. Todo mercado organizado es aquel que constituya, ofrezca o asegure un lugar que permita al conjunto de compradores y vendedores estar en contacto de manera regular, y que asegure el mecanismo necesario para el buen desenlace de las transacciones.

INVERSOR ESPAÑOL

Productos

Deuda Pública Acciones Renta Fija Opciones y Futuros

Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa

Mercados

Banco de España Bolsa de Valores Corros MEFF Mercado Electrónico

Banco de España SCLV (Sistema de Compensación y liquidación de valores) MEFF

Banco de España CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores)

En este esquema faltaría un mercado:

RENTA FIJA AIFA AIFA + Cía. Privada CNMV

Mercados por su forma de funcionamiento:

Mercados Directos:

Un mercado directo es cuando los intercambios de activos financieros se realizan directamente entre los demandantes últimos de financiación y los oferentes últimos de fondos.

Tiene algo que ver con los mercados de búsqueda directa, y puede serlo. Estamos hablando de mercados desintermediados.

El caso más claro es el de la Bolsa. En España, la financiación a través de la Bolsa en el sector turístico es muy reciente porque tradicionalmente se han empleado intermediarios. La 1ª empresa española que apareció en Bolsa fue Sol Meliá en el 1996.

Mercado Intermediado:

Aquel en el que, al menos 1 de los participantes en cada operación de compra venta de activos es un intermediario financiero. La presencia de estos mercados y por tanto de estos intermediarios, puede resultar imprescindible para desarrollar los procesos de inversión, especialmente en las PYMES, ya que la captación de fondos de manera directa está más al alcance del sector público o de las grandes empresas de reconocida solvencia.

El ejemplo típico es el sistema bancario y entidades de crédito.

Cuando se habla de un proceso de desintermediación global (que se vive en todos los países), nos referimos a que las empresas están intentando evitar a los intermediarios para solicitar financiación, y se están dirigiendo más a los mercados directos, es decir, las Bolsas. Este proceso se vive actualmente en España.

Mercado por las Características de los Activos:

Mercados Monetarios:

Se caracteriza por su corto plazo, por su reducido riesgo y por la gran liquidez de los activos que se negocian. Según Kaufman, los títulos a CP son objeto de transacción en el mercado de dinero, y los títulos a LP, en el mercado de Capitales. ¿Qué se suele considerar CP?. Los títulos con vencimiento mayor de un año. Actualmente este mercado destaca más que por el plazo, por la liquidez y riesgo que conlleva.

Mercado de Capital:

Según la OCDE, corresponde las operaciones de colocación y financiación a LP. Y las instituciones que efectúan principalmente esas operaciones. Dentro de este, distinguimos entre:

- Instituciones de valores
- Mercado de crédito a LP.: en el que operan las instituciones de créditos (prestamos).

Por el grado de intervención de las autoridades

Mercado Libre:

En estos el volumen de activos intercambiados y su precio se fija solamente como consecuencia del libre juego de la oferta y la demanda.

Mercado Regulado:

En estos, en cambio, se altera administrativamente el precio o la cantidad de los títulos negociados, y por tanto, la financiación a través de los mismos. A esta financiación se llama **financiación privilegiada**. Hay varias formas de intervención por parte del Estado: Limitar tipos de interés.

La liberalización de los mercados en España tiene lugar en los años 80. Las obligaciones impuestas a los intervencionistas: cumplir con unos coeficientes determinados (otra forma de intervención).

Actualmente, mercados regulados existen muy pocos. Sin embargo la Directiva de la UE, Servicio de Inversión nos obliga a llamar mercado regulado a aquellos en los que se negocien ciertos instrumentos financieros, mercados con un funcionamiento regulado, cuyas condiciones de acceso y su operativa estén fijadas por las autoridades competentes y que cumplan los requisitos mínimos establecidos en la Directiva de Servicios de Inversión sobre contratación, transparencia y obligaciones de información a las autoridades (mercados organizados).

Mercados por la fase en la negociación de activos:

Mercado Primario:

Mercado de emisión, en el que los activos intercambiados son de nueva creación. Solamente será intercambiado una vez. Emisión de acciones por primera vez de acciones de una empresa. Si las intentara vender de nuevo ya no sería un mercado primario.

Mercado Secundario:

Es un mercado de negociación donde se intercambian activos financieros ya existentes, cambiando la titularidad de los mismos. Todos los mercados organizados en España son secundarios.

No es lo mismo mercado primario y secundario, que primer mercado y segundo mercado (que son tipos de mercados secundarios). El primer mercado es en el que se negocian los títulos de las grandes empresas. El segundo mercado es el que está especializado en los títulos de las PYMES. En España hay que destacar la falta de un segundo mercado que realmente funcione (porque aunque lo hay, hay muy poco nivel de contratación). Aquí, el primer mercado abarca todas las empresas, porque grandes empresas hay muy pocas.

Las empresas españolas han sido reticentes a ir a Bolsa porque generalmente han estado lideradas por familias y siempre ha habido reticencias a perder el control.

RELACIONES ENTRE SECTOR REAL Y PRODUCTIVO

Schumpeter fue el primer autor en preocuparse por estos temas. Nosotros vamos a usar la clasificación de Zysman, que intenta responder a dos cuestiones: *cuál es la verdadera importancia del sector financiero en el proceso de desarrollo económico; y si existe una estructura única de sistema financiero (o de relación entre sector financiero – real y público) que de una solución óptima a los problemas de financiación en una economía moderna.*

Zysman se basa en un estudio de este tema en los 50. La clasificación de tipologías de estructuras financieras se basa en tres criterios:

1. La importancia de los diferentes tipos de mercados financieros a la hora de movilizar los ahorros hacia la inversión industrial. (Con respecto a este criterio Zysman reconoce dos posibilidades:
 - a. Sistema basado en mercados de valores, generalmente Bolsas
 - b. Sistema basado en el crédito
2. Forma en que se establece los precios en estos mercados:
 - a. Precios formados en mercados competitivos
 - b. Precios formados en mercados dominados por las instituciones financieras.

c. Precios fijados administrativamente por el gobierno.

3. El papel del gobierno o su forma de operar dentro de los mercados financieros:

Con estos criterios Zysman habla de tres tipos básicos de estructura del Sistema Financiero:

1. Modelo anglosajón: (UK y USA) se trataría de un sistema basado en los mercados de valores, con recursos asignados mediante precios formados competitivamente.

2. Modelo japonés: sistema basado en el crédito con precios regulados por el gobierno.

3. Modelo germánico: (Alemania, Austria, Suiza, España...) también llamado continental. Sistema basado en el crédito pero dominado por las instituciones financieras privadas.

Esta patología en la actualidad tiene que ser muy matizada por diferentes causas (globalización, apertura...).

Modelo Anglosajón:

- Organización jurídica: se rigen por derecho constitucionario (common Law). El aparato judicial tiene un importante papel en la autofinanciación de los usos.
- En lo económico: inician muy tempranamente la revolución industrial, por lo que tienen una ventaja inicial, que sus empresas se encuentran fundamentalmente autofinanciadas. Su estructura financiera es muy equilibrada entre recursos propios y ajenos.
- En lo financiero: hay países que se rigen de forma descentralizada (no hay autorización central que regule los mercados) de manera muy parecida a la de mercados autorregulados. Existe un amplio margen para que instituciones y empresas especializadas actúen. Diferencias muy claras entre los países, los bancos comerciales y bancos de negocios o inversiones. Encontramos los principales centros internacionales desde el punto de vista financiero.

El proceso de liberación en USA (como ejemplo del modelo Anglosajón)

Hay que tener como referencia la crisis del 29 porque marca un antes (en que era igual al sistema del Reino Unido), y un después (porque afecta especialmente a USA planteándose como una de las principales bases la especialización, la separación de los sectores financieros). La propia regulación impide que se crezcan mucho ciertas empresas que en otros países tienen una gran importancia como banco comercial. (por eso nunca aparece en los primeros puestos del ranking mundial atendiendo a diferentes criterios). Se basa en que si una empresa que tiene varios negocios entra en crisis es más fácil aislarla porque la crisis del 29 fue tan grave por un efecto de contagio, un error del Sistema.

A finales del 99 se ha llegado a un acuerdo para regular de nuevo (porque la regulación de los años 30 quedó obsoleta) permitiendo que en USA aparezcan también supermercados financieros, es decir, que tú entras a un banco y puedes elegir entre una amplia gama de productos financieros (entras a un banco y puedes elegir entre créditos, seguros...)

La modificación en la regulación se lleva a cabo porque se piensa que el análisis que se hizo en su momento (crisis del 29) no fue muy acertado con respecto a la situación de aquel momento.

EN MATERIA DE VALORES

1. El primer paso de liberación aquí se da en el año 71 cuando se da por primera vez el establecimiento de la contratación automatizada en todo el territorio de USA. El mercado que representa esto es el mercado NASDAQ (mercado no organizado). Primer mercado; de cierta importancia, electrónico. Se puede operar

desde cualquier punto sin acudir directamente a la Bolsa.

2. En el 75 se produce una reforma en profundidad de los mercados de valores norteamericanos. Se basa en la liberación de las comisiones, conocida may day que consagraba el principio de la especialización. ¿Qué significa que se liberalicen las comisiones?. Desde el punto de vista económico, mayor competencia entre los mercados que operan y va a tener una consecuencia clara, que los gastos de intermediación van a bajar (nuevo atractivo para la inversión).

3. En el 86 se produce la apertura de las Bolsas norteamericanas a emisiones extranjeras. (es decir, permite que empresas extranjeras se ofrezcan allí). Esto provoca en breve un aumento del volumen de negocio de esos mercados. USA deja que empresas extranjeras lleven allí sus acciones.

4. En el 88 se abren las Bolsas norteamericanas a los operadores extranjeros, pero solo a los de aquellos países con los que exista acuerdo de reciprocidad. ¿Qué consecuencias tiene? Que si hay más inversiones va a crecer más el mercado. Operadores: intermediarios y compradores de acciones, USA deja que un español le diga a un intermediario compra acciones que coticen allí, y a cambio USA exige que se permita a cualquier americano dirigirse a mercados españoles para comprar acciones de aquí.

5. A lo largo de todos los 90 se lleva a cabo la ampliación paulatina del horario de contratación para permitir el enlace o conexión non Stop con los principales mercados bursátiles del mundo.

MODELO CONTINENTAL:

Adoptado por países de centro y oeste de Europa, así como por los del Mediterráneo, aunque estos últimos registren algunas diferencias.

Destacan el este modelo los siguientes aspectos:

JURÍDICO

Grupo de países que funcionan de forma codificada (por códigos), donde el papel del Estado es decisivo a la hora regular mediante normas, aunque en este caso existan diferencias entre los países dependiendo del derecho por el que se rijan, el Dcho. Romano, o el Germánico, ya que en este modelo la Ley es lo más importante.

ECONÓMICO

Países que se incorporan posteriormente a la Revolución Industrial, por lo que sus empresas tienden más a la financiación ajena que a la propia. En España las empresas buscan una financiación intermediada es decir, a través de bancos y cajas de ahorros.

FINANCIERO

Países que funcionan de forma centralizada, con una mayor antigüedad de las instituciones de las que han surgido las actuales Bolsas (promovidas por Bancos en el caso germánico, o por el Estado en el área mediterránea), por lo que en ambos casos existe un gran poder de los intermediarios, ya sean universales o mixtos, ya que participan en la financiación de las empresas que cotizan, configurando verdaderos grupos bancarios con presencia en diferentes sectores. Por lo que no existen instituciones especializadas.

Bancos participan de este modo en las empresas:

En el área germana pueden gestionarlas incluso.

En el área mediterránea solo participan en su capital.

EMPRESAS

Garantizan su financiación a L.P. porque están gestionadas por los Bancos mientras que en el modelo anglosajón las empresas dependen de la financiación directa de personas físicas y jurídicas ajenas a la propia empresa.

En caso de crisis en un sector de una empresa se puede contagiar al Banco o viceversa, mientras que en modelo anglosajón esto no puede pasar.

DEUDA PÚBLICA

En el caso de este modelo, muchos de los países que lo han adoptado tienen deudas públicas desprestigiadas, no en el caso de Alemania, debido a la baja seguridad que históricamente ha tenido dichas deudas públicas por lo que mientras más inseguro sea su deuda pública mayor rentabilidad debe tener, lo que supone para el Estado emitir una deuda pública más cara, siendo de este modo más insegura.

Los créditos como forma de financiación son muy utilizados en este modelo, los precios se fijan libremente aunque existe poder de mercado de las instituciones financieras (bancos). El Estado se encarga del manejo de los agregados económicos, igual que ocurre con el modelo anglosajón, aunque es cierto que las intervenciones del Estado son cada vez menores y afectan sobre todo a estimular a la industria.

PROCESO DE LIBERALIZACIÓN DEL MODELO CONTINENTAL (Alemania)

• Materia de Valores

1. 1980 se suprimen los controles de capital (no dejar circular libremente el capital de dentro a fuera y viceversa).
2. 1984 se aprueba la reciprocidad para los rendimientos de Inversión extranjeros (tratar al inversor extranjero igual que el nacional).
3. 1984–86 desarrollo de nuevos Instrumentos financieros, ampliando las posibilidades de invertir para todos.
4. 1988 autorización a extranjeros para adquirir bonos a cinco años, asegurándose así que los inversores se queden más tiempo en el país).
5. 1990 se permite a extranjeros la adquisición de Bonos a uno y dos años
6. 1997 la Bolsa Alemana desarrolla el Sistema de Contratación más moderno y más perfecto de Europa (XECTRA).

• Depósitos

1994 Alemania incorpora las dos directivas europeas de Servicios Bancarios:

Sus principios son: pasaporte único y libertad de establecimiento.

En España en el 1998 se aprueba la Directiva de Servicio de inversión.

MODELO JAPONÉS

- * Predominio de una financiación intermediada.
- * Las empresas tienen una participación poco importantes de recursos propios.
- * Mercado de préstamo.
- * Precios determinados por las autoridades.

Es un sistema formalmente anglosajón al menos en los aspectos más jurídicos tiende al modelo citado, pero en muchos aspectos se trata de un sistema codificador con un papel preponderante del Estado o de la normativa estatal.

ECONÓMICO

Japón y su área de influencia son los países que más tarde se incorporaron a las actividades industriales, estamos ante empresas que no han podido generar suficiente autofinanciación, siendo muy dependientes de la financiación ajena, y por lo tanto la financiación propia es muy reducida.

REVOLUCIÓN INDUSTRIAL

1º modelo anglosajón

2º modelo continental

3º modelo japonés

(orden de incorporación a la Revolución Industrial, por lo tanto los primeros poseen mayor financiación propia, y los últimos más financiación ajena)

Keiretsu: modelo de organización empresarial, conglomerado de empresas financieras y no financieras pertenecientes a distintos sectores, al frente del cual se sitúa un Banco que será el líder de ese conglomerado, y actúa como matriz, y tiene la función de Financiar a las empresas integrantes.

El Banco que financia tiene mucho más poder que el Banco que está al frente de las Empresas alemanas, pues de él dependen bancos especializados, empresas de diferentes sectores etc.

Y se encarga de entre otras cosas, de facilitar la actividad exportadora de productos japoneses y también de limitar las importaciones a Japón en la medida de lo posible dentro de lo que permiten los acuerdos internacionales. Además este banco, según este modelo, ofrece a las empresas mucha seguridad de financiación, y por lo tanto poder abordar proyectos más ambiciosos.

- Es un modelo que se rige de forma centralizada aunque respetando en principio de especialización.
- Las bolsas se ven limitadas en su funcionamiento por las prácticas de autofinanciación dentro de los consorcios a los que pertenecen las empresas.
- Los bancos se especializan en Bancos Comerciales, o Bancos de Inversión, siguiendo el modelo Norteamericano, esto formalmente (pero en la práctica los bancos de inversión están dentro del Keiretsu), aunque ámbitos de acción sean distintos el capital se mueve dentro del Keiretsu)
- La Deuda Pública tiene un gran prestigio dado el papel de Planificación indicativa que el estado desempeña y hace que la Deuda Pública colabore en el desarrollo de otros mercados financieros.

– Está basado en el crédito con precios en muchas ocasiones regulados por el Estado. El papel del Estado es el control del crédito y la asignación selectiva de los recursos financieros.

PROCESO DE LIBERALIZACIÓN

• Materia de valores

El primer paso se dio en 1979 y hablamos de la apertura de un tipo de bonos para no residentes. Amplía por tanto el número potencial de inversores en Japón con esta apertura.

El segundo paso tuvo lugar en el año 1985: Autorización a extranjeros a participar en la Bolsa de Tokio. Esto afecta a las inversiones y a los intermediarios. En la práctica se trataba de mercados de tipo administrativos para participar en el capital japonés.

Dealers en el año 1988 se aprueba la incorporación de japoneses en mercados americanos (intermediarios que actúan por cuenta propia y por cuenta ajena). Se diferencian de los Brokers en que éstos solo operan por cuenta ajena.

1991: La autorización a Bancos e Instituciones financieras a poseer sociedades de valores (con lo cual se rompe el principio de especialización; el Banco del Keiretsu ya poseía participaciones en sociedades de valores).

• Entidades de depósito

1985: Liberalización de los Tipos de Interés, deja de haber un tipo de interés predefinido para las distintas operaciones.

1985: Autorización de Nuevos Instrumentos Financieros, forma parte del proceso de incremento de la competitividad.

PARTE III

TURISMO, SECTOR EXTERIOR Y FINANCIACIÓN DE LAS PYMES

LA FINANCIACIÓN TURÍSTICA EN ESPAÑA

Las PYMEs en España, y en todos los países, tienen unas necesidades financieras específicas y tiene más problemas para financiarse. En todos los países se están promoviendo medidas de apoyo a las empresas de menor dimensión (puede suponer que una dimensión reducida lleva aparejados mayores costes y menores beneficios potenciales para los agentes que proporcionan recursos financieros frente a lo que sucederá si se tratase de una empresa de dimensión mayor).

En el contexto europeo se ha declarado un texto en el que enumeran las causas de fracaso empresarial, la financiación, la competencia y la escasa demanda son las causas principales.

La realidad para el caso español es que las PYMES han recurrido a financiación bancaria, acudiendo muy poco a otras alternativas, y se ha constatado que la financiación bancaria a menudo no se ha mostrado adecuada a las características de las pequeñas empresas, y lo que ha hecho el Sistema Bancario en España ha sido desarrollar prácticas que lo cubrieran del riesgo de insolvencia de sus deudas no prestando a L.P. o en su defecto exigiendo a sus prestatarios garantías. Esas garantías han sido hipotecas y podemos decir que la financiación a C.P. y el problema de las garantías han sido los que han incidido de forma dramática para las PYMES para contrarrestar esto han surgido los nuevos instrumentos financieros:

** Capital riesgo: soc comprometidas con la evolución de la Empresa.

** Garantía recíproca

** Aparición de nuevos mercados: segundos mercados de valores que han surgido para atender estas necesidades específicas de las empresas pequeñas.

Primer problema es el fallo de reputación y aprendizaje esto es; falta de posicionamiento en el mercado, conocimiento de la empresa de la marca o producto y falta de experiencia en le sector donde se haya comenzado el negocio.

Segundo problema: riesgo diferencial, tiene un tamaño reducido y eso ralentiza la concesión de créditos, las empresas prestamistas piden avales para asegurarse una solvencia. Las empresas de garantía recíproca ofrecen avales a los empresarios y evitan que arriesguen su propio patrimonio.

Las SGR (sociedades de Garantía Recíproca) exigen que sean socio para beneficiarse de sus ganancias.

Tercer problema: preferencia por el control en España; el empresario no quiere separarse del control y gestión para no separarse necesitará fomentar acuerdos de cooperación y alianzas entre empresas.

Cuarto problema: Economía de escalas en producción y caso de información de garantías.

1

15