



Ux
28
(8817)

Documento de Trabajo

8 8 1 7

**INNOVACION FINANCIERA; FACTORES QUE INFLUYEN
EN SU APARICION Y EFECTOS
SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO**

Irene Saavedra Robledo

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES.- UNIVERSIDAD COMPLUTENSE

Campus de Somosaguas. 28023 - MADRID

INNOVACION FINANCIERA; FACTORES QUE INFLUYEN EN SU APARICION Y
EFECTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO.

Irene Saavedra Robledo

INNOVACION FINANCIERA; FACTORES QUE INFLUYEN EN SU APARICION Y
EFECTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO.

- I.- El sistema financiero español ante su liberalización.
- II.- El control monetario.
- III.-Evolución del sistema financiero internacional.
- IV.- Un esquema general del proceso de innovación financiera.
- V.- Algunos efectos relevantes de la innovación sobre el sistema financiero.
- VI.- Resumen y conclusiones.

INNOVACION FINANCIERA. FACTORES QUE INFLUYEN EN SU
APARICION Y EFECTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO.

I.- EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL ANTE SU
LIBERALIZACION.

El sistema financiero español anterior a su proceso liberalizador que comienza en 1974, y más concretamente a partir de 1977, estaba basado en la Legislación elaborada esencialmente hacia 1962 (Ley 2/1962 de 14 de abril: Ley de Bases de ordenación del Crédito y la Banca, desarrollada por el Decreto-Ley 18/1962, de 7 de junio), que había establecido compartimentos estancos en el sistema financiero y que permitía escasos márgenes a las nuevas iniciativas.

Poco a poco, y de manera cautelosa, las autoridades monetarias procedieron a relajar las condiciones que hacían que el mercado se moviera en un ámbito tan estrecho. Este proceso dio un primer paso cuando en 1974 se liberaliza la apertura de oficinas bancarias -Decreto 2245/1974, de 9 de agosto, sobre Normas de expansión bancaria- (1) y, posteriormente, con la entrada en el mercado español de la banca extranjera(2). Estos dos hechos marcaron características importantes para los mercados españoles: de un lado, el aumento de la competencia dentro del sistema financiero español, y, de otro, la posibilidad para los agentes españoles de incorporarse con mayor facilidad a los mercados financieros internacionales.

Posteriormente la liberalización ha ido reflejándose en los siguientes hechos:

- gradual supresión de los límites a los tipos de interés de las operaciones bancarias.

- flexibilización de las disposiciones que restringían los campos de actividad de los distintos intermediarios existentes y la autorización para el establecimiento de nuevas entidades de tipo bancario y no bancario.

- avances en la supresión de las trabas a los movimientos internacionales de capitales.

- modificación paulatina de los coeficientes de inversión obligatoria.

Este proceso liberalizador experimentó diversos retardos y retrocesos en función de las presiones de los grupos sociales beneficiados por la regulación anterior, de las dificultades coyunturales de la balanza de pagos y, sobre todo, del déficit público, que como se verá posteriormente, es uno de los factores desencadenantes del desarrollo de las innovaciones financieras.

Como resumen podrían enumerarse las claves que han supuesto las principales modificaciones de nuestro sistema financiero, que han sido de una magnitud más importante que la del resto de los países de la Comunidad Económica Europea debido a la situación inicial de partida, situación de gran intervecionismo y subdesarrollo:

1.- Déficit del sector público. Mantiene un nivel muy elevado con respecto al Producto Interior Bruto, y parece instalado en nuestra economía con carácter permanente. Este hecho junto con la política monetaria antiinflacionista desarrollada, ha provocado en los últimos tres años un crecimiento vertiginoso de las necesidades de

financiación del Tesoro. En particular, este problema ha afectado de manera sustantiva al control monetario, tanto en su estructura como en su instrumentación.

2.- Inflación. La resistencia a disminuir que presenta el diferencial con el resto de los países desarrollados condiciona la política monetaria, y ha exigido disponer de mecanismos eficientes de control. Sin embargo, esta tendencia parece haber disminuído en el año 1987, aunque todavía sea pronto para valorar su verdadero alcance.

3.- Permanente amenaza de crisis en las instituciones de crédito. Lo cual ha exigido continuar el desarrollo de las normas de solvencia, garantía y control. Aquí cabría citar el nuevo coeficiente de recursos propios y la normativa sobre provisiones, en especial las de riesgo-país. En cambio los Fondos de Garantía de Depósitos han sufrido pocos cambios.

4.- Corriente liberalizadora e innovadora. Producida no sólo por una mayor educación financiera, tanto en ahorradores como en inversores, sino también como parte del proceso de nuestra incorporación a la Comunidad Económica Europea. Dentro de este capítulo merece especial mención la modificación del coeficiente de inversiones obligatorias.

II.- EL CONTROL MONETARIO.

En los últimos años la estimación de ecuaciones de demanda de dinero ha ido complicándose considerablemente, y, en consecuencia, las conclusiones de los estudios han ido perdiendo nitidez.

Una condición esencial para que la demanda de dinero pueda desempeñar el papel que se le atribuye en el diseño de la política económica es la de que sea estable, y por estabilidad tradicionalmente se ha entendido en economía que cumpla las tres condiciones recogidas por Judd y Scadding:

a) que la relación dependa de pocas variables, pues, de lo contrario, se hace efectivamente impredecible.

b) que los parámetros sean constantes a lo largo del tiempo.

c) que la relación entre la cantidad de dinero y sus variables determinantes sea muy estrecha -es decir, que el error de predicción sea pequeño.

La inestabilidad de esta relación ha pasado a ser un hecho generalizado mundialmente. La innovación financiera no ha sido precisamente ajena a contribuir a esta inestabilidad, siendo los efectos que sobre la demanda de dinero ha suscitado los siguientes:

a) Dificultad para definir qué es dinero. La aparición de cuentas disponibles a la vista remuneradas y de instrumentos a corto plazo, muy líquidos y de alta remuneración, tiende a diluir las fronteras del agregado monetario.

b) Disminución de la sensibilidad del dinero al tipo de interés. El coste de oportunidad de mantener saldos líquidos desciende considerablemente al incorporar al agregado monetario activos remunerados.

c) Transmisión más rápida de los efectos de la política monetaria al sector real, o dicho de otra manera, que los diversos componentes del gasto en bienes y servicios han pasado a depender más que antes del tipo de interés, y ello debido entre otras causas, a la desintermediación, entendida ésta como dilución de las barreras entre intermediarios financieros y aquellos que no lo son. Como se verá posteriormente la desintermediación es un fenómeno que marcha paralelo al de innovación financiera. El

acortamiento de los plazos de vencimiento, la generalización de las operaciones a tipos variables, y la desintermediación, con la subsiguiente disminución del racionamiento del crédito bancario como vehículo transmisor de los impulsos de la política monetaria, son tres de los principales motivos por los que el gasto se ha vuelto más sensible a los tipos de interés.

El proceso de innovación financiera ha ampliado la gama de instrumentos que, ofreciendo una rentabilidad relacionada con la de mercado, podían ser utilizados para instrumentar transacciones; ha aumentado el grado de liquidez de numerosos instrumentos preexistentes, y, al mismo tiempo, han ido creándose nuevos activos con grados más o menos elevados de liquidez y tipos de interés de mercado. Todo ello ha tendido a reducir la nitidez de cualquier demarcación entre dinero y activos no monetarios y a introducir fuertes elementos de inestabilidad en la demanda de dinero, ya se refiriera ésta a una definición estricta de dinero como a magnitudes monetarias más amplias.

La política monetaria está basada en el control cuantitativo de unas u otras magnitudes, ya sea M3 -agregado formado por el efectivo en manos del público, depósitos a la vista, depósitos de ahorro y depósitos a plazo en el sistema bancario- el elegido u otro agregado

más amplio, para transmitir efectos hasta la demanda nominal de bienes y servicios del público. Parece lógico suponer que una demanda de dinero inestable afecte profundamente a las decisiones que la autoridad monetaria deba tomar, razón por la cual las autoridades monetarias de muchos países se han visto obligadas a redefinir las magnitudes de control, aunque, con frecuencia, esas redefiniciones hayan quedado rezagadas ante la aparición de otras innovaciones.

Por otro lado, los cambios en el nivel general de los tipos de interés de mercado se transmiten ahora más rápidamente y con mayor amplitud a todos los sectores de la economía, produciéndose lo que se conoce como "efecto dominó". También aquí han jugado las innovaciones un importante papel, modificando los mecanismos de transmisión de efectos de la política monetaria y ello ha sido así porque todo el proceso ha determinado una ampliación de la gama de instrumentos financieros sometidos a variaciones de los tipos de interés. Entre los factores que han contribuido a ello pueden señalarse los siguientes:

1.- Las medidas de desregulación, especialmente las que han eliminado rigideces de los tipos de interés.

2.- La utilización creciente de préstamos con tipos de interés variables.

3.- La tendencia a la titularización y, por tanto, al desplazamiento desde el crédito tradicional hacia formas de financiación incorporadas a títulos negociables.

4.- El desarrollo de mercados para nuevos instrumentos y la ampliación de los existentes para instrumentos anteriores.

Como consecuencia de lo anterior, el racionamiento del crédito como canal de transmisión de los efectos de la política monetaria ha perdido importancia. De ahí la tendencia a la menor eficacia de las políticas monetarias que pretenden instrumentarse a través del control del crédito bancario, ya que tanto la flexibilidad de los tipos de interés como la gama de activos alternativos tienden a neutralizar tales políticas a través de la activación de otros cauces financieros.

III.- EVOLUCION DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL.

Los cambios ocurridos en el entorno económico durante los últimos diez años no podían dejar de afectar, con así ha ocurrido, al sistema financiero internacional. El desarrollo de la actividad financiera, más dinámico y exigente, entra en conflicto con un sistema financiero obsoleto y estrecho, que por su regulación impedía el paso de actividades innovadoras. Este ha sido el caso del sistema financiero español, en el cual, aunque con cierto retraso con respecto a otros países, se ha iniciado un acelerado proceso de innovación financiera tendente en muchos casos a evitar la normativa tanto del Banco de España, como fiscal.

Como factores que fundamentalmente han supuesto cambios en el sistema financiero internacional, la mayoría de los autores recogen los siguientes:

1.- La aceleración de la inflación en la mayor parte de los países desarrollados a partir de los primeros años setenta.

2.- El surgimiento de déficits públicos permanentes y de gran amplitud.

3.- Las transformaciones en el entorno financiero internacional, destacándose entre otras: el paso del sistema de paridades fijas al de tipos de cambio flotantes

a partir de 1973; los sucesivos cambios en el patrón de la distribución internacional de los excedentes exteriores, ocasionados por la crisis del petróleo y la posterior caída de los precios del crudo y otras materias primas; y, en parte derivado de lo anterior, la crisis de la deuda de los países en vías de desarrollo.

4.- La aplicación de los avances tecnológicos en las telecomunicaciones a la actividad financiera.

Todos estos factores han actuado de manera interrelacionada potenciándose unos a otros. La aceleración de la inflación provocó un alza de los tipos de interés con la consiguiente volatilidad de los mismos en los mercados financieros, multiplicada a partir de la aparición de los déficits públicos. Estos fenómenos acrecentaron la preferencia por la liquidez de los ahorradores y obligaron a las autoridades a aplicar políticas monetarias muy restrictivas, y, en ocasiones, a cambios en su instrumentación, incrementándose el volumen de las colocaciones de títulos destinados al drenaje de liquidez, así como las operaciones de mercado abierto.

Por otro lado el déficit público produjo un notable incremento y diversificación de las emisiones de títulos de deuda que, a su vez, estimularon el desarrollo de instrumentos mediante los cuales las instituciones



financieras y los agentes privados competían con el sector público por la captación de recursos. Las nuevas condiciones en los mercados internacionales favorecieron un aumento de la movilidad internacional de los capitales y de la actividad de los intermediarios financieros presentes en estos mercados, cuyas prácticas fueron asimiladas, con mayor o menor rapidez, por los mercados financieros nacionales.

Por último, el abaratamiento de las transferencias de fondos y de la disponibilidad de información redujo los costes de las operaciones financieras, actuando en favor de la implantación de innovaciones que presentaran alguna ventaja comparativa con respecto a los instrumentos disponibles.

Estos acontecimientos provocaron en los mercados financieros de los países desarrollados una verdadera ola de cambios que podrían sintetizarse en los siguientes:

a) uso de fuentes de financiación sensibles a los tipos de interés.

b) uso de tipos de interés variables y acortamiento de los períodos de amortización en operaciones de crédito o empréstitos.

c) auge de los mercados financieros directos, con la consiguiente erosión de las características que tradicionalmente diferenciaban los distintos tipos de instituciones.

d) cambios en la banca al por menor, materializados en: adopción de prácticas de la banca al por mayor, utilización intensiva de la automatización y la provisión y cobro de servicios no específicamente bancarios.

e) cambios en la estructura de oferta de los servicios financieros, con un debilitamiento de las líneas de demarcación entre los intermediarios y la entrada en el negocio de los servicios financieros de empresas no financieras.

IV.- UN ESQUEMA GENERAL DEL PROCESO DE INNOVACION FINANCIERA.

Muchos de los acontecimientos que han motivado los cambios enumerados en el epígrafe anterior en cuanto a variaciones en el sistema financiero internacional son causantes, más o menos directos, de la aparición de innovaciones.

Antes que nada sería preciso señalar que una innovación financiera puede ser tanto un nuevo producto como un nuevo proceso con aperturas de mercados financieros alternativos. En el primer caso tendríamos, por ejemplo, los bonos de cupón cero -cuyos intereses se hacen efectivos en el momento de la amortización de los títulos- y, en el segundo, el nuevo sistema de envío de fondos por transferencias electrónicas. En cualquier caso es importante destacar el papel que la avanzada tecnología puesta a disposición de los mercados financieros está jugando en todo el proceso de innovación, y sin la cual en muchos casos no sería posible llevarlo a cabo.

En general una innovación financiera no es un proceso nuevo en su totalidad, sino que implica, en la mayoría de los casos, la modificación de uno ya preexistente. Toda innovación financiera conlleva un coste financiero implícito. Este coste queda representado por el diferencial -"spread" en la terminología anglosajona- entre lo que percibe el ahorrador por sus fondos y lo que paga el inversor último.

Así, las innovaciones pueden surgir tanto para dar respuesta a un mercado incompleto, como a las oportunidades de beneficio que puedan surgir por causa de las

ineficiencias de la intermediación financiera. Existirá un mercado completo cuando toda posible contingencia se corresponda con un producto financiero específico.

El cambio operado en los mercados financieros internacionales, como ya se ha apuntado, ha llegado también a nuestro país, donde a partir de 1984 las variaciones de flujos financieros han sido notables. De hecho la composición de la variación del total de activos financieros del sector "empresas no financieras y familias" se vió bastante alterada en relación a los años anteriores. De un lado prosiguió el desarrollo de nuevas formas de inversión financiera a corto plazo, en busca de mayores rentabilidades y del máximo aprovechamiento de las ventajas relativas de los distintos instrumentos desde el ángulo de la ocultación fiscal. Pero, de otro lado, el año 1984 aportó como novedad un importante desarrollo de la innovación financiera a largo plazo.

En cuanto a los pasivos financieros, su bajo crecimiento neto se debió esencialmente al crédito otorgado por la banca y las Cajas de Ahorro, mientras que la financiación exterior mantuvo un importante protagonismo y la financiación directa en los mercados monetarios y de títulos de renta fija y variable adquirió un relieve desacostumbrado.

La evolución de la financiación de empresas y familias en el año 1984 demostró una sensibilidad a los costes relativos de las distintas fuentes muy superior a la que se había evidenciado en años anteriores.

Según James Van Horne los cambios del mercado financiero que motivan la innovación son los siguientes:

1.- La volatilidad de los tipos de interés y de las tasas de inflación, entendida como la escasa predecibilidad que sobre ambas existe, por las frecuentes variaciones a que se ven sometidas, y por el poco o nulo control que los participantes en el mercado financiero pueden ejercer sobre ellas.

2.- Las variaciones de la regulación o las acciones destinadas a evitar los efectos de aquélla.

3.- Los cambios en el sistema fiscal impositivo.

4.- Los avances tecnológicos.

5.- El nivel de actividad económica.

6.- El trabajo académico sobre la eficiencia o ineficiencia de los mercados.

La mayoría de los autores coinciden en señalar las anteriores como causas fundamentales, si bien la importancia relativa de cada una de ellas varía.

En un entorno económico de tipos de interés y tasas de inflación variables, se genera una demanda de tipos diferentes de instrumentos financieros.

También han motivado muchas innovaciones las variaciones en la regulación encaminadas a evitar los efectos de la misma. A lo largo de los últimos años de la década de los setenta y especialmente durante los primeros de la década de los ochenta, se experimentó un proceso desregulador de la industria de los servicios financieros, diluyéndose, y en algunos casos, borrándose las fronteras que delimitaban los campos de actividad de las diversas instituciones financieras. La diferencia entre bancos comerciales, cajas de ahorro, bancos hipotecarios, grandes conglomerados financieros, e incluso grandes empresas comerciales que prestan servicios financieros, se ha difuminado. Cada una de estas instituciones ha perdido seguridad en su parcela y se ha visto obligada a abrir nuevas sendas para la captación de ahorro.

En cuanto a la variación de las leyes fiscales influye en la innovación en una doble vertiente. Por un lado las variaciones en la diferente imposición de los intereses y

dividendos afecta, a veces de manera dramática, al proceso de equilibrio del mercado. Por otro lado, la fiscalidad a que están sometidas las ganancias de capital hace que aparezcan tanto nuevos productos, que momentáneamente pueden quedar exentos, como nuevas versiones de los ya existentes.

Los avances tecnológicos han provocado más cambios en los procesos que en los productos en sí mismos. Tanto la reducción de costes como el incremento de la velocidad en las transacciones y la precisión con que pueden efectuarse han sido efectos de la creciente automatización. Transferencias electrónicas de fondos, cajeros automáticos, terminales en los puntos de venta y el que podría llamarse "banco en casa", han sido algunos de los aspectos más destacados de este proceso.

La relación entre nivel de actividad económica e innovación financiera parece que es directa. En períodos de prosperidad económica, la mayoría de las instituciones financieras están dispuestas a arriesgarse y expandir el negocio, mientras que en períodos de recesión la tendencia es hacia la liquidez y la reducción del riesgo.

V.- ALGUNOS EFECTOS RELEVANTES DE LA INNOVACION SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO.

1.- ~~GLOBALIZACION~~ GLOBALIZACION. Uno de los aspectos en los cuales la innovación financiera ha mostrado una clara influencia en los sistemas financieros nacionales ha sido el de su creciente internacionalización. En un sistema de economía de mercado, la interrelación entre los distintos agentes es tal, que resulta imposible analizar ningún fenómeno de manera aislada, y esto se produce en mayor medida en los subsistemas monetario y financiero.

Por otro lado la aparición del euromercado -conocido como el conjunto de transacciones financieras realizadas en moneda diferente a la del país de residencia del intermediario que las efectúa- basado en la idea de tener un mercado en el que las transacciones respondan a la oferta de fondos que vengan denominados en diferentes monedas también ha acentuado la internacionalización de las operaciones, y ello ha sido posible entre otras causas por la paulatina eliminación de las trabas legales que lo imposibilitaban, por el creciente peso del comercio internacional y por los grandes excedentes de recursos financieros producidos en los últimos años. En este aspecto jugó un importante papel la crisis de los países latinoamericanos que ante sus problemas de déficit externo

recurrieron a los bancos occidentales en demanda de financiación en lugar de acudir al Fondo Monetario Internacional. El problema se planteó cuando aparecieron los primeros vencimientos y los países endeudados fueron incapaces de devolverlos, apareciendo crisis en algunas entidades que habiendo encontrado un lugar para colocar sus excedentes no siempre lo hicieron con las adecuadas medidas de garantía y solvencia.

Para las autoridades monetarias la globalización dificulta fuertemente el control que sobre el sistema financiero pueden llevar a cabo, no sólo por las variaciones de tipos de interés entre los distintos países, sino también por la influencia que sobre los nuevos productos tienen los tipos de cambio.

2.- TITULARIZACION. Con la innovación se ha producido un desplazamiento desde créditos bancarios hacia activos negociables en los mercados. Este fenómeno que en terminología anglosajona se conoce como "securitisation" ha adquirido una gran importancia, durante los últimos años, en los mercados internacionales de crédito y capitales transmitiéndose desde ellos a los mercados nacionales, donde los bancos han mostrado tendencia a, por un lado, hacer negociables en los mercados una parte de sus pasivos y, por otro, a participar activamente en operaciones de sustitución de crédito bancario por activos negociables.

Así, por ejemplo, los bancos han procedido a la titularización de préstamos con garantía hipotecaria y a la emisión de participaciones en préstamos, generalmente concedidos a empresas de primera calidad.

No cabe duda de que la titularización mejora las condiciones de prestatarios y ahorradores: amplía la gama de activos financieros; ofrece a los prestatarios posibilidades de financiación flexibles y con bajo coste, y a los ahorradores colocaciones rentables y de riesgo moderado.

El problema que se plantea a medio plazo es el de la valoración de los riesgos, ya que si bien no parece posible una caída de los beneficios bancarios, no es menos cierto que la mayoría de estas operaciones se realizan fuera de balance, es decir fundamentalmente con asientos contables "de orden". En este sentido países como Francia, Holanda y Alemania han decidido incluir algunas de las nuevas operaciones en el cálculo de los coeficientes de solvencia o de los requerimientos de capital.

Las consecuencias de los riesgos no asumidos y la necesidad de mantener cierto grado de estabilidad en el sistema financiero son dos factores que hacen afirmar a

Luis A. Rojo : "No creo que pueda decirse, como se ha dicho a veces, que la oleada de rápidas innovaciones financieras es un bien social sin restricciones".

3.- DESINTERMEDIACION. Los intermediarios financieros participan en los mercados financieros organizados, sin que pueda distinguirse esta participación en nada de la que realizan otros agentes comisionistas, mediadores o participantes en el mercado. Pero pueden también organizar mercados específicos para sus compras de activos y ventas de pasivos, mercados que les son propios y a través de los cuales desarrollan lo más específico de su actividad. Estos mercados negociados, creados por los intermediarios financieros, pueden denominarse mercados intermediados, siendo su característica primordial, que en ellos se compran pasivos específicos creados por los propios intermediarios y se venden activos individualizados que los intermediarios ofrecen a partir de los fondos que han captado previamente a través de la emisión de aquellos pasivos.

Podría, pues, definirse la desintermediación financiera como el proceso por el cual el flujo de fondos se desvía de los mercados intermediados para desarrollarse a través de mercados que permiten la relación directa entre

prestatarios y prestamistas últimos, siendo éstos los que adquieren por sí mismos los activos financieros emitidos por aquéllos.

El proceso de desintermediación se ha acentuado extraordinariamente con la innovación financiera. Un claro ejemplo de ello lo constituye el mercado secundario de Pagarés del Tesoro, en el que la participación de los intermediarios combina elementos del comisionista y el mediador. Lo mismo ocurre con el mercado de Pagarés de Empresa, donde los intermediarios financieros actúan como comisionistas.

En resumen, la desintermediación significa el intento por parte de los agentes económicos de apropiarse del margen que obtendrían en otro caso los intermediarios financieros.

4.- COMPETITIVIDAD.- Sobre el incremento de la competencia entre los intermediarios financieros, comisionistas y mediadores que intervienen en el mercado, sólo cabe volver sobre lo ya señalado en el epígrafe IV, añadiendo que tanto la globalización como la titularización y la desintermediación no hacen sino favorecer la fuerte competencia que se ha producido en los últimos años.

No sólo se crean nuevos productos que compiten con los ya existentes, sino que, además, aparecen nuevos intermediarios y nuevos mercados, sin olvidar la creciente participación del sector público que compite con el privado en la captación del ahorro.

VI.- RESUMEN Y CONCLUSIONES.

Todo lo expuesto anteriormente plantea problemas muy importantes de supervisión bancaria y de articulación entre la supervisión de las autoridades bancarias y la de los mercados de títulos, en la medida que las líneas tradicionales de demarcación tienden a borrarse. Por otro lado, la globalización del sistema financiero impone una creciente cooperación entre las entidades supervisoras de los distintos sistemas nacionales y una mayor uniformidad de sus prácticas y criterios, con objeto de preservar la estabilidad, considerada como bien básico de todo sistema financiero. Recordando el viejo aforismo "el exceso de competencia es lo que acaba con la competencia", el reto del sistema financiero del futuro estriba, en mi opinión, en combinar la estabilidad del sistema con cierto grado de flexibilidad y control.

BIBLIOGRAFIA.

- Informe Anual, 1984. Banco de España.

- Fernando Gutiérrez. "La innovación financiera en España. Evaluación y perspectivas". EC/1987/24 de 28 de abril.

- Carlos Cuervo-Arango y J.A. Trujillo. "La política monetaria y la evolución reciente de los flujos financieros". Papeles de Economía Española. No. 32. 1987.

- Carlos Cuervo-Arango y J.A. Trujillo. "El sistema financiero español". Ariel Economía. 1985.

- Boletín económico del Banco de España. Octubre, 1987. "La demanda de ALF: una estimación provisional".

- James Van-Horne. "De la innovación financiera y sus excesos". Información Comercial Española. Enero, 1986.

- Luis Angel Rojo. "Renta, Precios y Balanza de Pagos". Alianza Editorial. Madrid, 1974.

- Alexandre Lamfalussy. "Worldwide competition in financial markets: supervisors on 23rd October 1986". 4th international conference of banking supervisors. Amsterdam, 1986.

NOTAS

(1) En el preámbulo del Decreto 2245/1974 de 9 de agosto se especifica: "Se adopta el principio de libertad para la apertura de nuevas oficinas bancarias, aunque adoptando, naturalmente, las necesarias previsiones para que el proceso de expansión se desarrolle de modo ordenado y venga respaldado por el crecimiento de los recursos propios, como expresión de la solvencia de las entidades bancarias. Por ello, la libertad de apertura de sucursales y agencias aparece limitada por la propia capacidad de expansión de cada Banco, medida ésta como diferencia entre sus recursos propios y la capacidad ya consumida por las oficinas anteriormente abiertas". Este Decreto tuvo su posterior desarrollo en la Orden de 20 de septiembre de 1974.

(2) Resolución de la Dirección General de Transacciones Exteriores de 20 de enero de 1975 que desarrolla la Normativa establecida en los Decretos 3021 y 3022 de 1974, de 31 de octubre sobre sucursales y establecimientos de no residentes. Posteriormente el Real Decreto 1388/1978 de 23 de junio, recoge el principio de reciprocidad, en cuanto a

la regulación de la presencia de la Banca extranjera en España. Las razones aducidas son tanto por aportación de nuevos y mejores servicios en el terreno particular de la financiación en divisas y operaciones del comercio internacional, como por el mayor grado de competencia que la presencia de bancos extranjeros puede introducir en nuestro sistema financiero.