Introducción a la gestión patrimonial

Jordi Andreu Corbatón (Coord.)
Sebastián Cano Berlanga
Xema Cardona Tomás



PIRÁMIDE

Introducción a la gestión patrimonial

JORDI ANDREU CORBATÓN (Coord.)
SEBASTIÁN CANO BERLANGA
PROFESORES DE LA UNIVERSIDAD ROVIRA Y VIRGILI (URV)
XEMA CARDONA TOMÁS
ECONOMISTA

Introducción a la gestión patrimonial

EDICIONES PIRÁMIDE

COLECCIÓN «ECONOMÍA Y EMPRESA»

Edición en versión digital

Está prohibida la reproducción total o parcial de este libro electrónico, su transmisión, su descarga, su descompilación, su tratamiento informático, su almacenamiento o introducción en cualquier sistema de repositorio y recuperación, en cualquier forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, conocido o por inventar, sin el permiso expreso escrito de los titulares del copyright.

© Jordi Andreu Corbatón (Coord.), Sebastián Cano Berlanga y Xema Cardona Tomás, 2014
© Primera edición electrónica publicada por Ediciones Pirámide (Grupo Anaya, S. A.), 2014
Para cualquier información pueden dirigirse a piramide_legal@anaya.es
Juan Ignacio Luca de Tena, 15. 28027 Madrid
Teléfono: 91 393 89 89
www.edicionespiramide.es
ISBN digital: 978-84-368-3025-5

Bendice a quienes ponen piedras
en el camino, les debes haber
aprendido a saltarlas.

Índice

Prólogo 13

1. Introducción a la gestión de patrimonios. Conceptos básicos 15

1.1. Gestión de patrimonios 17
1.2. Inversión 20
1.2.1. Inversión: un punto de vista macroeconómico 21
1.2.2. Inversión: un punto de vista microeconómico 22
1.3. Activos de inversión 25
1.4. Sistema económico y financiero 33
1.4.1. Estructura y funciones de un sistema financiero 33
1.4.2. Agentes inversores 37
1.4.3. Mercado financiero 39
1.4.4. Activos financieros 43
1.5. Proceso de gestión patrimonial y construcción de carteras 47
1.5.1. Cartera de inversión: definición y objetivos 47
1.5.2. Fases de construcción de una cartera de inversión 49
1.5.3. El binomio rentabilidad-riesgo (y la liquidez) 60
1.6. Rentabilidad 67
1.6.1. Cálculo de la rentabilidad 71
1.7. Riesgo 76
1.7.1. Fuentes de riesgo 77
1.7.2. Clasificando los activos de inversión por riesgo 84
1.7.3. Introducción a las medidas de riesgo 89
1.7.4. Las medidas de *performance (performance measures)* 93
1.8. Diversificación 97
1.8.1. Introducción a la idea de diversificación 97
1.8.2. Desarrollo estadístico 98
Casos prácticos resueltos 103
Casos prácticos propuestos 108

© Ediciones Pirámide

Evalúe sus conocimientos 114
Glosario 118
Bibliografía 120

2. Eficiencia y gestión pasiva de carteras 123

2.1. Eficiencia e hipótesis del mercado eficiente 125
2.2. Indexación económica y financiera 129
2.2.1. Historia y bases de la indexación 129
2.2.2. Copiando el mercado. Introducción a las metodologías de construcción y ponderación de índices de mercado 136
2.3. La necesidad de gestionar carteras de inversión 138
2.3.1. Críticas a los conceptos tradicionales 138
2.3.2. Anomalías 140
2.3.3. Modelos de gestión de carteras en mercados eficientes e ineficientes 142
2.4. El modelo de Markowitz 153
2.4.1. Consideraciones previas 154
2.4.2. El modelo de Markowitz: hipótesis 156
2.4.3. Etapas en el modelo Markowitz 157
2.4.4. Comentarios finales sobre el modelo de Markowitz 167
2.5. El modelo de Tobin 167
2.5.1. Introducción 168
2.5.2. El teorema de separación de Tobin 168
2.5.3. El modelo de Tobin 169
2.5.4. Comentarios finales sobre el modelo de Tobin 174
2.6. El modelo de Sharpe y el CAPM 174
2.6.1. Consideraciones previas 175
2.6.2. El modelo diagonal de Sharpe 176
2.6.3. Desarrollo del modelo 178
2.6.4. Estimación econométrica del modelo 180
2.6.5. Conclusiones del modelo diagonal de Sharpe 186
2.6.6. Introducción al CAPM (Capital Asset Pricing Model) 186
2.6.7. Hipótesis básicas del CAPM 187
2.6.8. Desarrollo del CAPM 188
2.6.8.1. Línea característica o *Characteristic Line* 188
2.6.8.2. Línea del mercado de capitales o *Capital Market Line* 189
2.6.8.3. Línea del mercado de valores o *Security Market Line* 192
2.6.9. Aplicaciones prácticas del CAPM 194
2.6.10. Consideraciones finales del CAPM 196
2.6.10.1. El modelo APT 197
2.6.10.2. Modelos alternativos 199
Evalúe sus conocimientos 200
Glosario 206
Bibliografía 207

© Ediciones Pirámide

3. Análisis fundamental 211

3.1. Introducción 213
3.2. Discusión terminológica y objetivos del análisis financiero clásico 215
3.3. Fases en el análisis financiero clásico 216
3.4. Aproximaciones básicas del análisis financiero clásico 217
3.5. Fuentes de información financiera 219
3.6. Ciclos e indicadores económicos 222
3.6.1. Ciclos económicos y precios de activos de inversión 222
3.6.2. Indicadores económicos 226
3.7. Herramientas básicas del análisis financiero clásico 236
3.7.1. Introducción 236
3.7.2. Herramientas de análisis de la rentabilidad 241
3.7.3. Herramientas de análisis de la solvencia 244
3.7.4. Herramientas de análisis de la liquidez 248
3.7.5. Ratios bursátiles 250
3.7.6. Interpretación conjunta de ratios 255
3.8. Valoración de empresas 256
Casos prácticos resueltos 260
Casos prácticos propuestos 264
Evalúe sus conocimientos 271
Glosario 275
Bibliografía 276

4. Análisis técnico bursátil (ATB) 277

4.1. Fundamentos del análisis técnico bursátil 279
4.2. La teoría de Dow 281
4.3. Construcción de gráficos 285
4.3.1. Introducción a la construcción de gráficos 285
4.3.2. Eje horizontal y vertical en gráficos de ATB 289
4.4. Conceptos básicos de análisis técnico bursátil 292
4.4.1. Tendencia 292
4.4.2. Ampliación del concepto de tendencia 294
4.4.3. Soportes y resistencias 299
4.4.4. Patrones de continuación de tendencia 301
4.4.5. Patrones de cambio de tendencia 307
4.4.6. Fiabilidad de los patrones 316
4.4.7. Volumen 318
4.4.8. Medias móviles 318
4.4.9. Osciladores 321
4.4.9.1. Momentum 322
4.4.9.2. RSI (Relative Strength Index) 323
4.4.9.3. Otros indicadores y osciladores 324
4.5. Herramientas de gestión del riesgo y *Money Management* 325
4.5.1. Diversificación 325

© Ediciones Pirámide

4.5.2. *Stop Loss* y *Stop Profit* ... 327
4.5.3. La regla de la moneda ... 328
4.5.4. Piramidación ... 331
4.5.5. *Money Management* o gestión monetaria ... 331
Casos prácticos resueltos ... 336
Casos prácticos propuestos ... 338
Evalúe sus conocimientos ... 350
Glosario ... 355
Bibliografía ... 356

Epílogo ... 357

Anexo ... 361

A.1. Nociones básicas de estadística descriptiva ... 361
A.2. Estadística descriptiva con una variable ... 366
A.3. Estadística descriptiva con dos variables ... 374
A.4. Modelo de regresión lineal simple ... 377
A.5. Números índice y tasas de variación ... 380
A.5.1. Números índice simples ... 380
A.5.1.1. Índices de precios y de cantidades ... 380
A.5.2. Números índice complejos ... 381
A.5.3. Operaciones con los índices ... 382
A.5.3.1 Cambio de base ... 382
A.5.3.2. Deflactacción ... 382
A.5.4. Tasas de variación ... 382
A.6. Variables aleatorias ... 383
A.6.1. Definiciones ... 383
A.6.2. Análisis inicial de variables aleatorias (V.A.) ... 384
A.6.2.1. Variable aleatoria discreta ... 384
A.6.2.2. Variable aleatoria continua ... 385
A.6.3. Operaciones con variables aleatorias ... 385
A.6.3.1. Esperanza de una variable aleatoria ... 385
A.6.3.2. Varianza de una variable aleatoria ... 385
A.6.3.3. Desviación típica o estándar de una variable aleatoria ... 386
A.6.3.4. Tipificación de una variable aleatoria ... 386
A.6.4. Modelos de distribución de probabilidad ... 387
A.7. Nociones básicas de matemática financiera ... 391
A.7.1. Conceptos fundamentales ... 391
A.7.1.1. Capital financiero ... 391
A.7.1.2. Homogeneización de flujos ... 391
A.7.1.3. Descuento ... 391
A.7.1.4. Capitalización ... 391
A.7.1.5. Factor financiero ... 391
A.7.2. Regímenes financieros ... 392
A.7.3. Rentas financieras ... 393
A.7.4. TAE ... 396

© Ediciones Pirámide

Prólogo

En bastantes momentos de su vida muchas personas se hacen la siguiente pregunta: ¿qué hago con mi dinero?

La mayoría opta por «gestionarlo por su cuenta», es decir, determinar ellos mismos qué activos, inversiones o posibilidades de financiación son más convenientes. Muchas personas no cuentan con la formación financiera necesaria para tomar estas decisiones en igualdad de condiciones con aquellos que las suelen proponer (empleados de bancos, asesores, gestores patrimoniales, *brokers,* etc.). Este libro pone a su disposición las bases (teóricas y prácticas) y los conceptos esenciales para realizar una gestión patrimonial sensata.

Los lectores sin formación financiera encontrarán en este manual las herramientas necesarias para enfrentarse a sus decisiones relacionadas con el dinero. El primer capítulo presenta los conceptos y herramientas necesarias para tomar decisiones de inversión adecuadas. Empezando con ejemplos sencillos que relacionan el mundo financiero con conocimientos y casos de la vida real, la complejidad va creciendo a medida que se avanza en la lectura y se adquieren las bases conceptuales de la gestión patrimonial. El lector entenderá la idea clave que se esconde detrás de una técnica o instrumento financiero y aprenderá a utilizar, a lo largo del libro, el sentido común, pues al final, la gestión patrimonial y la inversión no dejan de ser eso: sentido común.

Muchas personas deciden que, dada la aparente complejidad del mundo financiero, sea un «gestor profesional» quien se encargue de asesorarle en la toma de decisiones financieras. Las palabras «experto», «gurú», «asesor financiero», «gestor financiero», «gestor patrimonial», etc., seguro que le son familiares. El primer paso para seleccionar un buen «gestor» es huir de todo aquel que nos prometa grandes rentabilidades y grandes beneficios: el mundo de la inversión no es un casino en el que la gente se vuelve rica de la noche a la mañana. Deberemos buscar a alguien que desde su conocimiento, sensatez y experiencia, asesore y oriente en la toma de decisiones financieras, explicando bien las rentabilidades

© Ediciones Pirámide

que se pueden obtener razonablemente y también los riesgos que se corren en cada decisión.

Este libro recopila de forma sencilla y amena, utilizando mucho material gráfico, los conceptos, herramientas y teorías que son la base teórica para exámenes profesionales. Empezando por los conceptos básicos y las ideas clave de la gestión patrimonial (capítulo 1), se hace una reflexión sobre la gestión pasiva y activa (tema 2), para pasar a presentar las teorías que justifican la gestión pasiva y las herramientas más comunes en la gestión activa, es decir, el análisis fundamental (capítulo 3) y el análisis técnico (capítulo 4). Finalmente, en el anexo se muestran de forma gráfica y resumida varias herramientas de matemática financiera y estadística.

Dr. Pablo Fernández López
Cátedra PricewaterhouseCoopers de Finanzas. IESE

© Ediciones Pirámide

1 Introducción a la gestión de patrimonios: conceptos básicos

Jordi Andreu

Cualquier persona o institución se encontrará, a lo largo de su vida, con la necesidad de tomar decisiones financieras que afecten a su patrimonio, ya sea personal o corporativo. Esta necesidad se acaba traduciendo en tareas como realizar inversiones en activos financieros y no financieros, contratar seguros y coberturas de riesgos, firmar préstamos, organizar la sucesión en la dirección de una empresa o planificar la tributación fiscal. En las siguientes páginas pretendemos definir conceptos esenciales para entender el conjunto de servicios que reciben el nombre de gestión o administración de patrimonios. Empezando por un marco conceptual amplio, enfocaremos con cuidado hacia conceptos como la inversión, el mercado, los activos que pueden ser objeto de inversión, la rentabilidad, el riesgo o la diversificación.

OBJETIVOS GLOBALES

En este tema usted debería:

- Entender los objetivos de la gestión patrimonial y su marco de referencia.
- Aprender los elementos clave en la práctica de la gestión de patrimonios y en la asesoría de inversiones.
- Familiarizarse con los conceptos de inversión, sistema financiero, mercado, activo, cartera, rentabilidad y riesgo.
- Conocer las fases de la gestión patrimonial y de la construcción de carteras.
- Entender las diferentes metodologías de cálculo de la rentabilidad.
- Familiarizarse con los principales riesgos de los que puede adolecer una inversión.
- Conocer la importancia de la diversificación.

1.1. GESTIÓN DE PATRIMONIOS

El primer paso que debemos dar en la redacción de este material es definir una serie de conceptos que serán esenciales a lo largo de las siguientes páginas.

Entendemos por gestión, administración o asesoría de patrimonios *(wealth management)* un *conjunto de servicios financieros altamente profesionales, independientes, especializados, e individualizados, orientados a instituciones o a individuos con gran poder adquisitivo* (conocidos por nombres como clientes VIP, *High Net Worth Individuals,* Cava, *Premium,* etc.)

El concepto gestión de patrimonios procede de las divisiones bancarias de bancos independientes, y en concreto de los bancos privados suizos *(banques privées),* cuya tradición se remonta al siglo XVII-XVIII. Nombres como *Mirabaud, Pictet* u *Odier* estaban especializados en clientes *premium* o con gran poder adquisitivo *(Private client),* como por ejemplo la realeza. Es por eso que, a veces, se habla de banca privada *(Private Banking)* como sinónimo de gestión de patrimonios.

La gestión patrimonial está viviendo un auge espectacular a nivel mundial, y se está introduciendo también de forma importante en España. El rápido crecimiento de millonarios, sobre todo en países emergentes como China, Brasil o Rusia[1], el envejecimiento de la población, que ha provocado el aumento del número de adultos y personas de la tercera edad, la aparición de nuevas fortunas derivadas de empresas de internet y nuevas tecnologías, la popularización de la inversión entre pequeños y medianos inversores, la aparición de internet y el incremento de competencia en lo que se refiere a contratación y disponibilidad de productos, han incrementado y seguirán incrementando los patrimonios mundiales susceptibles de ser gestionados. En España, la ausencia de tradición en banca

[1] *World Wealth Report de CapGemini y RBC Wealth Management.*

© Ediciones Pirámide

privada y el retrasado sistema financiero y bancario que teníamos hasta finales de los ochenta, han dificultado la aparición de la gestión de patrimonios. El descenso en los tipos de interés en nuestro país (del 20% en 1982 hasta el 0,75% en 2012), la globalización del sistema financiero y bancario español, nuevas fiscalidades y el desarrollo de instrumentos financieros y alternativas de inversión, han potenciado en los últimos años un desarrollado débil de esta industria, aún incipiente, aunque se prevé crezca de forma muy importante en los próximos años.

Un concepto interesante a recalcar aquí es el concepto de *banca personal,* a la que podríamos definir como *una banca privada dirigida a clientes de un menor volumen de patrimonio, y normalmente prestada sin estructura jurídica independiente.*

La clasificación/segmentación de clientes se suele hacer por volumen de patrimonio, no existiendo volúmenes objetivos para establecer los diferentes niveles. En la figura 1.1 se muestra un ejemplo de segmentación.

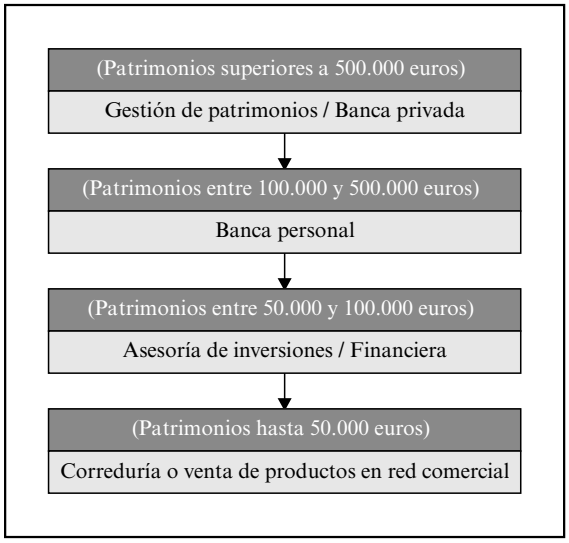


Figura 1.1. Segmentación de servicios de gestión patrimonial.

Dejando aparte los pequeños matices que diferencian la gestión de patrimonios (gestión patrimonial), la banca privada y la banca personal, podemos establecer que las tres se caracterizan por unos rasgos muy definidos:

1. *Independencia:* ya sea porque se presta en una entidad autónoma o en un departamento del banco claramente diferenciado.
2. *Profesionalidad:* pues se realiza por personal altamente cualificado y formado.

© Ediciones Pirámide

3. *Seguridad:* pues el objetivo esencial es la preservación real del patrimonio, teniendo en cuenta la erosión de la inflación.
4. *Globalidad:* pues se trata de un servicio que tiene en cuenta todo el patrimonio del cliente, todos los activos de inversión disponibles (diversificación) y las consecuencias fiscales de las diferentes opciones.
5. *Individualización/personalización:* prestación de servicios a clientes concretos en una relación a largo plazo, de máxima confianza y discreción respecto a datos financieros y personales.
6. *Gestión discrecional:* servicio en el que el cliente otorga un mandato específico para que se administre en su nombre y de forma individualizada una cartera de inversión; y *gestión no discrecional o asesoramiento de inversiones:* servicio en el que el cliente no otorga un mandato específico, siendo él mismo quien toma las decisiones finales.

El conjunto de servicios que se prestan en la gestión de patrimonios, la banca privada y la banca personal, puede ser organizado en diferentes modelos de negocio, integrados en una misma empresa o en varias (véase tabla 1.1).

En la tabla 1.1 se puede observar cómo el servicio de planificación financiera *(Financial Planning)* podría ser considerado como el servicio más completo de la gestión patrimonial, pues incluye todos los anteriores. Debemos tener en cuenta que la función principal de un gestor patrimonial es la de planificar adecuadamente todas las actividades necesarias para la consecución de los objetivos financieros de los clientes, ejecutarlas y realizar el seguimiento de acuerdo a sus necesidades y objetivos. La planificación financiera debe buscar un equilibrio entre recursos y necesidades financieras, entre la protección del capital y la rentabilidad, entre la optimización de las inversiones y la fiscalidad de las mismas. Para ello, una de las decisiones más importantes que deberá tomar el gestor patrimonial es la de determinar qué inversiones es más adecuado realizar. Es por eso que en el punto 1.2 de este capítulo analizaremos el concepto de inversión y en el punto 1.3 los activos que pueden ser objeto de inversión. Pero antes, pongamos un *ejemplo* para entender mejor los conceptos presentados hasta el momento.

La señora Iért, viuda de un gran empresario indio, se encuentra en la tesitura de que, una vez fallecido su marido, debe hacerse cargo del patrimonio familiar, el cual incluye empresas, inmuebles, acciones y diferentes productos de inversión que ella no entiende muy bien. Además, es preciso determinar cómo se realiza la gestión de la herencia que recibirán sus hijos, que aún son menores de edad. Por eso, decide personarse en las oficinas del banco *Mitlanium,* entidad de gran prestigio por prestar servicios de gestión de patrimonios. En estas oficinas le ofrecen un servicio de banca privada, pues el patrimonio total a gestionar es de 5 millones de euros. Concretamente, los servicios de más utilidad serán los de *Family Office* y *Financial Planning,* siendo también interesante un servicio de *gestión discrecional*

© Ediciones Pirámide

de carteras si ella no quiere hacerse cargo de mantener y rentabilizar las inversiones que tenía su marido.

TABLA 1.1

Servicios prestados en la gestión de patrimonios

Negocio	¿Qué es?	¿Qué cobran?	Ejemplos de servicios prestados
Correduría	Mediación en compra/venta de activos.	Corretaje.	— Compra/venta de activos productivos, no productivos y financieros. — Contratación de seguros.
Asesoramiento financiero	Recomendaciones personalizadas respecto a instrumentos financieros.	Tarifas *forfait* (por horas empleadas).	— Inversión en activos financieros.
Gestión discrecional	Gestión de carteras en nombre del cliente.	Comisión sobre patrimonio y sobre resultados.	— Inversión, diversificación. — Optimizaciones de carteras. — *Strategic Asset Allocation.*
Family Office	Asesoramiento global a un grupo familiar con alto patrimonio. (Incluye negocios anteriores.)	Comisiones, tarifas y corretajes por actividades prestadas.	— Asesoramiento fiscal. — Asesoramiento legal sucesiones/donaciones. — Constitución y gestión de sociedades. — Servicios bancarios tradicionales. — Cajas de seguridad. — Servicios descritos anteriormente.
Financial Planning	Planificación y ejecución de decisiones financieras. (Incluye negocios anteriores.)	Comisiones, tarifas y corretajes por actividades prestadas.	— Planificación patrimonial. — Servicios descritos anteriormente.

1.2. INVERSIÓN

Tal como hemos adelantado en el punto anterior, una de las decisiones más importantes que deberá enfrentar cualquier gestor patrimonial, a la hora de planificar financieramente las acciones para la consecución de objetivos por parte de un cliente, es la de determinar qué inversiones son las más adecuadas. Es por ello que vamos a dedicar este punto a analizar el concepto de inversión. En primer lugar debemos tener en cuenta que este concepto económico es uno de los más difíciles de delimitar, pues diferentes autores utilizan este vocablo con diferentes acepciones. Por eso, intentamos aproximarnos a él desde dos perspectivas: el punto de vista macroeconómico y el punto de vista microeconómico.

© Ediciones Pirámide

1.2.1. Inversión: un punto de vista macroeconómico

Seguramente el lector ha tenido la oportunidad de encontrarse anteriormente con la siguiente ecuación, que forma parte de cualquier curso introductorio de macroeconomía (véase, por ejemplo, Mankiw, 2007).

$$Y_t = C_t + I_t + G_t + NX_t$$

En un momento temporal (t), desde esta aproximación[2], se entiende inversión como *compra de bienes que se utilizarán para producir más bienes y servicios*. Hablaríamos por tanto de una inversión productiva, pues se compran activos (materiales o inmateriales), que serán incorporados a tareas productivas concretas. Se pueden poner varios ejemplos, como la adquisición de una determinada maquinaria para producir bolsos, la inversión en patentes, la compra o construcción y mantenimiento de una fábrica de muebles, etc. Este tipo de inversiones son el objeto de análisis de la dirección financiera, la gestión financiera o las finanzas empresariales (Suárez, 2005).

A partir de la ecuación anterior, y manipulándola matemáticamente[3], se puede llegar a la expresión siguiente: $I_t = S_t$, donde (I_t) es la inversión productiva, y (S_t) es el ahorro, que se entiende como *la renta total de la economía que queda una vez pagados el consumo, las compras del estado y las exportaciones netas*. De esta manera se puede concluir que la inversión productiva debe ser financiada a través del ahorro de algún agente, pudiendo tratarse de ahorro privado (de los hogares) o de ahorro público (superávit). Esta realidad deriva en dos conclusiones muy importantes:

1. **Toda inversión debe ser financiada por ahorro,** pero no todo ahorro es necesario que se dedique a inversión. Así, los agentes pueden atesorar ahorro (y no dedicarlo a inversión) por inestabilidad política, falta de confianza en el sistema económico o financiero, fraude fiscal, por poca remuneración de las inversiones, etc.
2. **Importación/exportación de ahorro:** si en una economía nacional determinada el ahorro no es suficiente para cubrir la inversión, se «importará ahorro» de otras economías, y viceversa.

---

[2] *Renta o Producción total* (Y_t): renta (gasto) total de los miembros de la economía; *Consumo* (C_t): gasto de los hogares (*Households*) en bienes duraderos (coches, electrodomésticos, etc.), no duraderos (ropa, comestibles) y servicios; *Inversión* (I_t): compra de bienes que se utilizarán para producir más bienes y servicios; normalmente, la compra de vivienda se suele considerar en este apartado, aunque sea realizada por hogares; *Gasto público* (G_t): gasto en bienes y servicios realizados por la administración; *Exportaciones netas* (XN_t): exportaciones menos importaciones.

[3] Normalmente se realiza esta manipulación en una economía cerrada (suponiendo que las exportaciones netas son cero). Si deseamos seguir esta aproximación simplificadora, podemos considerar una economía «mundial» como base del análisis.

© Ediciones Pirámide

1.2.2. Inversión: un punto de vista microeconómico

Llegados a este punto nos gustaría cambiar de foco, y presentar una visión microeconómica de la inversión, basada en las decisiones de los agentes individuales y cómo éstos se relacionan a través de los mercados.

Nos gustaría empezar con una de las definiciones más generales que existe, la de Massé (1963). Según este autor, inversión es un «acto a través del cual se produce un cambio de una satisfacción inmediata y cierta a la que se renuncia, contra una esperanza que se adquiere y de la cual el bien invertido es el soporte». Podemos extraer que, desde el punto de vista «individual», en toda inversión existen una serie de elementos importantísimos a tener en cuenta:

1. *Sujeto inversor (Investor): persona física o jurídica que toma la decisión de invertir* (renunciar a la satisfacción inmediata) y *suministra* a una contraparte *los activos* necesarios (líquidos, materiales o inmateriales) a cambio de una esperanza (de beneficio futuro). Hay diferentes entidades o sujetos que realizan inversiones de forma habitual:
   a) Personas físicas *(Individual Investors):* individuos que disponen de ahorro suficiente y desean rentabilizarlo.
   b) Personas jurídicas *(Corporations):* empresas *(Business Enterprises)* o sociedades (públicas o privadas) que disponen de capacidad de inversión, y corporaciones gubernamentales (Estado, comunidades autónomas, entidades locales, etc.).
2. *Objeto o activo (Asset): bienes y derechos con valor monetario sobre los que se materializa la inversión, y que son propiedad del inversor*.
3. *Coste (Cost):* que incluye el gasto realizado para la adquisición del activo en cuestión y que es, como mínimo, la renuncia a la satisfacción presente (coste de oportunidad u *opportunity cost*).
4. *Esperanza*[4] *o expectativa (Expectations):* es decir*, la posibilidad razonable de que exista una recompensa en un futuro*, hecho esencial para que el inversor asuma un riesgo.
5. *Tiempo de inversión u horizonte temporal de inversión (Investment Horizon): período durante el cual se producirán las consecuencias financieras de la inversión*. Desde un punto de vista financiero, podemos pensar en efectos financieros (cobros y pagos), estructura que puede ser analizada a través de la matemática financiera (véase punto 7 del anexo), y concretamente con el análisis de proyectos de inversión desde la perspectiva de los flujos de caja (Suárez, 2005).

[4] Según el diccionario de la RAE, «*estado de ánimo que nos presenta como posible lo que deseamos*».

© Ediciones Pirámide

6. *Riesgo (Risk):* definiremos riesgo, de forma amplia, como *proximidad de un daño*, y también como la *posibilidad de que las expectativas no se materialicen y que se produzcan hechos perjudiciales para nuestra posición*. A nivel económico, los hechos perjudiciales pueden comprender pérdidas, beneficios menores de los esperados, costes superiores, etc.

Según la definición de Massé (1963), es una inversión la construcción de una fábrica de coches, la compra de un inmueble por parte de una familia que desea venderlo en 20 años cuando haya subido de precio, la construcción de un aeropuerto por parte del Estado si cree que generará un aumento de tráfico turístico y comercial, la compra de acciones o la suscripción de un fondo de inversión por parte de una persona determinada, e incluso casos más extremos como que una persona a la que le encanta el golf considere que los gastos de compra de palos o el pago del abono de socio son inversiones, pues tienen por objetivo final ser el vehículo que permita conocer, en el campo de golf, a magnates y empresarios a los que convencerá para ser su gestor patrimonial.

La definición anterior ha permitido aproximarnos al concepto de inversión, pero es necesario ahora profundizar un poco más. El diccionario de la Real Academia Española (RAE) define inversión[5] como la acción de *«emplear, gastar, colocar un caudal».* En el mismo diccionario, *caudal* puede ser entendido como *capital,* es decir, *valor que ocasiona rentas o frutos*[6].

Por tanto, podemos concluir que inversión consiste en la acción de *emplear activos que generen rentas o frutos*. Esta es, por tanto, una de las actividades más importantes para cualquier gestor patrimonial, pues será una herramienta clave para la consecución de los objetivos de su cliente.

Una clasificación habitual que se hace de inversión desde un punto de vista microeconómico distingue, según el uso del activo o bien generador de rentas en el que se invierte, entre inversiones de tres tipos.

1. **Inversión productiva:** *inversión en activos que van a ser incorporados en tareas productivas, que generarán rentas a través de la venta de los productos o servicios producidos a partir de ellos*. Supone participar en el mercado real. Ejemplo, compra de una nave para tareas de fabricación de pelotas de goma, inversión en materias primas por parte de una empresa para la producción de mallas metálicas, inversión en formación del personal para prestar un servicio de asesoría, etc. (Esta acepción ya se había presentado con anterioridad, en el punto 1.2.1).

---

[5] Significados muy parecidos al de invertir según la RAE pueden encontrarse en diccionarios de referencia de otras lenguas, como el Merriam-Webster *(«the outlay of money usually for income or profit»),* o el Dicccionario de *l'Académie française («Placer un capital ou employer des fonds, afin de les rendre productifs de revenus, ou de développer les moyens de production d'una entreprise»)*.

[6] Se ha utilizado para «capital» la sexta acepción del término que aparece en el diccionario de la RAE.

© Ediciones Pirámide

2. **Inversión no productiva:** *inversión en activos que no van a ser incorporados en tareas productivas.*

   2.1. Inversión financiera: *inversión en activos financieros (que según la RAE son «aquellos activos pertenecientes a la hacienda pública, cuestiones bancarias, bursátiles o relativas a negocios mercantiles») que no van a ser incorporados a tareas productivas, con el fin de conseguir unas rentas o frutos de los mismos.* Supone participar en los mercados financieros, adquiriendo activos que se negocian en ellos. Por ejemplo, la adquisición de acciones, la compra de obligaciones del Tesoro Público, la inversión en pagarés de una empresa, etc.

   2.2. Inversión no financiera: *inversión en activos que no van a ser incorporados a tareas productivas, y que tampoco tienen características financieras, con el fin de conseguir unas rentas o frutos de los mismos.* Supone participar en el mercado real. Se consideran en este apartado la adquisición de todo tipo de activos, incluso los llamados «alternativos», de colección u obras de arte, siempre que el objetivo final del inversor no sea incorporarlos a ningún proceso productivo. Por ejemplo, la compra de un cuadro para revenderlo, la compra de derechos de explotación de agua para su venta posterior, etc.

Respecto a la clasificación presentada, queremos hacer dos aclaraciones. En primer lugar la clasificación se basa en el uso que se hace del activo que se adquiere, y no de la naturaleza[7] del mismo. En segundo lugar, debemos decir que la innovación financiera y la aparición de nuevos y complejos productos financieros (productos procedentes de titulización, ETFs, *Hedge Funds,* derivados sobre todo tipo de subyacente) ha producido una *financierización* de todos los activos disponibles: casi todos los activos sobre los que se puede invertir pueden adquirirse a través de los mercados financieros, y por tanto tienen una naturaleza financiera. Por ejemplo, el oro no es un producto financiero, pero sí lo es indirectamente si compramos participaciones de un fondo de inversión que invierte en este metal. De esta manera, ya que casi toda inversión puede ser realizada como una inversión financiera, pueden aprovecharse las ventajas de este tipo de inversiones (fraccionabilidad, diversificabilidad, flexibilidad temporal y liquidez), que serán presentadas en el punto 1.4.4.

Finalmente, y para cerrar este punto, nos gustaría realizar una última definición. Se trata del concepto especulación. La RAE define especular como «*efectuar operaciones comerciales o financieras, con la esperanza de obtener beneficios basados en variaciones de los precios o de los cambios*»[8]. Por tanto, toda inversión no

[7] Una clasificación completa de las diferentes tipologías de activos de inversión se puede encontrar en el punto 1.3 de este capítulo.

[8] Una definición parecida puede encontrarse, por ejemplo, en el diccionario Merriam-Webster *(«to buy or sell in expectation of profiting from market fluctuations»)*.

© Ediciones Pirámide

productiva es una especulación, aunque el término se suele usar cuando esta inversión sólo basa su rentabilidad en la variación de precios y se hace a corto plazo.

1.3. ACTIVOS DE INVERSIÓN

Una de las principales decisiones que deberá tomar un gestor patrimonial es la de determinar en qué activos que generen rentas y frutos debe colocar el patrimonio de su cliente. Para ello, es esencial conocer las clases de activos *(Asset Classes)* de inversión disponibles. Clasificar estos activos puede resultar una tarea francamente compleja, pues de nuestras definiciones se puede concluir que cualquier activo es susceptible de suponer una inversión. Así lo atestiguan todo tipo de negocios en *bienes tangibles,* como los astilleros, empresas constructoras, petroleras, agrícolas, empresas inmobiliarias, siderúrgicas, etc.; o en *bienes intangibles o derechos,* como las .com, empresas que invierten en patentes, agentes que desarrollan su negocio con derechos de traspaso de deportistas, etc.

Presentamos a continuación una clasificación orientativa (figura 1.2), que se ha intentado sea lo más extensa y completa posible e incluye a su vez otras clasificaciones utilizadas en los manuales de inversión tradicionales.

Analizando la figura 1.2, podemos ver que, en primer lugar, en función de la naturaleza del activo, podemos distinguir entre cuatro grandes clases de activos:

1. **Activos inmobiliarios** *(Real Estate, Real Property, Immovable Property):* según la RAE, entendemos por *activos inmobiliarios, bienes raíz o bienes inmuebles,* «las tierras, edificios, caminos, construcciones y minas, junto a los adornos o artefactos incorporados, así como los derechos a los cuales atribuye la ley esa consideración»[9]. Se trata de una amplia gama de activos muy conocidos por todo el mundo, y que habitualmente se clasifican atendiendo a su uso de la siguiente manera:

   — *Suelo (Parcel of Land):* superficie de tierra sin edificar a la que aún no se le ha asignado ningún uso concreto, por ejemplo un trozo de tierra en los suburbios de una ciudad.
   — *De uso residencial (Residential):* se trata de inmuebles dedicados al alojamiento *permanente* de personas, como pueden ser apartamentos, dúplex, casas unifamiliares, casas flotantes, etc.
   — *De uso agrícola (Agricultural):* podemos pensar en aquellos terrenos e inmuebles utilizados para explotaciones agrícolas, incluyendo las explotaciones forestales, por ejemplo granjas, ranchos, tierras de cultivo, arrozales, bosques, etc.

[9] Algunos autores incluyen los buques dentro de los activos inmobiliarios.

© Ediciones Pirámide

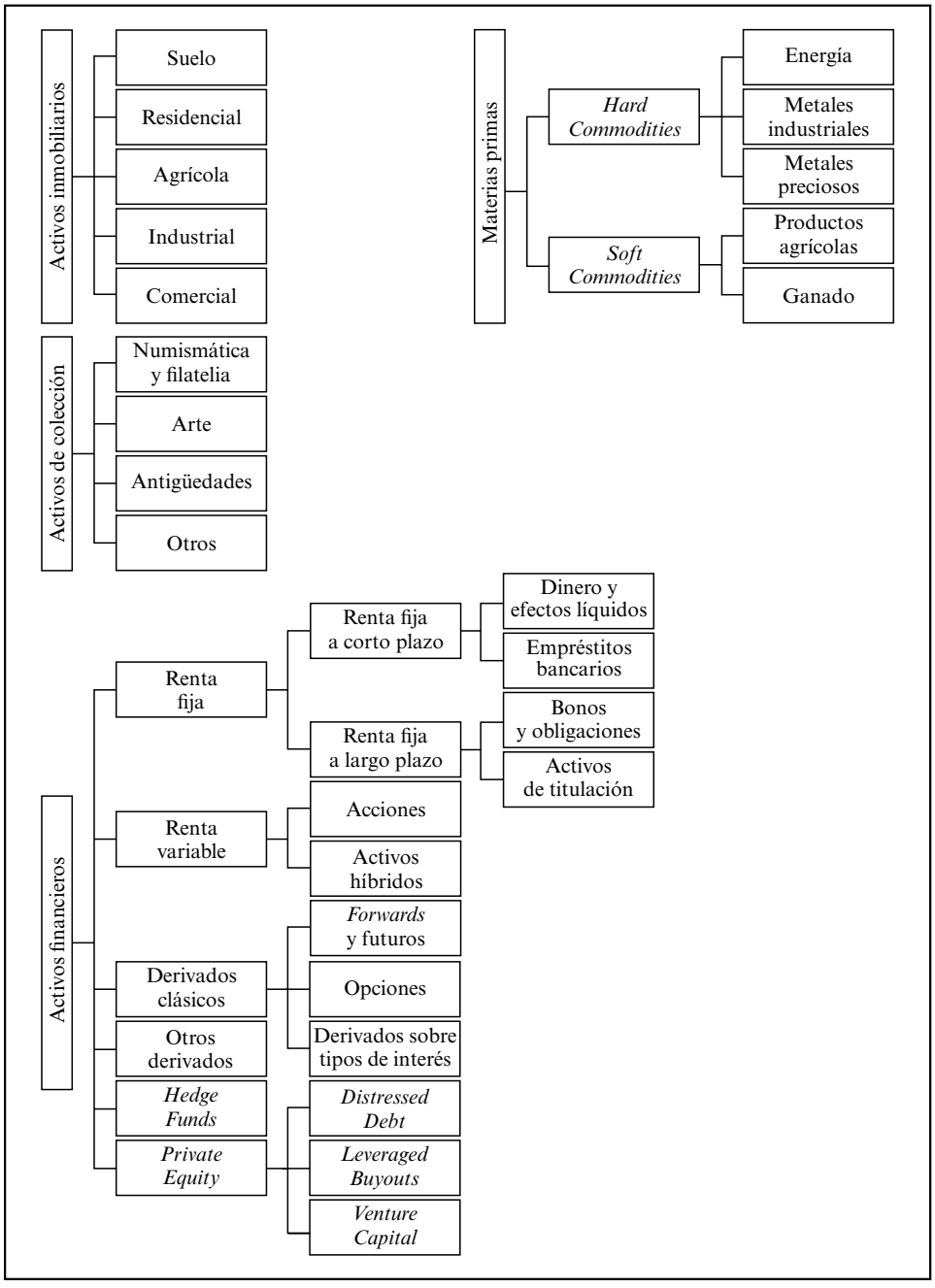


Figura 1.2. Clases de activos de inversión (Asset Classes). (*Nota:* Elaboración propia utilizando Anson, 2006.)

© Ediciones Pirámide

— *De uso industrial (Industrial):* se trata de aquellas instalaciones, terrenos e inmuebles dedicados a la extracción, manipulación, tratamiento, reparación, almacenaje y distribución de productos materiales, tales como minas, canteras, plataformas petroleras, fábricas y todo tipo de industrias, almacenes, etc.

— *De uso comercial (Commercial):* terrenos e inmuebles dedicados a la prestación de servicios en general y a servicios comerciales en particular, como por ejemplo oficinas, tiendas, centros comerciales, etc.

2. **Activos de colección** *(Collectibles):* podemos entender de forma general los activos de colección como aquellos activos físicos, normalmente realizados por el hombre, que son raros, y que tienen una demanda normalmente relacionada con una «afición». Clasificar estos activos es tarea muy difícil, por la heterogeneidad de los mismos, aunque podíamos destacar cuatro grandes grupos:

   — *Filatelia (Philately) y Numismática (Numismatics):* los sellos *(Stamps)* y las monedas *(Coins)* han sido y son uno de los activos más coleccionados en todo el mundo.

   — *Arte (Art),* donde podemos incluir, por ejemplo, pintura, escultura, joyería, etc.

   — *Antigüedades (Antiques):* activos de tiempos remotos (o no tan remotos) que suelen ser apreciados por su belleza, rareza, o por los materiales en los que están elaborados. Por ejemplo, muebles, utensilios de labranza, armas de fuego, etc.

   — *Otros:* existen personas que coleccionan todo tipo de cosas, y por las que pagan verdaderas fortunas. Por ejemplo, pensemos en motocicletas, relojes, cromos, autógrafos, guitarras eléctricas, vino, etc.

3. **Materias primas** *(Commodities):* en general se entiende por *commodity* cualquier activo que sea intercambiable en un mercado, aunque el uso más común de este vocablo inglés se refiere a bienes procedentes de la agricultura o la minería. De esta manera, se ha optado por traducirlo aquí como materias primas, que en función de si son perecederas o no se clasifican en:

   — *Hard Commodities:* materias primas no perecederas, y de producción (o extracción) independiente del tiempo meteorológico:

      • *Energía (Energy Products):* «productos» tales como petróleo, gas, etanol o electricidad.
      • *Metales industriales (Industrial Metals),* tales como aluminio, acero, titanio o níquel.
      • *Metales preciosos (Precious Metals),* tales como oro, plata o cobre.

© Ediciones Pirámide

— *Soft Commodities:* materias primas perecederas y de producción vinculada estrechamente al tiempo meteorológico. En función de su naturaleza, se clasifican en:

- *Productos agrícolas (Agricultural Products),* tales como café, cacao, azúcar, caucho, lana, seda, soja, arroz, etc.
- *Ganado (Livestock),* donde podemos incluir reses vivas de cualquier especie y productos de despiece.

4. **Activos financieros** *(Financial Assets):* siguiendo a la RAE, se definieron previamente los activos financieros como aquellos «*activos pertenecientes a la hacienda pública, cuestiones bancarias, bursátiles o relativas a negocios mercantiles*». Tradicionalmente[10] estos activos se han clasificado, según su naturaleza, entre *activos de renta fija, activos de renta variable y derivados.* Las innovaciones financieras, el desarrollo de los mercados financieros modernos y la llamada ingeniería financiera han permitido ampliar la gama de activos financieros disponibles para un inversor. Así, a los tres grupos de activos tradicionales ya citados se les han unido otros tres grupos alternativos *(Alternative Assets),* que son *otros derivados*, los *Hedge Funds* y finalmente el *Private Equity*. Analicemos brevemente estos seis grupos:

   a) *Renta fija (Fixed Income):* podemos entender la renta fija como una especie de «préstamo» (*loan*) en el que la parte que recibe el dinero (emisor del bono o *bond issuer*) se compromete a devolver el monto total prestado (o un poco más si hay prima de amortización) en una fecha determinada (vencimiento o *maturity*), y a pagar unos intereses periódicos como compensación por el uso que se le ha permitido de ese dinero. La persona que presta el dinero (comprador del activo) se convierte en un *acreedor.* La rentabilidad de la operación se conoce a priori (o al menos se sabe la base que generará ese rendimiento); de aquí que se conozca este tipo de activos como renta fija (pues el rendimiento es más o menos conocido y determinado). En función de la duración del «préstamo», se suelen clasificar estos activos en:

   — *Renta fija a corto plazo (Short Term Fixed Income) o activos del mercado monetario (Money Market Assets):* se trata de activos de renta fija («préstamos») a corto plazo, es decir, a menos de 18 meses, y que presentan gran liquidez. Podemos distinguir entre:

[10] La literatura especializada distingue entre activos financieros tradicionales (aquellos que normalmente se incluían en cualquier cartera de inversión) y alternativos (aquellos menos conocidos, o incluso exóticos, que no solían formar parte de esas carteras). Esta clasificación ha evolucionado a lo largo de los años. Así, las acciones de empresas internacionales se consideraban exóticas en los años 1970, siendo ahora un activo muy común en cualquier cartera de inversión.

© Ediciones Pirámide

- *Dinero en efectivo (Cash) y otros activos líquidos asimilables:* por ejemplo los depósitos *(Deposit),* las repos y simultáneas *(Repurchase Agreement),* las letras del tesoro *(Treasury Bills)* o los pagarés de empresa *(Commercial Paper)*. Así, si realizo un depósito en un banco al 3%, estoy invirtiendo en un activo del mercado monetario. Si compro Letras del Tesoro Español a 6 meses con un rendimiento del 4%, estoy realizando una especie de «préstamo» a España a cambio de unos intereses del 4% y de la devolución del dinero prestado en un período de 6 meses.
- *Empréstitos bancarios,* tales como bonos de caja y bonos de tesorería, o los certificados de depósito *(Certificate of Deposit)*.

— *Renta fija a largo plazo (Long Term Fixed Income):* se trata de activos de renta fija con vencimientos normalmente entre 3 y 30 años. Entre ellos, podemos destacar:

- *Bonos y obligaciones (Bonds):* los bonos y obligaciones son «préstamos» a largo plazo. Cuando la operación se hace a menos de 5 años, en el mercado español se conoce como bono; cuando supera ese vencimiento se conoce como obligación[11].
- *Activos de titulización (Securitized Assets):* se trata de productos que tienen naturaleza de renta fija a largo plazo, procedentes de un proceso de agrupación de deudas *(pooling)*. Por ejemplo, un banco tiene hipotecas (derechos de cobro sobre los compradores de las viviendas) que puede agrupar en forma de bono. Una vez hecho esto, puede vender el bono creado.

b) *Renta variable (Variable Income):* entendemos los activos de renta variable como una especie de «préstamo» en el que la parte que recibe el dinero se compromete a remunerar a la parte que se lo cede con una porción de los beneficios que obtenga con su actividad (dividendos, intereses vinculados a la obtención de beneficios, etc.). De esta manera, la persona que cede el dinero (comprador del activo) recibirá una renta que dependerá de la evolución y marcha del negocio, siendo por tanto una *renta variable*, desconocida a priori.

— *Acciones (Equity/Stocks/Shares):* según la RAE, definimos acción como «*cada una de las partes alícuotas en que se divide el capital de una sociedad anónima*». Las acciones suponen un «préstamo de dinero» a una empresa por parte de un inversor que se

[11] En mercados anglosajones, se suele conocer de forma genérica como *Bonds* a todos los «préstamos» de este tipo; de forma particular se suele hablar de *Bills* cuando el vencimiento es a corto plazo, por ejemplo menor a tres años; se suele hablar de *Notes* cuando presentan un vencimiento medio, entre 3-6 años; y finalmente, propiamente de *Bonds* con vencimientos superiores a 6 años.

© Ediciones Pirámide

convierte en *socio, copropietario o partícipe del negocio*. En este tipo de producto financiero no se considera la devolución del «préstamo» salvo en casos excepcionales: así, si no es ante un caso de disolución de la sociedad, reducciones de capital, etc., la empresa que recibe el «préstamo» no devuelve nunca el dinero prestado.

— *Activos híbridos (Mezzanine Debt):* podemos entender los productos híbridos como unos productos que presentan algunas de las características típicas de la renta variable y algunas de las características típicas de la renta fija (se conocen también por el nombre de *renta mixta*). Así, por ejemplo, encontramos bonos que pueden ser convertidos en acciones en un momento determinado *(bonos convertibles),* obligaciones de duración infinita que pagan intereses sólo si la empresa emisora tiene beneficios *(participaciones preferentes),* renta fija que se convierte en capital si la empresa presenta problemas de solvencia *(Cocos),* etc.

c) *Derivados clásicos (Classic Derivatives):* los activos derivados son contratos (entre dos partes) que regulan una operación de compra/venta sobre un activo de referencia (subyacente), operación que se realizará en una fecha futura. En el momento de formulación del contrato las partes determinan las características y condiciones del intercambio que se deberá realizar. Por ejemplo, agente A y B pactan hoy lo siguiente: el agente A se compromete a comprar, de aquí a tres meses, acciones de la empresa Telefónica (activo subyacente), mientras que el agente B se compromete a vendérselas. Además de la posición (compra/venta) de cada agente, en el momento de realizar el contrato se establecen también otras condiciones: así, agente A y B se comprometen a intercambiar 107 acciones de Telefónica a un precio de 8,3 euros la acción. Acaban de esta manera de contratar un *forward* sobre 107 acciones de Telefónica a 3 meses. Existen múltiples clases de productos derivados, siendo los más clásicos los siguientes:

— *Forwards y futuros (Futures):* se trata de productos derivados en los que las partes quedan obligadas a realizar una transacción determinada. Podemos entender los *futuros* como *forwards* estandarizados.

— *Opciones (Options):* se trata de productos derivados en los que una de las partes tiene la opción (o no) de realizar una transacción. Por ejemplo, una *opción de compra call* sobre acciones de Repsol permite que el comprador de la misma decida si quiere comprar o no comprar una cantidad determinada de acciones de Repsol a un precio fijado.

© Ediciones Pirámide

— *Derivados sobre tipos de interés (Interest Rate Products):* se trata de productos derivados muy heterogéneos, que presentan como característica principal que se construyen sobre un activo subyacente vinculado a tipos de interés. Podemos destacar, por ejemplo, los *FRAs, IRS, CAPs, FLOORs o los COLLARs.*

d) *Otros derivados:* dentro de este apartado incluimos activos derivados que han sido desarrollados más recientemente. Por ejemplo, los *derivados de crédito (Credit Derivatives)* permiten que el comprador de los mismos reciba una cantidad de dinero en caso de que se produzca un impago de una renta fija determinada; *los derivados de divisa (Currency Derivatives)* permiten realizar la compra/venta de tipos de cambio en un futuro determinado; finalmente, los *derivados sobre materias primas (Commodity Derivatives)* permiten, a través de un producto financiero, realizar compra/venta de un producto subyacente no financiero, como puede ser el petróleo, el oro, etc.

e) *Hedge Funds*: *los Hedge Funds, o fondos de inversión libre, fondos de inversión de alto riesgo o fondos de inversión alternativa*, son un grupo muy amplio y heterogéneo de fondos de inversión[12] que tienen algunas características importantes: en primer lugar suelen presentar una personalidad jurídica de sociedad, al contrario que la mayoría de fondos de inversión; en segundo lugar, suelen utilizar estrategias que suponen altos endeudamientos o la utilización de productos derivados; en tercer lugar, suelen utilizar estrategias consideradas complejas (por ejemplo arbitrajes, estrategias de *spreads,* posiciones cortas y largas, etc.).

f) *Private Equity:* entendemos por *private equity* todos aquellos activos financieros de renta fija o renta variable que no cotizan en mercados secundarios, y que son por tanto contratables a través de pacto directo entre comprador/vendedor o entre comprador/emisor. Así, por ejemplo, si se realiza la compra de acciones de NUCSA, empresa de tecnología que no cotiza en ninguna bolsa, estaremos realizando una operación de adquisición de renta variable *private equity*. Normalmente las inversiones en activos no cotizados persiguen un beneficio a través de *tres estrategias básicas*, que establecemos a continuación:

— *Distressed Debt (Deuda con dificultades económicas):* se trata de una estrategia de compra de activos de renta fija de empresas que no cotizan en ningún mercado y que presentan problemas finan-

[12] Podemos definir brevemente un *fondo de inversión* como un patrimonio colectivo, aportado por varios propietarios o partícipes, gestionado de forma profesional bajo unos criterios determinados conocidos como política de gestión.

© Ediciones Pirámide

cieros. Este tipo de activos pueden ser de especial interés, pues suponen un rendimiento potencial muy elevado en caso que la compañía consiga salir de la situación crítica. Así, si usted compra bonos de una empresa no cotizada en concurso de acreedores para participar en la liquidación o reestructuración de la sociedad, está realizando una inversión en *distressed debt.*

— *Leveraged Buyouts (LBOs) o compra apalancada:* se trata de una estrategia de compra de un activo (financiero o no financiero), financiada a través de una combinación de emisión de renta fija y renta variable. Las rentas que genera el activo comprado permiten pagar los intereses de las deudas que se han emitido para financiar la compra. Así, por ejemplo, si la empresa FERCSA compra un parque eólico a través de la emisión de bonos, y con los rendimientos de la venta de electricidad del parque paga los intereses de los bonos, estaría realizando una operación LBO.

— *Venture Capital (Capital riesgo):* se trata del «préstamo» de dinero a una empresa no cotizada que se encuentra en las primeras fases de su creación *(start-up)*. Normalmente, este tipo de «préstamo» se materializa en acciones, en renta fija con condiciones especiales[13] o en *préstamos participativos*[14]. Si el «préstamo» lo realiza una empresa en otra con la que cree que puede generar sinergias se suele conocer como *Corporate Venture Capital*; si el préstamo lo realiza el gobierno a empresas que considera pueden ser de interés público, se suele conocer la operación como *Public Venture Capital.*

Clasificaciones alternativas

Se ha presentado en las páginas anteriores una clasificación de los diferentes activos que pueden ser objeto de inversión. Debemos tener en cuenta que existen múltiples clasificaciones que conviven y complementan la que se ha presentado aquí. Por ejemplo, una clasificación habitual distingue entre *activos no financieros* (activos inmobiliarios, bienes de colección y *commodities*) y *activos financieros*. Otra clasificación distingue, *dentro de los activos financieros, entre activos del mercado monetario* (activos a corto plazo de gran liquidez) y *activos del mercado de capitales* (activos a largo plazo, que incluirían renta fija a largo plazo y renta variable). Otras clasificaciones se pueden encontrar en cualquier manual de finanzas de mercado.

[13] Por ejemplo, algunas de estas condiciones especiales suelen incluir la posibilidad de vetar cambios en la dirección de la sociedad, capacidad de decisión en futuras fusiones o adquisiciones, derechos de participación en decisiones estratégicas, etc.

[14] Préstamos de naturaleza bancaria en los que los pagos de intereses suelen estar vinculados a la evolución y crecimiento del negocio.

© Ediciones Pirámide

1.4. SISTEMA ECONÓMICO Y FINANCIERO

Todas las actividades y servicios que deberá realizar y prestar un gestor patrimonial, y especialmente las actividades de inversión (compra/venta de activos de inversión), se circunscribirán en un entorno económico y financiero determinado. Podemos definir sistema económico como los *mecanismos o medios mediante los cuales se produce el intercambio de activos por la interacción de compradores y vendedores, ya sea directamente, o a través de agentes o instituciones mediadoras.* De esta manera, un sistema financiero[15] tendrá la misma definición sustituyendo el vocablo «activos» por «activos financieros». Debido a la *financierización* de todo tipo de activos a la que hemos asistido en las últimas décadas, podemos considerar que casi todo activo puede ser adquirido en un sistema financiero. Así, por ejemplo, el oro no es un activo financiero, pero sí lo es un derivado sobre el oro; los bienes de colección o el arte no son activos financieros, pero sí lo es un fondo de inversión de alto riesgo que invierte en este tipo de activos. De esta manera, cualquier activo puede ser *convertido en financiero,* y pasar a negociarse en un sistema financiero. Dediquemos por tanto las próximas páginas al análisis de este tipo de sistemas, que se han convertido en esenciales en el mundo global en el que vivimos.

1.4.1. Estructura y funciones de un sistema financiero

Un sistema financiero es un *conjunto de elementos, interconectados entre sí, que tiene por objetivo principal poner en contacto a los sujetos económicos que quieren prestar fondos* (porque disponen de liquidez) *con aquellos sujetos económicos que quieren captar fondos* (porque necesitan financiación). Este movimiento de fondos se materializa a través de una multiplicidad de activos financieros, que ya fueron detallados en el punto 1.3 de este capítulo. Así, por ejemplo, si el Sr. X, que dispone de 10.000 euros, compra obligaciones del Estado español a 10 años, está transfiriendo su dinero al Estado a cambio de un producto financiero que refleja esa operación.

En la figura 1.3 se representa un sistema financiero, con los diferentes elementos que forman su estructura, algunos de los cuales ya se intuían en la definición de Massé (1963). Podemos establecer que un sistema financiero está compuesto básicamente por siete elementos:

1. *Agentes inversores:* entendemos por agentes inversores tanto los *sujetos que disponen de fondos* (prestamistas e inversores con diferentes estrategias[16]), como los *sujetos que necesitan esos fondos* para realizar una inver-

[15] A veces algunos autores se refieren al sistema financiero como mercado financiero (véase el glosario para mayor detalle sobre esta confusión terminológica).

[16] Véase parte izquierda de la figura 1.3.

© Ediciones Pirámide

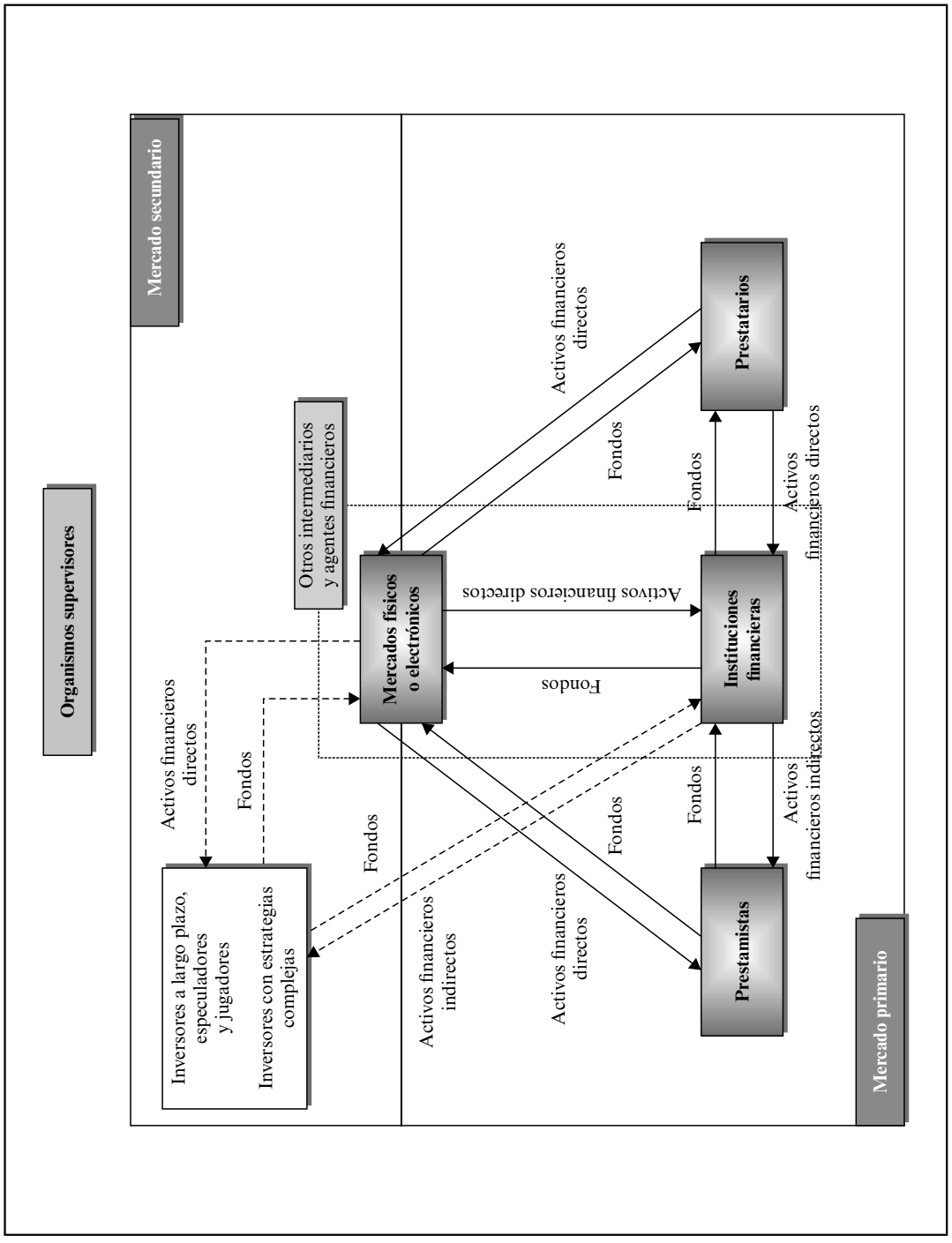


Figura 1.3. Estructura de un sistema financiero. (FUENTE: Elaboración propia.)

© Ediciones Pirámide

sión productiva (prestatarios). Así, por ejemplo, si el señor B, que ha ahorrado 30.000 euros, decide comprar acciones de Bilbao Construcciones, S. A., está realizando una inversión financiera, esperando un rendimiento determinado. Por su parte, la empresa Bilbao, S. A. (prestataria) recibe el dinero para realizar una inversión productiva en un inmueble de próxima construcción. Los agentes que disponen de fondos los transferirán a los prestatarios a través del mercado (recibiendo *activos primarios o directos*), o a través de instituciones financieras (recibiendo *activos secundarios o indirectos*). Analizaremos con detalle estos agentes inversores en el punto 1.4.2 de este capítulo.

2. *Mercados financieros (financial markets):* se trata de los lugares físicos o electrónicos en los que los agentes inversores realizan el intercambio de fondos y activos financieros, ya sea directamente o a través de agentes mediadores. Por ejemplo, una bolsa de valores, el mercado de renta fija o incluso una oficina bancaria son ejemplos de mercados financieros. Los mercados financieros serán analizados con detalle en el punto 1.4.3.
3. *Activos financieros (financial assets or securities):* activos de naturaleza financiera que acreditan el intercambio de fondos realizado entre agentes inversores y prestatarios. Así, por ejemplo, un pagaré bancario acredita que un inversor ha dejado una cantidad de dinero a un banco durante un tiempo determinado; una letra del tesoro acredita que un inversor ha cedido liquidez al estado durante un tiempo determinado, etc. Los activos financieros se analizaron brevemente en el punto 1.3 de este capítulo, análisis que será extendido en el punto 1.4.4.
4. *Instituciones financieras (financial intermediaries)*[17]: conjunto de instituciones especializadas en la mediación entre prestatarios y sujetos que disponen de fondos, que realizan en esa mediación una *transformación de productos financieros directos en indirectos*. Así, por ejemplo, un banco que acude a una subasta de deuda pública del Tesoro y compra letras a 12 meses (activos directos o primarios), puede utilizar como respaldo esos productos y generar depósitos a 6 meses (activos indirectos o secundarios), que serán contratados por sujetos con fondos disponibles. Dentro de este grupo de instituciones nos gustaría destacar las *entidades de crédito,* formadas por las *instituciones del sistema bancario* (bancos centrales, bancos comerciales, cajas y cooperativas de crédito), que tienen la capacidad de «crear dinero»; *el ICO, los Establecimientos Financieros de Crédito y las Entidades de Dinero Electrónico*. También dentro del grupo de

[17] A veces se habla de *chiringuitos financieros* para referirse a todas las entidades que prestan servicios financieros sin estar autorizadas convenientemente para ello. Es tarea esencial del gestor y del inversor asegurarse que las entidades con las que trabaja están convenientemente acreditadas, controladas y reguladas por los organismos competentes.

© Ediciones Pirámide

instituciones financieras encontramos entidades que realizan una transformación de activos a través de una combinación de activos directos, como pueden ser las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) (Sociedades Gestoras de Fondos, Fondos de Inversión, Fondos de Pensiones) o las Entidades de Seguros.

5. *Otros intermediarios y agentes financieros:* incluimos aquí otras instituciones financieras especializadas en la mediación entre prestamistas y sujetos inversores que *no realizan transformación de los productos financieros*. Por ejemplo corredores, comisionistas y agentes mediadores (como *brokers, dealers,* Sociedades de Valores y Bolsa o Agencias de Valores y Bolsa). También queremos incluir en este grupo *otros agentes* que participan y facilitan el funcionamiento del sistema financiero, como sociedades de estudios, empresas de asesoramiento financiero independiente (EAFIs), empresas de información financiera, etc.
6. *Organismos supervisores:* finalmente, y respecto a las instituciones y agentes que participan en un sistema financiero, queremos hacer constar que existen una serie de organismos que tienen por objetivo el control, la supervisión o la regulación del buen funcionamiento de este sistema. Así, por ejemplo, el Banco de España, la CNMV, etc., forman parte de este grupo.
7. *Técnicas:* finalmente, un elemento esencial en un sistema financiero es el *conjunto de procedimientos, recursos y metodologías* de las que se sirve la ciencia económica para realizar la valoración y análisis de los diferentes productos financieros[18]. Las técnicas deben preocuparse básicamente de intentar medir los términos de un binomio esencial que conoceremos en el punto 1.6 y 1.7 de este capítulo: la rentabilidad y el riesgo. Todas las técnicas de valoración, de cálculo de rentabilidades, modelos de riesgo, etc., son metodologías de las que se servirá un sistema financiero para determinar elementos tan importantes como el valor de un activo, su precio o su riesgo. Así, por ejemplo, la matemática financiera es una técnica útil en un sistema financiero, y la estadística y sus funciones de distribución de probabilidad conforman otra, pero también lo pueden ser (aunque más estrambóticas y probablemente no igualmente fiables) reglas de inversión en función de la cara/cruz de una moneda, o en función de la posición de los astros.

Todos estos elementos, interactuando entre sí, realizan una serie de funciones básicas que podemos resumir en cinco, siendo la primera ya conocida y sin duda la más importante. Así, las funciones de un sistema financiero son:

1. *Transferencia de fondos (funds transfer),* es decir, canalizar eficientemente el ahorro de los agentes que lo tienen (prestamistas e inversores con estrategias diversas) hacia los agentes que lo necesitan (prestatarios). Así, por

[18] Se puede encontrar un resumen de las técnicas más esenciales en el anexo de este material.

© Ediciones Pirámide

ejemplo, un inversor que realice una compra de acciones de SACINSA en mercado primario transfiere su dinero a esta empresa, para que lo utilice en sus actividades de producción.

2. *Transferencia de riesgos (risk transfer)* entre los diferentes participantes, a través del intercambio de activos financieros. Por ejemplo, con la emisión de acciones, la empresa SACINSA transfiere parte del riesgo de su actividad a los inversores que las compran, que no cobrarán dividendos si la empresa no tiene beneficios, pero que incluso pueden perder su dinero si la empresa no funciona correctamente.
3. *Reducción de los costes de información,* tanto en la búsqueda de contrapartida como en la cotización, negociación y liquidación de las operaciones. Por ejemplo, la existencia de un sistema financiero organizado, como es una bolsa de valores, facilita el intercambio de activos financieros, la fijación de precios de referencia, etc., y por tanto reduce los costes de información de todas las actividades ligadas al intercambio fondos-activos financieros.
4. *Provisión de liquidez y difusión de precios de los activos financieros.* La existencia de un sistema financiero permite el intercambio entre inversores de los diferentes activos financieros emitidos, dándoles la posibilidad de recuperar el dinero con anterioridad al vencimiento de cada activo. Además, este intercambio genera precios de referencia, que permiten la mejor valoración de los activos existentes.
5. *Ser un instrumento de aplicación y desarrollo de la política monetaria y fiscal*. El sistema financiero (especialmente a través de los productos de renta fija) es un vehículo a través del cual los organismos gubernamentales y de control pertinentes pueden llevar a cabo decisiones de política monetaria y fiscal. Así, por ejemplo, con la emisión de renta fija los gobiernos se financian para realizar sus inversiones y servicios (políticas fiscales), mientras que a través de operaciones en mercados monetarios o con la fijación de tipos de interés de referencia, las instituciones gubernamentales realizan el control de la inflación e inciden en el crecimiento económico (políticas monetarias).

1.4.2. Agentes inversores

Consideraremos como *agentes inversores* a las personas físicas o jurídicas que participan en la compra/venta de activos financieros. Debemos tener en cuenta que los agentes que participan en un sistema financiero son *individuos heterogéneos,* con diferentes objetivos, necesidades, conocimientos, aptitudes, etc., en contraposición al agente homogéneo que se ha utilizado tradicionalmente en los modelos financieros clásicos. En primer lugar vamos a distinguir dos

© Ediciones Pirámide

tipos de agentes inversores básicos, que son los que participan en el *mercado primario o de emisión (prestamistas y prestatarios)* y los que aparecen en la mayoría de manuales financieros, para luego presentar dos tipos adicionales de agentes inversores que participan en el *mercado secundario o de negociación,* realizando bien arbitraje o coberturas (véase figura 1.3):

1. *Prestamistas (Lenders)*[19] *y Prestatarios (Borrowers):* definimos a los *prestamistas* como aquellos agentes con exceso de efectivo (superávit) que deciden intervenir en el sistema financiero prestando dinero a aquellas entidades con déficit o necesidades de financiación *(prestatarios).* Así, el Sr. Antoni Castells, médico de profesión que ha ahorrado 30.000 euros (superávit), y que decide comprar en la subasta del Tesoro 15.000 euros de bonos y adquirir 15.000 euros de acciones de una compañía telefónica en una OPV, está realizando una inversión financiera (en *mercado primario*) y actuando como prestamista de dinero (entregando efectivo al Estado y a la empresa telefónica para que puedan realizar las inversiones productivas necesarias en su actividad). Los *prestatarios* son aquellos agentes que utilizan el *mercado primario* (o de emisión) del sistema financiero para conseguir efectivo (financiación), el cual desean aplicar a inversiones productivas. Así, la empresa telefónica a la que el señor Castells ha «dejado» 15.000 euros dedicará estos recursos a llevar a cabo inversiones productivas en satélites, o comprar antenas que le permitirán seguir realizando su actividad empresarial.
2. *Inversores de largo plazo, especuladores y jugadores*: siguiendo el uso habitual de estos términos por diferentes autores, entre ellos, por ejemplo, Kostolany (1986), podemos decir que en el *mercado secundario* existen diferentes tipologías de inversores. En primer lugar existen los *inversores a largo plazo,* que aplicando diferentes estrategias de inversión, que serán analizadas más adelante (véase punto 2.3.2), participan en el *mercado secundario,* e incluso, en momentos puntuales, pueden actuar en el *mercado primario,* convirtiéndose en prestamistas en algunas operaciones concretas. En segundo lugar existen los *especuladores,* agentes que realizan inversiones a corto plazo buscando fluctuaciones de precios y siguiendo diferentes técnicas de inversión. Podemos distinguir tres tipos de especuladores: *Scalpers* (que buscan tendencias a muy corto plazo, normalmente minutos, e intentan conseguir beneficios de pequeñas variaciones de precios), *Day traders* (que mantienen su posición de especulación durante como máximo un día, para no sufrir el riesgo de posibles noticias adversas mientras el mercado está cerrado) y los *Position Traders* (que mantienen su posición durante más de un día, buscando

[19] En la mayoría de manuales se los conoce también como *ahorradores (Savers),* pues el dinero que invierten en activos financieros proviene normalmente de su ahorro.

© Ediciones Pirámide

beneficios a través de grandes movimientos de mercado). Finalmente, existen los *jugadores,* inversores sin demasiado criterio ni estrategia, que participan en el *mercado secundario* por la adrenalina que supone el juego en sí, como si se tratara de una apuesta o del casino.

3. *Inversores con estrategias complejas:* finalmente, en el *mercado secundario* participa también *otro tipo de inversores* con objetivos, técnicas y estrategias complejas muy diferentes a los comentados hasta el momento. Así, existen inversores que *realizan arbitraje (arbitrage)*. El arbitraje tradicional se basa en aprovechar discrepancias de precio entre activos que son idénticos y que son negociados en diferentes mercados. Hay tres categorías de arbitraje: arbitraje puro *(pure arbitrage),* en el que se generan beneficios sin riesgo; casi arbitraje *(near arbitrage),* en el que no hay seguridad de convergencia de precios y existen limitaciones, por ejemplo de cantidades o costes de transacción; y finalmente, el arbitraje especulativo *(speculative arbitraje),* que estrictamente no es arbitraje, pues existe un riesgo subyacente (por ejemplo, el arbitraje estadístico o de volatilidad). Otro tipo de inversores con estrategias complejas en mercados secundarios son los que *realizan coberturas (hedgers),* los inversores que utilizan *sistemas de trading de alta frecuencia*, los inversores que realizan estrategias de *spreading*[20]*, etc.*

1.4.3. Mercado financiero

Nos gustaría definir *mercado financiero, mercado físico o electrónico (FoE) o Physical or Electronic Market (POE Market)* como el lugar o plataforma física o electrónica donde se intercambian activos financieros. Con esta definición englobamos tanto los mercados *primarios de emisión* y los *mercados directos (OTC)* (parte inferior de la figura 1.3), como *los secundarios de negociación* (parte superior de la figura 1.3). La palabra mercado proviene del latín *Mercatus*, que podría haber evolucionado del vocablo *mercari* (comprar), vocablos directamente relacionados con el dios romano del comercio, el conocido dios *mercurius.* A su vez, todos estos vocablos podrían evolucionar de la raíz merk-, empleada por los etruscos para formar palabras relacionadas con el comercio. Siempre que existan dos agentes que negocian activos financieros estaremos hablando de un mercado FoE. Así, por ejemplo, un «mercado» en el sentido físico podría ser el edificio de la Bolsa de Barcelona o el edificio de la Bolsa de NY en Wall Street; un «mercado» en el sentido electrónico es, por ejemplo, la plataforma SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil Español), que permite operar en el mercado continuo español; mientras que un mercado directo (OTC) se produciría en una negociación cara a

[20] Estrategia de inversión que consiste en realizar dos posiciones simultáneas, normalmente en futuros, para aprovechar diferentes valoraciones entre vencimientos o productos.

© Ediciones Pirámide

cara entre los representantes de dos empresas financieras que estuvieran cerrando la contratación de un SWAP, o en la negociación de un depósito entre un cliente y una institución financiera.

Para que un mercado FoE realice de forma eficaz sus funciones debe presentar unas características determinadas[21] que lo acerquen a una situación de competencia perfecta. Algunas de las características deseables son:

1. *Amplitud:* característica relacionada con el volumen de intercambios de activos financieros que se producen entre oferta y demanda. Por ejemplo, el mercado de Somalia es muy estrecho (negocia muy pocas acciones diariamente, y muy pocas empresas cotizan en ese mercado) en comparación con el mercado americano, donde existen miles de empresas cotizadas y en el que se realizan compra/ventas por millones de títulos diarios. Mayor amplitud conllevará un mejor funcionamiento del mercado.
2. *Profundidad:* característica relacionada con la oferta y la demanda de cada uno de los activos financieros que se negocian en el mercado. Se suele decir que un mercado es más profundo cuantas más órdenes de compra/venta existen y están almacenadas en él por encima y por debajo del precio de equilibrio. Un mercado profundo tiene más capacidad para suavizar las oscilaciones de precios, de modo que más profundidad conllevará un mejor funcionamiento. Por ejemplo, en la Bolsa española se almacenan miles de órdenes de compra/venta, y por ello presenta una profundidad bastante importante en comparación con otros mercados como el de Mongolia, México o Colombia.
3. *Transparencia:* característica relacionada con el acceso, transferencia y coste de la información sobre los activos financieros, los precios de los mismos y el mercado. Por ejemplo, la existencia de webs del mercado, el acceso fácil a los precios o volúmenes negociados, etc., permiten mejor acceso a los agentes y una mejor negociación y fijación de precios. Mayor transparencia conlleva un mejor funcionamiento del mercado.
4. *Libertad:* característica relacionada con la posibilidad de que los diferentes agentes participen en el mercado, realizando transacciones sin limitaciones. Por ejemplo, el mercado chino no es un mercado libre, pues presenta limitaciones de acceso a inversores internacionales que quieran operar en él. Mayor libertad de acceso y transacción conlleva un mejor funcionamiento del mercado.
5. *Flexibilidad:* característica relacionada con la facilidad y rapidez de los agentes del mercado para reaccionar ante la nueva información. Así, si ante una noticia negativa los agentes reaccionan rápidamente, ajustando a la baja los precios de diferentes activos, el mercado es flexible. En cam-

[21] Características desarrolladas tomando como base Parejo et al. (2007).

© Ediciones Pirámide