

Manual del sistema financiero español

Antonio Calvo, José Alberto Parejo, Luis Rodríguez Sáiz,
Álvaro Cuervo y Eduardo Alcalde



Ariel Economía y Empresa

27.^a edición actualizada

Antonio Calvo,
José Alberto Parejo,
Luis Rodríguez Sáiz,
Álvaro Cuervo
y Eduardo Alcalde

MANUAL DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

27.^a edición actualizada

Ariel Economía y Empresa

Primera edición: enero de 1987
Vigésimo séptima edición actualizada: septiembre de 2018

© 1987 y 2018: Antonio Calvo Bernardino, José Alberto Parejo Gámir,
Luis Rodríguez Sáiz, Álvaro Cuervo García y Eduardo Alcalde Gutiérrez

Derechos exclusivos de edición en español
reservados para todo el mundo:
© 1987 y 2018: Editorial Planeta, S. A.
Avda. Diagonal, 662-664, 08034 Barcelona

Editorial Ariel es un sello editorial de Planeta, S. A.
www.ariel.es

ISBN: 978-84-344-2798-3

Depósito legal: B. 13.270-2018
Impreso en España

El papel utilizado para la impresión de este libro
es cien por cien libre de cloro
y está calificado como papel ecológico.

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal). Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com
o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47

SUMARIO

Introducción

1. Sistema financiero: características generales
2. El sistema financiero español: estructura actual y evolución histórica
3. Los flujos financieros de la economía española
4. El Banco de España, el Banco Central Europeo y sus funciones
5. Las entidades de crédito: una visión de conjunto
6. Las entidades bancarias o de depósito
7. Otras entidades sometidas a la supervisión del Banco de España
8. Activos y mercados financieros de renta fija
9. Mercados financieros de renta variable y de derivados
10. Entidades financieras sometidas a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores
11. Compañías de seguros y fondos de pensiones

Bibliografía

CAPÍTULO 1

SISTEMA FINANCIERO: CARACTERÍSTICAS GENERALES

1.1. CONCEPTO Y CARACTERÍSTICAS DE UN SISTEMA FINANCIERO

En un sentido general, el sistema financiero de un país está formado por el conjunto de instituciones, medios y mercados, cuyo fin primordial es canalizar el ahorro que generan las unidades de gasto con superávit, hacia los prestatarios o unidades de gasto con déficit. El sistema financiero comprende, pues, tanto los instrumentos o activos financieros, como las instituciones o intermediarios y los mercados financieros (los intermediarios compran y venden los activos en los mercados financieros), así como las autoridades monetarias y financieras, encargadas de regularlo y controlarlo.

El sistema financiero cumple por tanto la misión fundamental en una economía de mercado, de captar el excedente de los ahorradores (unidades de gasto con superávit) y canalizarlo hacia los prestatarios públicos o privados (unidades de gasto con déficit).¹ Esta misión resulta fundamental por dos razones: la primera es la no coincidencia, en general, de ahorradores e inversores, esto es, las unidades que tienen déficit son distintas de las que tienen superávit; la segunda es que los deseos de los ahorradores tampoco coinciden, en general, con los de los inversores respecto al grado de liquidez, seguridad y rentabilidad de los activos emitidos por estos últimos, por lo que los intermediarios han de llevar a cabo una labor de transformación de activos, para hacerlos más aptos a los deseos de los ahorradores.²

El grado de eficiencia logrado en este proceso de transferencia será tanto mayor, cuanto mayor sea el flujo de recursos de ahorro generado y dirigido hacia la inversión productiva y cuanto más se adapte a las preferencias individuales.

1. Vid. M. Deprés, R. Villegas y J. Ayora, *Manual de regulación bancaria en España*, ed. Funcas, Madrid, 2017, p.31 y G. G. Kaufman, *El dinero, el sistema financiero y la economía*, Ed. I.E.S.E., Universidad de Navarra, 1978, pp. 71 y ss. Véase también: Analistas Financieros Internacionales, *Guía del Sistema Financiero Español*; Escuela de Finanzas Aplicadas, Madrid, 4.ª ed., 2008 y R. Palomo y J. L. Mateu, *Productos financieros y operaciones de inversión*, Instituto Superior de Técnicas y Prácticas Bancarias, Madrid, 2004.

2. Vid. también J. M. Domínguez, «Educación financiera para jóvenes: una visión introductoria», *Instituto Universitario de Análisis Económico y Social*, Universidad de Alcalá, Documentos de Trabajo, n.º 5, 2013 y UNACC, *Dibujando la educación financiera*, Unión Nacional de Cooperativas de Crédito, Madrid, febrero 2016.

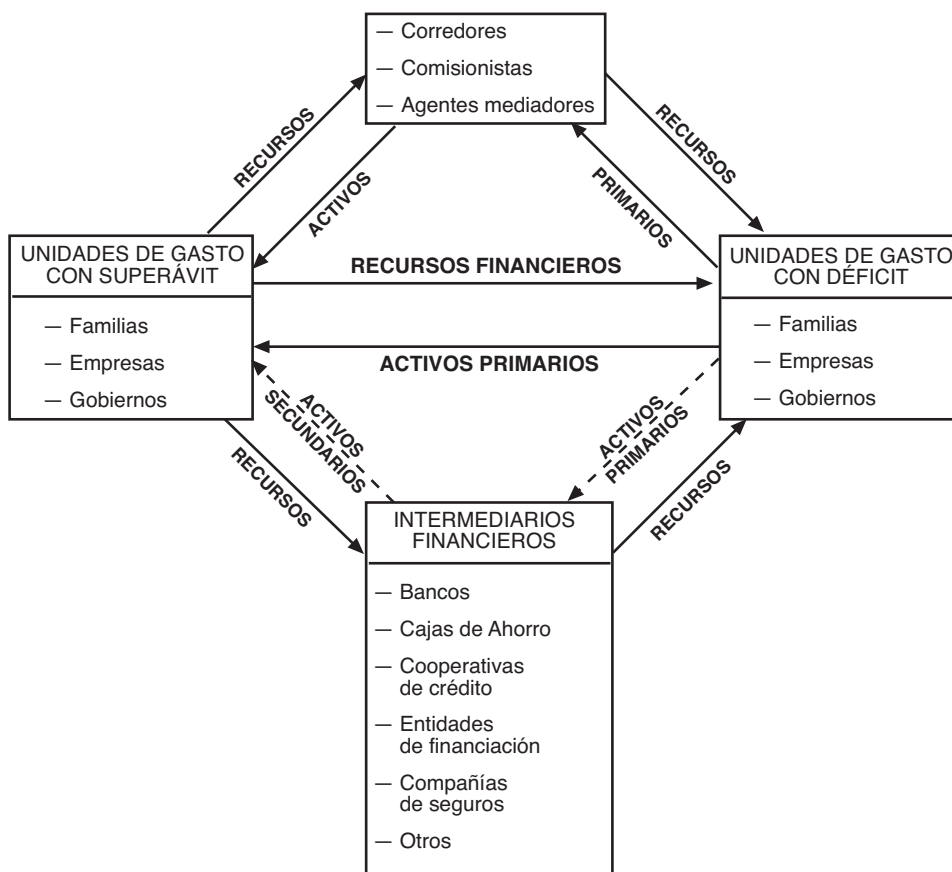
Las unidades de gasto con superávit son aquellas que prefieren gastar en consumo y/o bienes de inversión actuales menos de sus actuales ingresos a la actual tasa de interés del mercado, y las unidades de gasto con déficit, aquellas que prefieren gastar en consumo y/o bienes de inversión actuales más de sus actuales ingresos a la actual tasa de interés del mercado. La posición de las diversas unidades económicas como excedentarias o deficitarias depende de múltiples factores, tales como la riqueza, la renta actual y esperada, la edad y la posición social, si se trata de unidades familiares, y las expectativas económicas generales. También tienen una gran importancia los tipos de interés y sus variaciones, ya que pueden inducir cambios en los comportamientos de las unidades de gasto, haciéndolas pasar de deficitarias a excedentarias o a la inversa.

La mayor o menor complejidad de un sistema financiero deriva del número de instituciones financieras interpuestas, y del grado de especialización que en él reina, y de la diversidad de activos financieros ideados para atender las preferencias y necesidades de los agentes económicos.

Como nos indica el cuadro 1.1, en su parte superior, las unidades de gasto con déficit emiten los denominados «activos financieros primarios» (acciones, obligaciones...), mediante los cuales se ponen de forma directa o intermediada (a través de los corredores, agentes mediadores o intermediarios financieros) en contacto con los ahorradores o unidades de gasto con superávit; lo esencial es observar que los intermediarios financieros sólo realizan, en este caso, una función de mediación y no crean ningún tipo de activo sino que sólo, si son requeridos, ponen en contacto oferentes y demandantes de fondos.

Sin embargo, cuando un intermediario financiero emite un activo financiero se le denomina «activo financiero indirecto o secundario» (cuenta corriente, depósito de ahorro, depósito a plazo...), y la aceptación por los ahorradores de éste es lo que permite la labor de intermediación en sentido estricto (es la llamada función de transformación de los intermediarios financieros). La ventaja de esta función de transformación, que también recoge el cuadro 1.1 (esta vez en su parte inferior), es la de la captación de unos fondos que no serían utilizados, a menos que unas instituciones los tomasen como depósitos, previo pago de un interés, a fin de que estas mismas instituciones puedan prestarlos a su vez, cobrando otro tanto. Esta especialización, que transforma el «corto plazo» en «largo plazo», tiene como base el comportamiento de los agentes en el sentido de que si bien algunos depositantes retiran sus fondos apenas depositados, en condiciones normales este comportamiento es la excepción y no la norma. Todos los fondos «recogidos» en el corto plazo y su capacidad potencial y real de ser prestados en el medio y largo plazo cumplen una labor fundamental, la de propiciar la inversión y con ella el crecimiento económico.³

3. Para un estudio del papel del sistema financiero en los procesos de crecimiento y desarrollo, y que además incluye un resumen de los principales trabajos que se han desarrollado en este ámbito a nivel mundial, puede verse S. Carbó, «Sistema Financiero y crecimiento económico: panorama y evidencia para las regiones españolas», *Papeles de Economía Española*, n.º 101, 2004, pp. 14-32.

CUADRO 1.1. *Flujos de recursos y activos entre agentes económicos*

Fuente: G. G. Kaufman, *El dinero...*, op. cit., y elaboración propia.

Por lo dicho anteriormente, el sistema financiero puede ser estudiado bajo tres puntos de vista: el de las instituciones que lo forman (entre ellas, las autoridades monetarias y financieras), el de los activos financieros que se generan y el de los mercados en que se operan.

En gran medida, la decisión respecto a seguir un criterio u otro debe tomarse en función de las características básicas del sistema financiero que vaya a ser objeto de estudio. En líneas generales, los sistemas financieros podrían clasificarse en dos categorías, si bien con cada vez más aproximaciones entre ambas. Por un lado, los sistemas financieros basados en las instituciones, en los que el papel de éstas es fundamental para la financiación de las actividades del sector real de la

economía; y, por otro, los sistemas financieros basados en los mercados, en los que la financiación del resto de los sectores de la economía se lleva a cabo fundamentalmente a través de los mercados financieros.⁴

Aunque el papel de las instituciones financieras en España en la financiación del sector real de nuestra economía es fundamental, como tendremos ocasión de comprobar en los capítulos siguientes, para conseguir una visión completa del sistema financiero español, la presente obra se ocupa tanto de una perspectiva institucional, como de los mercados financieros, pero aceptando como criterio clasificador básico el primero; y ello además porque los activos financieros sufren cambios rápidamente y los mercados tienen múltiples y no siempre precisas clasificaciones.

Sin embargo, antes de comenzar el análisis de nuestro sistema financiero vamos a profundizar aún en el resto de este capítulo introductorio, en cada uno de estos elementos (activos, intermediarios y mercados) que hemos distinguido dentro de cualquier sistema financiero, así como en las importantes funciones que cumplen, que hasta ahora simplemente hemos apuntado.

1.2. ACTIVOS FINANCIEROS

1.2.1. *Concepto y funciones*

Se denominan activos o instrumentos financieros a los títulos (o, cada vez más, simples anotaciones contables) emitidos por las unidades económicas de gasto, que constituyen un medio de mantener riqueza para quienes los poseen y un pasivo para quienes los generan.

Así pues, la riqueza no humana de los agentes económicos, sean éstos economías domésticas, empresas o el sector público (recuérdese que la riqueza humana es un activo inmaterial, constituido por el conjunto de conocimientos, cultura, capacidades, etc., de una persona o un colectivo), se puede dividir entre activos reales, o bienes físicos que forman la riqueza material, y activos financieros, que incorporan un crédito (son activos para sus tenedores y pasivos por igual importe para sus emisores), es decir que al ser pasivos de otras unidades, no contribuyen a incrementar la riqueza general del país, al menos en una economía cerrada,⁵ pero «facilitan extraordinariamente la movilización de los recursos reales de la economía».⁶

4. Aunque es muy extensa la literatura que se ha dedicado al análisis de los sistemas financieros en función de las características en las que están basados (institucional o de mercado), para un estudio general puede verse S. Carbó, «Banca y mercados financieros como mecanismos para el crecimiento económico: nuevas perspectivas», *Papeles de Economía Española*, n.º 110, 2006, pp. 20-34.

5. Sí pueden hacerlo en una economía abierta donde, en las relaciones con el sector exterior, los agentes económicos nacionales pueden poseer activos financieros netos sobre el resto del mundo, esto es, derechos sobre activos reales de otros agentes.

6. Vid. L. A. Rojo, *Renta, precios y balanza de pagos*, Alianza Universidad, Madrid, 1978, p. 59.

Los instrumentos financieros primarios son emitidos por las unidades económicas de gasto con déficit, con el fin de obtener medios de pago para cubrir un desequilibrio temporal entre sus gastos y sus ingresos. Por ejemplo, las economías domésticas en ciertos períodos en los que desean adquirir activos reales de alto valor, tales como viviendas o bienes de consumo duradero, se verán forzadas a realizar gastos superiores a sus ingresos corrientes, por lo que tendrán que recurrir a la financiación que les proporcionan otros agentes económicos, emitiendo los correspondientes pasivos, que serán activos para los prestamistas.⁷ De igual forma las empresas tienen desfases entre sus corrientes de ingresos y gastos tanto a lo largo del proceso productivo, como para adquirir los bienes de capital que precisan para instalar o renovar sus industrias; en consecuencia, deberán acudir a fuentes de financiación externas, mediante la correspondiente emisión de instrumentos financieros, o bien movilizar activos que tengan en su poder debido al ahorro de períodos anteriores. Finalmente, el sector público puede tener, a lo largo del ejercicio presupuestario, unos gastos que superen a sus ingresos corrientes; en este caso deberá emitir ciertos títulos que, adquiridos por otros agentes económicos, pondrán a su disposición los recursos financieros necesarios para cubrir su déficit.⁸

Los activos financieros cumplen dos funciones que se pueden considerar fundamentales en una economía monetaria: ser instrumentos de transferencias de fondos entre agentes económicos y constituir, a la vez, instrumento de transferencia de riesgo.⁹

En efecto, cualquier transmisión de activos financieros origina una transferencia de fondos desde el agente económico que los adquiere al que los vende, bien sea éste el emisor o simplemente el último tenedor de dichos activos, que se configuran así como medios para canalizar el ahorro generado por las unidades económicas con superávit.

Pero, además, convertirse en propietario de un activo confiere a su titular un derecho sobre los recursos del emisor en el momento de vencimiento del título. Dado que dichos recursos pueden variar, en función de la evolución positiva o negativa de la actividad del emisor, el tenedor del activo asume una parte del riesgo de dicha actividad o, lo que es lo mismo, el emisor transfiere a los adquirentes de los títulos una parte del riesgo de su inversión.

1.2.2. *Características de los activos financieros*

Las *características principales* de todo activo financiero son su *liquidez*, su *riesgo* y su *rentabilidad*. Las tres pueden darse en grados diversos, y son dichos

7. A menos que dispongan de activos reales y/o financieros, adquiridos en períodos en los que tenían superávit de ingresos sobre gastos, y deseen utilizarlos en el pago de los bienes reales que van a adquirir.

8. Obsérvese que: «la financiación puede buscarse, como es natural, en el resto del mundo; y las unidades económicas extranjeras pueden solicitar recursos de los ahorradores nacionales. Esto no altera el problema». Vid. L. A. Rojo, *Renta, precios y...*, *op. cit.*, p. 60.

9. Vid. J. A. Trujillo y C. Cuervo-Arango, *El sistema financiero español*, Ed. Ariel, Barcelona, 1985, p. 61 y F. J. Fabozzi, F. Modigliani y M. G. Ferri, *Mercados e instituciones financieras*, Prentice Hall, México, 1996, p. 5.

grados los que sirven para clasificar los distintos activos y los que se usan por los adquirentes como guía para la ordenación de su cartera y patrimonio.

La liquidez de un activo se mide por la facilidad y la certeza de su realización a corto plazo sin sufrir pérdidas. Como quiera que la realización de un activo implica su conversión en cualquier otro, el dinero¹⁰ sería el activo plenamente líquido de la economía ocupando el extremo opuesto los activos reales.

Con referencia a los demás activos financieros, su grado de liquidez depende, como acabamos de apuntar, de dos condiciones:

a) De lo fácilmente que pueden ser convertidos en dinero a corto plazo, sin que la rapidez de la conversión suponga pérdidas en su valor.

b) De la certidumbre de su conversión en dinero sin sufrir pérdidas. Esta condición es adicional a la anterior, ya que una cosa es la facilidad para la transformación rápida en dinero, sin que dicha rapidez origine pérdidas, y otra cosa es la seguridad o certidumbre de una realización o venta futura sin pérdidas.¹¹

En general, los depósitos de ahorro y a plazo en las instituciones de crédito cumplen muy bien ambas condiciones y ofrecen un grado de liquidez próxima al dinero, en tanto que las obligaciones públicas y privadas, en aquellos países en que existen mercados amplios, cumplen bien la primera condición, pero no así la segunda, ya que el valor de cambio depende de la cotización en el momento de la venta, por lo que no existe total certidumbre sobre la futura realización sin pérdidas.

Por su parte, el riesgo de un activo depende de la probabilidad de que, a su vencimiento, el emisor cumpla sin dificultad las cláusulas de rentabilidad y amortización pactadas. El riesgo depende, pues, de la solvencia del propio emisor y de las garantías que incorpore al título (aval o hipoteca, por ejemplo).

A veces, no obstante, el riesgo no se deriva de la propia actuación de una entidad, sino que se produce por su propia pertenencia a un sector que presenta dificultades en su conjunto. En efecto, la globalización financiera actual ha facilitado durante los últimos años la existencia de un denominado *riesgo sistémico*,¹² que está ligado a la posibilidad de contagio a las instituciones o a los mercados financieros de un país de perturbaciones que suceden en otros lugares del mundo. Este fenómeno se produce por la interdependencia entre los mercados y las instituciones financieras, que hace que los efectos de una crisis en el sector financiero de un país pueda trasladarse rápidamente a otros lugares del

10. Por dinero entendemos en este caso tanto el dinero legal (moneda metálica y billetes del banco emisor), cuya aceptación impone el Estado en la liberación de deudas, como el dinero bancario, o depósitos a la vista en las instituciones bancarias, movilizables mediante cheques. Además, al hablar de entidades bancarias incluimos a todas las de depósito (banca, cajas de ahorro y cooperativas de crédito).

11. Vid. R. Ferrandier y V. Koen, *Marchés de Capitaux et techniques financières*, Ed. Economica, París, 1993, p. 23 y A. Fernández Díaz, L. Rodríguez Sáiz, J. A. Parejo, A. Calvo y M. A. Galindo, *Política Monetaria, Fundamentos y Estrategia*, Ed. Paraninfo, Madrid, 2011, p. 5.

12. Vid. C. Iglesias-Sarriá y F. Vargas, «Entidades financieras sistémicas: discusión de posibles medidas», *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 18, Banco de España, 2010, pp. 11-30 y J. Saurina, «Riesgos sistémicos y supervisión macroprudencial», *Papeles de Economía Española*, n.º 130, 2012.

mundo sin que las fronteras nacionales ejerzan ningún efecto limitador de su impacto.¹³

Por último, la rentabilidad de un activo se refiere a su capacidad de producir intereses (a su vencimiento, o en cupones periódicos, o anticipados, al descuento) u otros rendimientos (de tipo financiero también, como los dividendos o las plusvalías, o de tipo fiscal, por ejemplo) al adquirente, como pago por su cesión temporal de capacidad de compra y de su asunción, también temporal, de un riesgo. En función de estas características, los agentes económicos ordenan sus carteras de activos eligiendo combinaciones adecuadas a sus preferencias, de liquidez, riesgo y rentabilidad. En general, un activo es tanto más rentable cuanto menor es su liquidez y cuanto mayor es su riesgo.

Sin embargo, aunque la liquidez y el riesgo son factores clave en la determinación de los tipos de interés de los distintos activos financieros, no son los únicos, existiendo todo un conjunto de elementos relacionados con la situación económica general y las expectativas existentes, así como otros de carácter especulativo que pueden influir de forma decisiva en la formación de dichos tipos.

Así, en determinadas condiciones (como por ejemplo ha pasado en España y otros países con la deuda pública a corto plazo para financiar un importante déficit público) se ofrecen títulos de muy bajo riesgo y liquidez casi total, con altos tipos de interés, lo que produce una desviación del público hacia la adquisición de estos activos y una reducción de la cartera de activos de riesgo, con los consiguientes efectos perniciosos sobre los procesos de inversión.¹⁴

1.2.3. *Clasificación*

Con independencia de la distinción entre activos financieros primarios y activos financieros indirectos, a la que ya hemos hecho referencia, existen diversos criterios de clasificación de los mismos, siendo el más utilizado aquel que los ordena por su grado de liquidez relativa.

El dinero, tanto legal como bancario, es el instrumento financiero plenamente líquido, que representa un pasivo para la institución que lo genera: el Tesoro, si se trata de la moneda metálica, el Banco emisor, si se trata de los billetes de curso legal y las entidades bancarias en el caso de los depósitos a la vista.

A continuación habría que situar los restantes tipos de depósitos, los fondos públicos, las obligaciones de sociedades privadas y, finalmente, los préstamos sin garantía real y los créditos comerciales, que son activos de muy baja liquidez, ya

13. Son muchos los ejemplos que, con mayor o menor intensidad, se han producido en los últimos años y que determinan la importancia de este riesgo sistémico. Así, podrían destacarse: la crisis del Sistema Monetario Europeo (1992-1993), la crisis de México (1994-1995), Asia (1997), Rusia (1998), Argentina (2001), los ataques terroristas a Estados Unidos (2001) o la más reciente crisis hipotecaria estadounidense (2007), aún vigente en cierta medida a escala internacional.

14. Vid. F. Pampillón, *Ejercicios de Sistema Financiero Español*, Ed. Dykinson, 12.ª edición, Madrid, 2008, para un análisis práctico de estas características de los activos financieros (y en general, para una excelente perspectiva práctica del contenido de nuestro Manual).

que su rápida transformación en dinero sólo es posible, con carácter general, soportando ciertas pérdidas.¹⁵

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

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

1.3. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

1.3.1. *Concepto y funciones*

Los activos financieros emitidos por las unidades económicas de gasto para cubrir su déficit, como ya hemos visto, pueden ser adquiridos directamente por los ahorradores últimos de la economía. Sin embargo, a medida que ésta se desarrolla se hace necesaria la aparición de instituciones que medien entre los agentes con superávit y aquellos que posean déficit con el fin de abaratar los costes en la obtención de financiación, y de facilitar la transformación de unos activos en otros, haciéndolos más atractivos para ambos.

Estas funciones nos sirven para caracterizar a los intermediarios financieros, como el conjunto de instituciones especializadas en la mediación entre los prestamistas y los prestatarios últimos de la economía. Ahora bien, la función de prestar y pedir prestados fondos no basta para definir a estas instituciones, puesto que tal función también es desarrollada por otros muchos agentes, sino que habría que precisar que dicha actividad constituye el eje básico (o incluso único) de su actuación, y que, por tanto, están siempre dispuestos a recibir todos los fondos que deseen depositarse en ellos a los tipos de interés anunciados.

En este sentido, los intermediarios financieros se diferencian de los agentes mediadores (*dealers*) en que éstos compran y venden activos financieros para mantener un patrimonio, no originando su actividad ningún cambio en los activos negociados, puesto que los *dealers* no crean nuevos y diferentes activos a los ya existentes. Por el contrario, los intermediarios financieros adquieren activos como forma de inversión y no los revenden, sino que, en base a ellos, crean acti-

15. Vid. A. Fernández Díaz y otros, *Política Monetaria, op. cit.*, p. 6.

vos nuevos que colocan entre los ahorradores, obteniendo de éstos los fondos necesarios para la realización de sus inversiones.¹⁶

La función de mediación financiera resulta generalmente ventajosa para todas las unidades económicas, ya sean prestamistas o prestatarias. En efecto, para los primeros porque los intermediarios les ofrecen nuevos activos financieros (indirectos) en los que materializar su riqueza, que implican menores riesgos y a unos costes, como ya hemos dicho, muy inferiores a los que alcanzarían si tuviesen que acudir al mercado a conseguirlos. Por otro lado, la mediación financiera también genera ventajas para los prestatarios últimos al facilitarles la movilización de los fondos de financiación y la reducción del coste de la misma, mejorando las oportunidades de obtener recursos de los pequeños ahorradores que, en ausencia de los intermediarios, en la mayoría de los casos, no acudirían al mercado, disminuyendo así los fondos disponibles para ser adquiridos por las unidades económicas deficitarias. Además, los intermediarios financieros facilitan la financiación de los nuevos y de los pequeños prestatarios, que la tienen muchas veces más difícil, sobre todo en épocas de restricciones crediticias.

Por tanto, el papel clave de los intermediarios financieros en una economía es aceptar pasivos de los prestatarios últimos que los ahorradores últimos no aceptarían y emitir pasivos para estos agentes, cuya duplicación no está al alcance de los prestatarios. Este proceso de transformación de activos constituye la base de la actuación de los intermediarios financieros que, al ejercitarla, crean activos de características únicas, dentro de la diversidad de formas que pueden revestir (cuentas corrientes, depósitos a plazo, bonos bancarios, pólizas de seguros, etc.).

Una actuación además en la que, como ahora veremos con más detalle, los intermediarios financieros, entre otras, desempeñan las siguientes funciones:¹⁷ transformación de los vencimientos y denominaciones de los activos financieros; servicios de pago y de tesorería; reducción de los costes de transacción; y seguimiento y procesamiento de la información.

1.3.2. Clasificación

Si bien pueden existir (y existen de hecho) diferencias entre los países, según sus características y modalidades, podemos distinguir en líneas generales, de acuerdo con la práctica más habitual en la actualidad, que es seguida además por las autoridades europeas, y que mantendremos también en capítulos posteriores de nuestro Manual, dos tipos de intermediarios financieros:¹⁸

16. Vid. F. Zunzunegui (dtor.), *Derecho Bancario y Bursátil*, COLEX, Madrid, 2.^a edición, 2012.

17. Vid. Banco Central Europeo, «La interacción de los intermediarios financieros y su impacto en el análisis monetario», *Boletín Mensual*, enero de 2012, p. 61.

18. *Ibidem*, pp. 62-65. Vid. también, para el caso de España, las Cuentas Financieras de la Economía Española, que elabora nuestro Banco Central.

1. Instituciones Financieras Monetarias (IFM): están constituidas por el Banco Central y otras instituciones financieras monetarias, y se caracterizan porque alguno de sus pasivos (billetes, depósitos, etc.) son pasivos monetarios, es decir, tienen una elevada liquidez, de forma que son, muchos de ellos, aceptados generalmente por el público como medio de pago y, por tanto, son dinero. Así pues, estas instituciones pueden generar recursos financieros, no limitándose por consiguiente a realizar una función de mediación bancaria.

Dentro de las IFMs se incluyen, en concreto, el Banco Central, que es el encargado de ejecutar (y a veces, incluso, definir) la política monetaria nacional; las entidades de crédito residentes, que realizan operaciones activas con particulares, empresas y otras instituciones, para lo cual necesitan captar recursos mediante la generación de depósitos a la vista, a plazo, emisiones de valores, etc., y otras instituciones financieras monetarias residentes, cuyo negocio consiste en recibir depósitos y sustitutivos próximos de depósitos de otras entidades que no sean IFMs, y conceder créditos y hacer inversiones en valores, actuando por cuenta propia, al menos en términos económicos (en España, en esta última categoría se integran los fondos de inversión del mercado monetario).

2. Instituciones Financieras No Monetarias:¹⁹ a diferencia de los anteriores, sus pasivos no son dinero, con lo cual su actividad es más mediadora que la de aquéllos. Dentro de ellas se pueden incluir una gran variedad de instituciones, con características propias para cada país (empresas de seguros, fondos de pensiones, auxiliares financieros,²⁰ instituciones de inversión colectiva, sociedades y fondos de capital riesgo, etc.), como las que recogemos nosotros para el caso de España en nuestros próximos capítulos.²¹

19. En los últimos años han aparecido nuevas figuras dentro de esta categoría en todos los países, lo que ha constituido un paso importante en el proceso de transformación y dinamización al que se asiste actualmente en cualquier sistema financiero, proceso al que nos iremos refiriendo repetidamente, en los capítulos posteriores de este libro, para el caso de España.

20. Dentro de estos auxiliares financieros se incluyen diversos tipos de entidades que tienen en común su labor de facilitar o complementar la operativa de las instituciones financieras propiamente dichas, así como ofrecer distintos tipos de servicios a los agentes económicos relativos a los medios de pago (sociedades de tasación, agencias de calificación, entidades de pago, establecimientos de cambio de divisas, etc.).

21. Señalemos también, no obstante, que modernamente (sobre todo a partir de la crisis financiera iniciada en 2007) se habla también de una «banca en la sombra», que incluiría, según el Consejo de Estabilidad Financiera, a todas las entidades fuera del sistema bancario regulado que llevan a cabo la función bancaria principal, la intermediación crediticia (es decir, captar recursos de los ahorradores y prestarlos a los prestatarios), para lo cual transforman vencimientos (obtienen fondos a corto plazo para invertirlos a largo); alteran la liquidez (usan pasivos muy líquidos, para adquirir activos más difíciles de vender, como los créditos); transfieren riesgos de crédito (toman el riesgo de un deudor en crisis y lo transfieren a otro agente económico); y emplean técnicas de apalancamiento (toman prestado dinero para comprar activos con los que maximizar las ganancias potenciales de su inversión).

Ahora bien, como no están sujetas a la regulación bancaria tradicional, a diferencia de las entidades bancarias en sentido estricto, no pueden financiarse en una emergencia en el Banco Central de un país y no captan depósitos cubiertos por un Fondo de Garantía de Depósitos (están pues «en la sombra»). Se caracterizan también por una falta de información sobre el valor de sus activos; estructuras de gobierno y propiedad opacas; escasa supervisión respecto a la banca tradicional; etc.

Vid., para un mayor detalle, S. Claessens y L. Ratnovski, «What is the shadow banking?», *IMF Working Paper*, febrero de 2014 y, con el mismo título, L. E. Kodres, *Finance and Development*, junio de 2013. Vid. también F. Zunzunegui «Shadow banking, crowdfunding y seguridad jurídica», *Papeles de Economía Española* n.º 146, 2015, pp. 145 y ss., así como el *Informe Annual 2015* del Banco Central Europeo, abril de 2016, pp. 68-70.

1.3.3. Características

A lo largo del presente epígrafe hemos mencionado por otra parte las principales características de los intermediarios que actúan en el sistema financiero, así como también, de forma implícita, los servicios prestados por estas instituciones a los agentes económicos, que resumimos a continuación:²²

A) En primer lugar, la actuación de los intermediarios financieros permite reducir el riesgo de los diferentes activos mediante la diversificación de la cartera. Además, éstos pueden obtener, a largo plazo, un rendimiento de sus carteras superior al obtenido por cualquier agente individual al aprovechar las economías de escala que se derivan de la gestión de las mismas. Estas economías de escala aparecen por tres razones fundamentales:

1. Indivisibilidades: dado el volumen elevado de recursos del que disponen los intermediarios financieros pueden adquirir activos de cualquier valor nominal, circunstancia que puede estar vedada a muchos individuos cuyos recursos sean inferiores a esos nominales mínimos. Por lo tanto, el intermediario financiero puede diversificar más, porque su cartera de activos es mayor.

2. Economías de gestión: en un mercado financiero como el actual, caracterizado por corrientes continuas de información, es necesario obtener los conocimientos más completos, rápidos y fiables sobre la evolución de los mercados, precios, desarrollo futuro de los mismos, etc. Dado el volumen de operaciones de un intermediario financiero, éste puede dedicar mayor cantidad de recursos para acceder a esa información y, además, lo hará de forma más eficiente, puesto que estas instituciones tienen un gran número de profesionales que se dedican a tiempo completo a manejar sus carteras de activos en función de esa información que obtienen.

3. Economías de transacción: se refiere a que las carteras de los individuos no permanecen constantes a lo largo del tiempo, sino que, por el contrario, requieren cambios en sus activos, los cuales suponen costes de transacción (impuestos, derechos y comisiones de mediadores, etc.). Al establecer estos costes normalmente como una cuantía fija, o bien de forma decreciente al valor de la operación, los intermediarios financieros incurren en costes más bajos y obtienen rendimientos más altos que los de un inversor particular.

B) En segundo lugar, la actuación de los intermediarios financieros permite adecuarse a las necesidades de prestamistas y prestatarios. En efecto, mediante, básicamente, la transformación de los plazos de sus operaciones, pueden realizar tal adecuación. Esta transformación significa de manera sencilla que captan recursos a corto plazo, y los ceden a plazos mayores.

No obstante, la transformación del plazo de las operaciones por los intermediarios supone un riesgo para ellos, no reducible a través de la diversificación, y consistente en la posibilidad de que los tipos de interés a corto plazo se eleven,

22. Vid. R. Ferrandier y V. Koën, *Marchés de Capitaux...*, op. cit., pp. 20-22 y F. J. Gabozzi y otros, *Mercados e instituciones...*, op. cit., pp. 20-23.

teniendo que pagar más por los recursos captados a ese período de tiempo que por los prestados a plazo más largo. Para hacer frente a este riesgo, el intermediario establece un diferencial favorable de intereses entre ambos plazos.

C) Por último, los intermediarios financieros realizan la denominada gestión del mecanismo de pagos. Para ello, estas instituciones admiten, entre otros, depósitos en cuenta corriente, cuyos talones acreditativos son utilizados habitualmente como medio de pago y cuentas de ahorro, en las que, como en las anteriores, se abonan y cargan el cobro de nóminas, intereses, alquileres, etc., y el pago de recibos, letras... Así, los intermediarios tienen un papel central en este mecanismo de pagos de la economía a través del abono o el cargo de estos cobros y pagos en esas cuentas de los agentes económicos.

1.4. MERCADOS FINANCIEROS

1.4.1. *Concepto y funciones*

Se entiende por mercado financiero el mecanismo o lugar a través del cual se produce un intercambio de activos financieros y se determinan sus precios.²³ El sistema no exige, en principio, la existencia de un espacio físico concreto en el que se realicen dichos intercambios. El contacto entre los agentes que operan en estos mercados puede establecerse de diversas formas: telefónicamente o por télex, por correo, por ordenador, mediante mecanismos de subasta, etc. También es irrelevante si el precio se determina como consecuencia de una oferta o demanda conocida y puntual para cada tipo de activos. En ocasiones es el emisor el que fija el precio del activo o título que lanza al mercado, de acuerdo con las condiciones generales existentes en el mismo, y es el mercado, con una demanda suficiente o insuficiente para dicho título, el que se encarga de señalar si el precio y demás condiciones de la oferta han sido apropiados.

De la definición antes expuesta se deducen las funciones principales que cumplen los mercados financieros:

a) Poner en contacto a los agentes que intervienen en los mismos, bien se trate de individuos o empresas que participan directamente en el mercado, bien se trate de agentes especializados o intermediarios financieros.

b) Ser un mecanismo apropiado para la fijación del precio de los activos. Esto se produce sobre todo en los mercados de negociación. Para la fijación del precio en los de emisión se toma como referencia la situación del mercado, respecto a los tipos de interés que se forman en el mismo.

23. Vid. J. A. Trujillo y C. Cuervo-Arango, *op. cit.*, p. 62; F. Gutiérrez, «Los mercados financieros españoles: una introducción», *Información Comercial Española*, n.º 748, diciembre de 1995, pp. 9 y ss., y A. Campuzano, F. Conlledo y R. J. Palomo (coords.), *Los mercados financieros*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2.ª edición, 2017.

c) Proporcionar liquidez a los activos, ya que en la medida en que se amplíe y desarrolle el mercado secundario de un activo, se logrará una mayor facilidad para convertirlo en dinero sin pérdida.

d) Reducir los plazos y los costes de intermediación, al ser el cauce adecuado para el rápido contacto entre los agentes que participan en dichos mercados. Además, conviene que los costes de operación (comisiones y corretajes) sean bajos y que los mercados sean *ágiles*, es decir, que sea lo más corto posible el período de tiempo que media desde el momento que la operación se acuerda hasta que queda liquidada totalmente. Por otra parte, cuanto mayor sea el número de participantes en un mercado, menos posibilidades hay de que se puedan manipular los precios.²⁴

Cuanto mejor se cumpla este conjunto de funciones, mayor será la eficiencia de un mercado financiero.

1.4.2. *Características de los mercados financieros*

Según hemos dicho, un mercado financiero será en principio²⁵ tanto más eficiente cuanto mejor cumpla el conjunto de funciones que le corresponden. Ahora bien, esa eficiencia se encuentra en relación directa, en las economías no intervenidas, con la proximidad a lo que se entiende por el mercado ideal de competencia perfecta: es decir, el mercado ha de ser libre, transparente y «perfecto», englobando este último concepto, en un sentido amplio, las otras dos características.

Un mercado perfecto es, en efecto, un mercado en el que existe movilidad perfecta de los factores; los compradores y vendedores conocen todas las ofertas y demandas y demás condiciones del mercado; todos los agentes que lo deseen pueden participar libremente, y los precios se fijan en función de la oferta y la demanda, sin intervenciones ajenas que desvirtúen su libre formación.

En síntesis, podríamos resumir en cinco las características que, cumplidas en su grado máximo, convertirían a un mercado en «perfecto»; éstas son:

- a) Amplitud.
- b) Transparencia.
- c) Libertad.
- d) Profundidad.
- e) Flexibilidad.

Un mercado es tanto más amplio cuanto mayor es el volumen y variedad de activos que en él se intercambian. Ello permite una más rápida estabilización del

24. Dentro de los costes de la intermediación hay que incluir tanto los de búsqueda (que incluyen a su vez costes explícitos, como los derivados por ejemplo de la publicidad para comprar o vender un activo, y costes implícitos, como los resultantes del tiempo y esfuerzo empleado para encontrar contrapartida) como los de información sobre las características de los activos financieros negociados. Vid. F. J. Fabozzi y otros, *Mercados e instituciones...*, *op. cit.*, p. 7.

25. Lo decimos así porque lo matizaremos en un apartado posterior de este capítulo, al ocuparnos de las implicaciones éticas de los sistemas financieros.

precio de los activos, y, por tanto, de los tipos de interés del sistema. Un mercado amplio permite, además, la mejor satisfacción de los deseos de los oferentes y demandantes potenciales, al proporcionar una gama de activos variada y acorde con las necesidades de los mismos.

Un mercado es tanto más transparente cuanto más accesible, mejor y más barata de obtener y procesar resulta la información que pueden lograr los agentes económicos que participan en él.

Es decir, la transparencia en los mercados se refiere a la información que los agentes pueden obtener sobre las condiciones existentes antes de efectuar una negociación y sobre las características de la ya ejecutada. En cuanto a la información previa, la transparencia de prenegociación, hace referencia al acceso de los agentes económicos al libro de órdenes del mercado (es decir, a la información disponible sobre precios y cantidades enviadas al mercado, y de los agentes que las envían); por lo que se refiere a la información posterior, transparencia posnegociación, se refiere a la información sobre las órdenes ejecutadas (precios, cantidades intercambiadas y agentes que las efectúan).²⁶

La transparencia se encuentra, además, en íntima relación con el grado de integración del mercado, esto es, con la ausencia de compartimentos estancos y, por tanto, con la ausencia de fragmentación. El mercado es menos fragmentado y se acerca más al ideal de mercado perfecto cuanto más rápidamente y con menor coste puedan comunicarse entre sí los agentes que participan en el mismo.

La libertad de un mercado financiero viene determinada por la no existencia de limitaciones o barreras para el acceso a él como comprador o vendedor, lo que determina su grado de apertura, por la no existencia de limitaciones para intercambiar activos en la cuantía deseada y por la no injerencia de las autoridades u otros agentes mono u oligopolistas, en la libre formación del precio de intercambio de dichos activos.²⁷

Un mercado es tanto más profundo cuanto mayor es el número de órdenes de compra y venta que existen para cada tipo de activo. Obviamente, esta característica está en relación con la anterior, puesto que la libertad de acceso permite dotar de profundidad a un mercado, al ser mayor el número de agentes e intermediarios que pueden participar en el mismo y, por tanto, mayor el número de órdenes de intercambio de activos. A su vez, la profundidad es contraria a la fragmentación, ya que, en la medida en que los agentes obtengan información rápida y barata sobre el comportamiento de otros agentes, podrán actuar con mayor fluidez y frecuencia para aprovechar las oportunidades de obtención de beneficios, a corto, medio o largo plazo, según la naturaleza de los títulos y las condiciones en que se realice la compra o venta de los mismos.

26. Vid. N. García Santos, «MIFID: un nuevo marco de competencia para los mercados de valores», *Estabilidad Financiera*, n.º 12, Banco de España, 2007, p. 61.

27. Vid. R. Termes, «El sistema financiero en la recuperación de la economía española», *Papeles de Economía Española*, n.º 62, 1995, pp. 248-249.

Finalmente, un mercado es tanto más flexible cuanto más facilidad exista para la rápida reacción de los agentes ante la aparición de cambio en los precios de los activos u otras condiciones del mercado. Esta reacción se traduce en la pronta aparición de nuevos órdenes de compra y venta de activos y requiere la existencia de una gran transparencia y rapidez en el suministro de información sobre las cotizaciones.²⁸

Desde otra perspectiva, los mercados financieros podrían analizarse en función del grado de integración mundial que presenten. En efecto, dado que desde la década de los años noventa se viene asistiendo en las economías mundiales a un proceso de globalización financiera, facilitada por la desregulación y la libertad a los movimientos de capitales, esta circunstancia está condicionando la eficacia y la importancia de los mercados que, lejos de su aislamiento acostumbrado por las tradicionales barreras existentes a su integración, tienen que interrelacionarse con los correspondientes de otros países para lograr el tamaño y la relevancia precisos.

En este sentido, se considera que se ha alcanzado la globalización total de los mercados financieros cuando es posible invertir en cualquier lugar del mundo durante las 24 horas del día y cuando cualquier empresa cotice en la bolsa que desee sin costes ni barreras adicionales. Aplicado a un mercado financiero en concreto, se considera que se encuentra globalizado cuando cumple la mayoría de las siguientes características:²⁹

- No estar sometido a control de cambios.
- Ser un mercado muy líquido, es decir que los activos que en él se negocian han de ser muy comercializables internacionalmente.
- Ser un mercado profundo.
- Ser un mercado amplio.
- Ofrecer una elevada transparencia.
- Poseer una alta interconexión con el resto de los mercados.
- En el caso de mercados organizados centralizados, a los que nos referiremos a continuación, existir una amplia automatización en todas las fases de contratación o al menos en todas menos en la ejecución de la orden.

1.4.3. Clasificación

Establecer una clasificación precisa de los mercados financieros no es tarea fácil, ya que pueden adoptarse diversos puntos de vista para realizarla. En principio, los mercados financieros, en su conjunto, forman el mercado de fondos prestables, pero éste aparece fragmentado de acuerdo con las características de los activos negociados y con las condiciones en que se desenvuelven.

28. Vid. M. L. Peinado (coord.), *Los mercados financieros españoles y la UEM*, Ed. Civitas, Madrid, 1999.

29. Véase M.ª V. Villanueva, *Contagio e interdependencias entre mercados de valores. Mecanismos y evidencias*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Monografía n.º 33, noviembre de 2008, p. 15.

Vamos a realizar, para mayor claridad en la exposición, una clasificación de los mercados financieros con arreglo a diferentes criterios, no incompatibles entre sí, de tal forma que un mismo mercado puede pertenecer simultáneamente a cada una de las categorías de clasificación expuestas a continuación. Es decir, un mercado financiero puede ser a la vez un mercado intermediado, monetario, libre, secundario, organizado y centralizado, por ejemplo.

a) Mercados directos e intermediados

Por su forma de funcionamiento, un mercado es directo cuando los intercambios de activos financieros se realizan directamente entre los demandantes últimos de financiación y los oferentes últimos de los fondos.

El mercado directo es además de búsqueda directa si los agentes, compradores y vendedores, se encargan por sí mismos de buscar su contrapartida, con una información limitada y sin ayuda de agentes especializados, mejores conocedores de las condiciones del mercado. Como ejemplos de este tipo de mercado de búsqueda directa podemos citar las compras y ventas de acciones u otros títulos no cotizados en Bolsa.

En los mercados directos aparecen, a veces, como consecuencia de la existencia de un gran volumen de operaciones, agentes especializados que reciben el nombre de *brokers* (comisionistas) y que ponen en relación a los oferentes y demandantes de activos mediante el cobro de una comisión. La ventaja de estos agentes es que, al ser especialistas en operaciones de los mercados financieros, disponen de mayor y más rápida información sobre los precios a que se están intercambiando los activos y sobre el volumen de órdenes de compra y venta, lo que permite ofrecer a sus clientes, a cambio de una comisión, la posibilidad de realizar operaciones a un coste menor al que tendrían que soportar por el procedimiento de la búsqueda directa.

Mercados intermediados son aquéllos en que al menos uno de los participantes en cada operación de compra o venta de activos es un intermediario financiero. Su presencia es imprescindible para desarrollar los procesos de inversión, especialmente en las empresas medianas y pequeñas, ya que la captación de fondos de forma directa está más al alcance del sector público o de las grandes empresas de reconocida solvencia.

Como ya hemos dicho, el papel de los intermediarios en los mercados financieros es fundamental al llevar a cabo un proceso de transformación de activos. Adquieren los títulos primarios emitidos por las unidades de gasto con déficit y los transforman en títulos indirectos o secundarios, emitidos por ellos mismos, con una serie de características distintas que los hacen más aptos para su aceptación por las unidades de gasto con superávit. Existen, sin embargo, como también hemos señalado ya, intermediarios que no transforman los activos, sino que simplemente compran y venden, manteniendo una cartera propia y contribuyendo con su actuación a la ampliación del mercado. Se denominan *dealers* (mediado-

res) y se caracterizan por tomar posiciones en aquellos activos con los que negocian, a diferencia de los *brokers* que, como hemos visto, se limitan a poner en relación a comprador y vendedor. Su remuneración la obtienen por la diferencia entre los precios de compra y venta de los títulos en que negocian³⁰ y se justifica por el riesgo que asumen al incluir dichos activos en sus carteras y por asegurar la liquidez de los mismos.

Finalmente habrá que considerar en este apartado los mercados de subasta, que vendrían a ser una especie de mercados directos pero con costes de búsqueda prácticamente nulos debido al gran volumen de información a disposición de todos los agentes que intervienen en ellos. Los mercados de subasta son mercados dotados de mecanismos centralizados para la publicación de órdenes de compra y venta y, por tanto, el conocimiento de éstas es por todos los participantes a la vez.³¹ Estos participantes pueden ser agentes privados o públicos, empresas o particulares, intermediarios financieros o no, y acudir al mercado en nombre propio o en representación de un tercero.

El mercado financiero de subasta más característico y tradicional es la Bolsa de Valores, por lo que respecta al mercado de capitales. Otros mercados de subasta típicos son el Mercado Oficial de Divisas y, en España, el Primario de Letras del Tesoro, como mercados monetarios.

b) Mercado monetario y mercado de capitales

Las características fundamentales distintivas de un mercado monetario son el corto plazo, el reducido riesgo y la gran liquidez de los activos que en el mismo se negocian. El corto plazo de maduración de los títulos intermediados suele ser la característica más tradicionalmente utilizada para identificar un mercado monetario. En general, los títulos con plazo de vencimiento igual o inferior al año o año y medio se consideran a corto plazo y a largo si el vencimiento es superior. Pero esta línea divisoria entre el plazo corto y el largo resulta obviamente discutible y no es aceptada por todos. Y así, en el mercado monetario se negocian activos, como los títulos hipotecarios en España, emitidos con un plazo de vencimiento que, a veces, supera los tres e incluso los cinco años. Por ello parece aceptarse que el rasgo más distintivo de los mercados monetarios debe ser la elevada liquidez y reducido riesgo de los títulos objeto de intercambio.

Los títulos que se negocian en los mercados monetarios pueden ser emitidos por el Estado u otros entes públicos, por los intermediarios financieros o por las grandes empresas, siendo la solvencia del emisor la que confiere a los adquirentes un bajo nivel de riesgo por la tenencia de estos activos. A su vez, es la existencia de mercados secundarios activos la que sirve para dotarlos de una gran liqui-

30. Vid. G. Gil, *Sistema financiero español*, Banco de España, 3.ª edición, Madrid, 1984, p. 44.

31. Vid. J. A. Trujillo y C. Cuervo-Arango, *El sistema financiero español*, op. cit., p. 76.

dez, lo que hace que se les considere como buenos sustitutivos del dinero (cuasi-dinero).

De acuerdo con la definición tradicional dada por la OCDE «el mercado de capitales comprende las operaciones de colocación y financiación a largo plazo y las instituciones que efectúan principalmente estas operaciones».³² Dentro del mercado de capitales podemos hablar pues de dos mercados: el mercado de valores y el mercado de crédito a largo plazo.

Así pues, y aunque según hemos dicho, a veces se negocian títulos con vencimiento a medio plazo en los mercados monetarios, el largo plazo de los que son objeto de transacción en el mercado de capitales es su rasgo más característico.

El desarrollo del mercado de capitales es fundamental para la realización de los procesos de inversión, ya que éstos requieren la existencia de recursos financieros a largo plazo. Por lo tanto, los mercados de capitales, en sus modalidades de mercado de valores y mercado de crédito a largo plazo, constituyen la vía principal a través de la cual se canalizan los recursos financieros desde el sector de las familias al de las empresas, es decir, desde los ahorradores hacia los inversores.

A su vez los mercados de valores se dividen entre mercados de renta fija y mercados de renta variable. En los primeros se emiten y negocian títulos que se remuneran con un tipo de interés nominal constante, fijado en el título al ser emitido. Estos títulos pueden ser emitidos por el Estado u otros organismos públicos (Deuda Pública) o por las empresas privadas o públicas financieras o no (obligaciones, bonos, etc.). A su vez, los títulos de renta variable no tienen un tipo de interés fijo sobre el nominal, y su rentabilidad depende generalmente de la existencia o no de beneficios (y su reparto) por parte de la entidad emisora, sea ésta una empresa financiera o no financiera.³³

c) Mercados libres y mercados intervenidos

Esta clasificación responde, en general, al grado de intervención de las autoridades en los mismos, con finalidades diversas. En los mercados libres el volumen de activos intercambiados y su precio se fija solamente como consecuencia del libre juego de la oferta y la demanda.

En los mercados intervenidos, por el contrario, se altera administrativamente el precio o la cantidad de los títulos negociados y, por tanto, la financiación concedida a través de los mismos. A la financiación obtenida en estos mercados se la denomina «financiación privilegiada». En cuanto a las formas de intervención de las autoridades, son muy variadas: por ejemplo, las limitaciones en los tipos de interés, máximos, mínimos o únicos o la obligación de los inter-

32. OCDE. Comité des Transactions Invisibles: *Études sur les marchés de capitaux. Rapport général*, París, 1967, p. 145.

33. Decimos generalmente porque a veces (y cada vez más), como comprobaremos más adelante, se emiten pagarés, bonos, etc., a tipo de interés variable. Vid. sobre todo nuestros capítulos 8 y 9.

mediarios de cumplir ciertos coeficientes de inversión, que les fuerzan a la adquisición de determinados activos financieros.

d) Mercados primarios y secundarios

Mercados primarios son aquéllos en los que los activos financieros intercambiados son de nueva creación. Esto significa que un título sólo puede ser objeto de negociación una vez en un mercado primario, en el momento de su emisión.

En los mercados secundarios se comercia con los activos financieros ya existentes, cambiando la titularidad de los mismos; pero para ser comprados y vendidos en mercados secundarios los títulos han de ser negociables legalmente, facultad de la que sólo disfrutaban algunos activos financieros.

Por ejemplo: una ampliación de capital de una empresa emitiendo acciones y vendiéndolas por su valor nominal constituiría un mercado primario. La posterior venta de estas acciones por su titular en Bolsa a otro comprador se realizaría en el mercado secundario.

Obviamente, el mercado secundario no supone la existencia de nueva financiación, pero ello no significa que carezcan de importancia, ya que permite la circulación de activos entre los agentes y la diversificación de su cartera, contribuyendo por ello al fomento del ahorro de la colectividad.³⁴

e) Mercados regulados y no regulados

Esta diferenciación surge a partir de la Directiva de Servicios de Inversión de la UE (1993), actualizada por la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MIFID), de 2004,³⁵ que define a los mercados regulados como todos aquéllos en los que se negocien ciertos instrumentos financieros (valores negociables, participaciones en organismos de inversión colectiva, instrumentos de mercado monetario, futuros, etc.), de funcionamiento regular, cuyas condiciones de acceso y de operativa están fijadas por las autoridades competentes y que cumplen unos requisitos mínimos sobre concentración, transparencia y obligaciones de información a las autoridades.

Clase ésta de mercados financieros que obviamente se opondría, no a los mercados libres que antes caracterizamos sino a la de mercados no regulados.

34. J. López Pascual y J. Rojo, en su libro *Los mercados de valores. Organización y funcionamiento*, Ed. Pirámide, Madrid, 2004, p. 31, distinguen en este sentido entre *mercado primario* (en el que se vende por primera vez la emisión de un activo financiero), *mercado secundario* (donde se cotiza la emisión en sucesivas ocasiones posteriores a su emisión) y *mercado gris* (en el que la emisión del activo se cotiza, se compra y vende, antes de comenzar el período de oferta pública). A este último hacemos referencia en nuestro capítulo 8, al referirnos al mercado de deuda pública anotada.

35. Reformada a su vez por la MIFID 2, de abril de 2014, Directiva de la UE 65 de ese año, sobre los mercados de instrumentos financieros.

Un ejemplo típico de mercado regulado es la Bolsa, donde se negocian títulos de renta fija y de renta variable y otros instrumentos financieros de menor importancia relativa. Las transacciones se llevan a cabo con la intervención de agentes oficiales o intermediarios autorizados y existen unas reglas precisas respecto a la forma de llevar a cabo los intercambios, fijar las cotizaciones, inscribir los títulos, etc. Otros mercados regulados en España serían el mercado de renta fija (AIAF) y los mercados de opciones y de futuros financieros (MEFF), a los que nos referiremos más adelante.

Frente a los mercados regulados se encuentran los no regulados. Ambos coinciden en que constituyen sistemas de negociación en el que se ponen en contacto compradores y vendedores para la realización de transacciones financieras, pero se diferencian en varios aspectos: en primer lugar, los mercados regulados son autorizados por las autoridades competentes; en segundo, en los mercados regulados se negocian instrumentos financieros que tienen admitidos según sus normas; en tercero, en ellos la operativa se lleva a cabo obligatoriamente por un gestor del mercado.

Así pues, en términos generales, un mercado no regulado es aquél en que, sin sometimiento a una reglamentación estricta, se intercambian activos directamente entre agentes o intermediarios sin necesidad de definir el sitio donde tiene lugar (o el sistema a través del cual se materializa) la transacción, ya que éste puede ser la oficina del agente o intermediario o cualquier otro lugar o sistema. Las condiciones de precio y cantidad las fijan, libremente, las partes y no se precisa la intervención de un agente mediador, aunque ésta pueda existir, no siendo necesariamente un gestor del mercado.

f) Mercados nacionales e internacionales

Los criterios que habitualmente se siguen, desde una perspectiva geográfica, para determinar si una operación se desarrolla dentro de un mercado nacional o en un mercado internacional son dos: la moneda con la que se opera y el lugar de residencia del agente que interviene en la operación respecto al mercado en el que se ejecuta la misma.

Así, de acuerdo con este criterio, los mercados financieros se clasifican en nacionales e internacionales.

Los mercados financieros nacionales o domésticos son aquéllos en los que la moneda en la que están denominados los activos y la residencia de los agentes participantes en ellos es la nacional.

Por su parte, se consideran mercados internacionales aquéllos en los que o bien la moneda en la que se opera no es la nacional, o, al menos, uno de los agentes que interviene en la operación es un no residente. Dentro de esta categoría se pueden delimitar, a su vez, tres tipos de mercados: mercados o segmento financiero extranjero, cuando se opera en moneda nacional, pero o bien la oferta o bien la demanda de activos se lleva a cabo por un agente no

residente; euromercados o segmento externo, cuando la oferta y la demanda de los activos se hace por no residentes respecto al lugar donde se lleva a cabo y en una moneda distinta a la del país en la que se opera; y mercados de divisas.

Por tanto, si se toma únicamente como referencia la moneda en la que se realizan las transacciones, tanto el mercado doméstico, como el mercado o segmento financiero extranjero, constituyen el mercado interno del país, también denominado *on-shore*, diferenciándose entre ambos en la participación o no de algún agente no residente en las operaciones desarrolladas. En caso contrario, se trata de un mercado *off-shore*.

Los mercados internacionales han conocido un importante desarrollo en las últimas décadas por varias razones:³⁶ *a)* la regulación e intervencionismo de muchos mercados nacionales en las décadas cincuenta y sesenta del siglo XX, que permitió que los mercados internacionales crecieran significativamente, de forma que cuando ese intervencionismo remitió, han mantenido su espacio operativo; *b)* los procesos de liberalización de las operaciones en moneda extranjera en la mayoría de los países, generalizándose las realizadas entre residentes y no residentes y en diferentes monedas; *c)* el desarrollo de las telecomunicaciones, que han permitido operar en diferentes mercados en tiempo real y a coste reducido, facilitado porque no hay necesidad de que se realice la transmisión material de los títulos, que se depositan cerca del lugar del comercio, realizándose la transferencia y su registro por cualquier medio moderno, como télex, ordenador, teleproceso, etc.; *d)* la multinacionalización de los agentes que intervienen en los mercados; *e)* los procesos de innovación financiera, que son muy acusados en estos mercados; *f)* las facilidades que otorgan para operar con discreción y con unas mínimas cargas fiscales, lo que ha favorecido la aparición y el desarrollo de paraísos fiscales; *g)* la existencia de contratos-tipo para la negociación de la mayoría de los títulos, que no precisan, por tanto, el control personal de vendedores y compradores; *h)* la proximidad de estos mercados a las principales instituciones financieras que pueden suministrar, en caso necesario, una financiación inmediata suficientemente amplia y muy especializada, lo que facilita las transacciones.

g) Clasificación según otros criterios

Podemos añadir a los criterios ya considerados otros adicionales,³⁷ también usados con frecuencia en la práctica, que nos permitirían distinguir, por ejemplo,

36. Vid. A. Martínez, *Mercados financieros internacionales*, Civitas, Madrid, 2000, pp. 174-196, P. García Estevez y L. T. Díez de Castro, *Mercados financieros internacionales*, Delta, Madrid, 2009 y J. J. Durán y F. Gallardo, *Finanzas internacionales para la empresa*, Pirámide, Madrid, 2013.

37. Vid. M. Pellicer, «Mercados financieros organizados», Banco de España, *Estudios Económicos*, n.º 50, 1992, pp. 15-17 y F. J. Fabozzi y otros, *Mercados e instituciones...*, *op. cit.*, pp. 7-10. Vid. también A. Grandío (coord.), *Mercados financieros*, Ed. McGraw-Hill, Madrid, 1997 y F. Mochón y R. Isidro, *Diccionario de términos financieros*, McGraw-Hill, 3.ª edición, Madrid, 2006.

según su negociabilidad, entre mercados de valores, que son negociables, y mercados crediticios, que no lo son.

O según las operaciones en ellos realizadas, criterio que nos permite hablar de mercados al contado o *spot* y mercados derivados, en los que se negocian, respectivamente, operaciones al contado (con entrega inmediata del activo financiero negociable) y a plazo, pudiendo dividir estas últimas en «a medida» (con las condiciones libremente pactadas por las partes) o «normalizadas» (con unas determinadas condiciones y/o características).

E incluso, de acuerdo con su estructura organizativa, podríamos distinguir entre mercados de mostrador, mercados de subasta y mercados intermediados.

1.5. FUNCIONES DE UN SISTEMA FINANCIERO

Existe un acuerdo, más o menos generalizado, en señalar que una primera función esencial de todo sistema financiero consiste en *garantizar una eficaz asignación de los recursos financieros*. Esto significa que el sistema financiero ha de proporcionar al sistema económico los recursos financieros que éste precisa, apropiados no sólo en su volumen o cuantía, sino también en su naturaleza, plazos y costes.

Una segunda función básica que se considera debe cumplir el sistema financiero es la de *contribuir al logro de la estabilidad monetaria y financiera, y permitir, a través de su estructura, el desarrollo de una política monetaria activa por parte de la autoridad monetaria*, entendiendo por estabilidad ausencia de crisis importantes en los diversos grupos institucionales integrantes del sistema (banca privada, cajas de ahorro, compañías aseguradoras, etc.), así como consecución de una evolución estable de las principales macromagnitudes monetarias y financieras.³⁸

Y la tercera función esencial de todo sistema financiero, como ya vimos al definirlo, es *fomentar el ahorro y la inversión productiva*, motores del crecimiento económico.

La medida en que se cumplan estas tres funciones será una muestra de la eficacia del sistema financiero, si bien es preciso señalar que, a veces, y ante una determinada estructura del mismo, el grado de prioridad asignado por las autoridades al cumplimiento de una función puede condicionar, al menos a corto plazo, el desempeño de las otras.

38. La estabilidad financiera se apoya en tres elementos básicos: una infraestructura económica adecuada, un entorno macroeconómico estable y, de especial importancia desde nuestro punto de vista en este Manual, un sistema financiero sólido (de elevada capitalización y con mecanismos eficientes de gestión de riesgos) con una adecuada supervisión, que no sea en sí mismo una fuente de perturbaciones y que resista bien las posibles crisis. Vid. J. Caruana, «La supervisión bancaria en la Unión Europea», *Papeles de Economía Española*, n.º 84-85, 2000, p. 34. Vid. también J. M. Roldán, «La supervisión bancaria: nuevos enfoques para viejos problemas», *Economistas*, n.º 87, abril de 2001, pp. 145-150.

1.5.1. *Criterios de medida del cumplimiento de sus funciones*

En la práctica, sin embargo, existen dificultades para evaluar inequívocamente el grado de *eficacia de un sistema financiero*, pero, en este sentido, se vienen utilizando conceptos tales como su *dimensión absoluta y relativa*, su *elasticidad y fluidez* o su *libertad*, como elementos determinantes de dicha eficacia, conceptos en los que vamos a profundizar a continuación.³⁹

Una primera forma de aproximación para determinar la eficacia de un sistema financiero la constituye, en efecto, su dimensión absoluta, medida por el volumen total de recursos financieros canalizados a través de él.

No cabe duda que este volumen es un primer condicionante para esa eficacia, pero, también, no necesariamente un sistema financiero mayor tiene que ser más eficaz que otro más reducido, aunque en principio su mayor dimensión permita disminuir los costes de intermediación.

Un segundo criterio para determinar esa eficacia sería la dimensión relativa del sistema financiero, medida a partir del volumen de recursos canalizados a través de él, relacionado con las grandes magnitudes de la economía nacional: Producto Nacional Bruto, Ahorro Nacional, Inversión, etc. Este criterio es considerado más adecuado que el anterior, al medir más precisamente las posibilidades de movilizar el ahorro disponible, al conectar el tamaño del sistema financiero con el de la economía real y al facilitar las comparaciones internacionales.

Los criterios anteriores, basados en aspectos cuantitativos, se consideran sin embargo menos apropiados para medir la eficacia de un sistema financiero que otros basados en aspectos cualitativos. Y así, se vienen utilizando conceptos tales como la fluidez y elasticidad del sistema, que tienen el inconveniente fundamental de ser difíciles de definir, pero que exigen para alcanzar esa mayor eficacia, que el sistema financiero cuente con una gran diversidad de instituciones, que no haya compartimentos estancos entre ellas, y sí una participación efectiva de las mismas y, por último, que haya una gran diversidad de activos financieros disponibles.

Dentro de estos criterios cualitativos hemos de incluir también el de la libertad. Se destaca en este sentido que en las economías más desarrolladas, donde se reconoce el principio básico de que la asignación óptima puede lograrse a través del libre juego de los mecanismos de mercado, es preciso que se cumpla un conjunto de reglas en cuanto a las peculiaridades del sistema financiero, tanto en su estructura dinámica como en su funcionamiento, reglas que se refieren a dicha libertad y que se concretan en las tres siguientes:

1. Libertad de precios y cantidad: esta libertad, característica de un sistema de competencia perfecta, se debe no obstante matizar dentro de un sistema financiero, puesto que parece recomendable en él un cierto tipo de intervención por

39. Vid. A. Fernández Díaz y otros, *Política Monetaria, op. cit.*, pp. 164-166.

parte de las autoridades monetarias para garantizar la función básica que este sistema cumple. A diferencia de la economía de competencia perfecta, no parece que en un sistema financiero una cierta intervención a nivel macroeconómico sobre el precio o la cantidad de dinero (por sus importantes efectos sobre la inflación, el paro, etc.) perjudique el mecanismo de funcionamiento.

2. Libertad de operaciones: es también característico de un sistema financiero, así como de un mercado de competencia perfecta con amplias dosis de libertad, la facilidad para realizar todo tipo de operaciones tanto para oferentes como para demandantes. En este sentido, las autoridades monetarias no deben compartimentar el mercado, determinando, a nivel institucional, las funciones a realizar por las diversas entidades, sino que deben ser ellas mismas, vocacionalmente, las que deben acceder a las distintas operaciones y, en su caso, especializarse en alguna de ellas. Lo que no es óbice para que dichas autoridades exijan distintos niveles de garantías (recursos propios) para acceder a distintas operaciones o prohíban o limiten dicho acceso en función de la naturaleza de las mismas (captación de depósitos u operaciones de seguros, por ejemplo).

3. Libertad de entrada y salida: este punto está referido a la facilidad de acceso de las entidades al sistema financiero. Sin embargo, no parece tampoco que el establecimiento de ciertas garantías de solvencia para el acceso perturbe dicha libertad, dado el fin primordial que persiguen las instituciones, que es el de administrar los recursos ajenos, propiedad de los ahorradores. Ahora bien, si son superadas esas garantías no deben existir trabas para el establecimiento, sin perjuicio del control adecuado y periódico realizado por la autoridad monetaria.

Así pues, aunque se reconozca que el mercado es el mejor sistema para lograr una mayor eficiencia en el desarrollo de las funciones del sistema financiero, eso no implica renunciar al necesario control que deben ejercer las autoridades financieras, tanto para vigilar que se cumplen las reglas de funcionamiento, como para lograr que el servicio realizado por el sistema financiero a la colectividad se desempeñe con la máxima eficacia y con un coste mínimo tanto en términos monetarios de intermediación, como en términos de riesgo para los usuarios de dicho servicio.⁴⁰

Por otra parte, el cumplimiento de las reglas señaladas no significa la adhesión incondicional a principios de carácter absoluto. Existen otros objetivos de la política económica, tales como la estabilidad de precios, o el crecimiento económico, a los que las autoridades no pueden renunciar, que hacen necesario, a veces, intervenir en los mercados financieros tratando de controlar el precio o la cantidad de dinero, las operaciones llevadas a cabo por las distintas instituciones y/o el acceso a dichos mercados.⁴¹

40. Vid. J. A. Parejo Gámir, «Hacia un nuevo enfoque de la política financiera», *Actualidad Financiera*, n.º 12, 1995, pp. 343 y ss.

41.-Para un análisis actualizado de los límites a la liberalización financiera y de la necesidad de la regulación financiera, vid. A. Calvo «Política microprudencial y de reforma estructural en el sector financiero», en

Cuando cumple adecuadamente sus funciones, un sistema financiero no se limita a servir de canal de los recursos financieros entre ahorradores e inversores, sino que contribuye, con su propia estructura, y a través del proceso de innovación financiera, desarrollado por sus instituciones y por la diversificación de sus activos, a generar un mayor volumen de ahorro y a que los recursos así captados puedan dedicarse a la financiación de actividades productivas, de acuerdo con los deseos diferentes de los potenciales inversores. Diversos estudios teóricos y empíricos se han ocupado de este papel crucial desempeñado por el sistema financiero, mostrando cómo el desarrollo económico de los distintos países viene acompañado por un desarrollo paralelo de su sistema financiero, y cómo éste, a medida que se hace más complejo, tiene una misión más estratégica en los procesos de ahorro e inversión,⁴² contribuyendo así a su tercera función, antes destacada del fomento de ambos.

Prescindiendo del papel desempeñado por la inversión pública, que puede resultar trascendental en la formación de capital social y en la cobertura de las deficiencias de la inversión privada, y no desconociendo el papel fundamental de la propia autofinanciación empresarial en los procesos de acumulación de capital en el sector privado, no cabe duda que el flujo principal de recursos destinados a la inversión productiva, en los países de economía de mercado, tiene lugar a través del conjunto de instituciones que componen su sistema financiero.⁴³

El mayor y mejor cumplimiento de las funciones de un sistema financiero está condicionado por su grado de desarrollo, y por su propia estructura, las cuales a su vez han sido determinadas por factores de tipo histórico e institucional, por lo que en ocasiones, y como ha sucedido en España en los últimos años, las autoridades económicas han de llevar a cabo vigorosos procesos de reforma⁴⁴ para tratar de conseguir que el sistema financiero cumpla finalmente lo que ha de constituir su principal objetivo: ser el instrumento de transformación, con la máxima eficiencia, de los recursos financieros, procedentes del ahorro, en inversión productiva, generadora de desarrollo y bienestar para la colectividad.⁴⁵

A. García Reche y A. Sánchez-Andrés (coords.), *Políticas económicas estructurales y de competitividad*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2015, pp. 142-145; y J. I. Peña «Regulación bancaria y crecimiento económico», *Revista Economistas*, n.º 146-147, mayo 2016, pp. 57-65, para un resumen del debate sobre el impacto económico de la regulación bancaria.

42. Vid. ya a este respecto la obra tradicional de R. Goldsmith, *Financial Structure and Development*, Yale University Press, 1969.

43.-Vid. La Exposición de Motivos de la Ley 10//2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades de crédito.

44. Vid. J. A. Parejo Gámir, A. Calvo y J. Paúl, *La política económica de reformas estructurales*, Ceura, Madrid, 1995, cap. 4, para un análisis tradicional de la política de reforma estructural en el sistema financiero.

45. Vid. I. Gallastegui, «Relaciones entre economía financiera y economía real. Algunas reflexiones», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 58, 1996, p. 19. Vid. también sobre este tema S. Carbó, «Regulación y financiación a la economía real», *Papeles de Economía Española*, n.º 65, 1995, pp. 107 y ss.; A. Torrero, «Relaciones entre el sector real y el financiero», en M. L. Peinado, *Los mercados financieros españoles y la UEM*, *op. cit.*, pp. 113-134; F. Pampillón, «Consideraciones sobre la estructura financiera: una aproximación al sistema financiero español», *Papeles de Economía Española*, n.º 84-85, 2000, pp. 46 y ss.; y P. M. Sasia y C. de la Cruz, *Banca ética y ciudadanía*, Ed. Trotta, Madrid, 2008.