



JUAN JOSE DURAN HERRERA
PROSPER LAMOTHE FERNANDEZ
Catedráticos de la Universidad Autónoma de Madrid

Especial referencia al caso español

LAS TENDENCIAS EVOLUTIVAS DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS

EL panorama o situación que han venido mostrando los sistemas financieros y la economía real es una resultante de un proceso histórico-evolutivo que, de acuerdo a los acaecimientos socio-políticos y al propio dinamismo de la economía, ha configurado las transformaciones nacionales e internacionales, en las que interactúan la adopción de estrategias tanto defensivas como ofensivas de los diferentes agentes económicos. La estrecha interrelación entre ambos segmentos (financiero y real) del sistema no significa ni mucho menos la existencia de un paralelismo y sincronización de ambos en su respectiva evolución. El sector financiero es, por su propio quehacer, mucho más flexible y rápido en su adaptación a las nuevas situaciones que lo que muestra el sector real, entendido éste en un sentido amplio.

La misión que el mercado de capitales ha de cumplir en un sistema económico descentralizado, dadas unas condiciones socio-económicas tanto a nivel nacional como internacional,

puede concretarse en proporcionar los fondos necesarios para satisfacer la demanda del sector empresarial, y de los inversores en general, en plazo y precios adecuados.

Los principales factores económicos que más directamente han afectado a los mercados de capitales en las dos últimas décadas, los podemos concretar en los siguientes; todos ellos interrelacionados (1):

1. Elevadas tasas de inflación y volatilidad de los tipos de interés.
2. Recesión de la economía internacional. Desequilibrios de las balanzas por cuenta corriente.
3. Volatilidad de los tipos de cambio.
4. Generalización del déficit del sector público.
5. Reasignaciones en la liquidez internacional.
6. Necesidades crecientes de capital de los países menos desarrollados y crisis de endeudamiento.
7. Avances tecnológicos en las comunicaciones e informática.
8. Proceso regulador de los mercados financieros.

A partir de algo más de la segunda mitad de los años sesenta, fecha en la que se puede cifrar que comenzó a explicitarse de una manera más acusada los inicios de la crisis del Sistema Monetario Internacional, hasta la subida brusca de los precios del petróleo del año 1973, la tasa promedio de inflación de los principales países de la OCDE era ligeramente superior al 5 por 100, mientras que en los años setenta sobrepasó el 9 por 100, con tendencia a un acusado descenso en la primera mitad de los años ochenta. Este proceso inflacionario contribuyó a que se manifestase en los mercados de capitales una mayor preferencia por la liquidez (con la consiguiente disminución de los plazos) y un aumento del nivel general de los tipos de interés y del coste de capital de las empresas; y, todo ello, como resultante de unos mayores niveles de riesgo y de incertidumbre. Paralelamente habría que mencionar la recesión mundial que se produjo subsiguientemente a 1974, que se vino a concretar en una disminución ralentizada de la inversión empresarial



conjuntamente con un descenso de las tasas de ahorro. Este panorama, tras el consiguiente proceso innovador y de mayor concentración de capital que lógicamente ha fomentado la situación de crisis, comienza a variar ya entrada la pasada década. Asimismo, el aumento progresivo del déficit del Sector Público ha venido obligando a las Administraciones Públicas a obtener fondos en los mercados de capitales.

En los primeros años de los setenta se generaliza también la flotación de los tipos de cambio, lo que origina y fomenta una cierta inestabilidad en los mercados financieros interna-

En el actual panorama no hay que olvidarse del aumento progresivo que se venía observando en el endeudamiento externo de los países menos desarrollados y su creciente necesidad de capitales

cionales; inestabilidad que creará nuevas oportunidades y demandará acciones encaminadas a reducir la incertidumbre. En este mismo período se produce un cierto cambio en la estructura de propiedad de las reservas internacionales, concentrándose una proporción importante de fondos en los países exportadores de petróleo (OPEP). Esta situación crea la necesidad urgente de diseñar o habilitar sistemas encaminados a la redistribución de la liquidez internacional.

En todo este panorama no hay que olvidarse del aumento progresivo que se venía observando en el endeudamiento externo de los países menos desarrollados y las crecientes necesidades de capitales de los mismos, lo que indudablemente ha introducido ciertas presiones en los mercados internacionales de capital. Lógicamente, la caída en la actividad económica de estos países creaba desestabilización en los mercados de capitales. La explicitación de la crisis de la deuda en el verano de 1982 y el análisis de sus causas y consecuencias puso de manifiesto las «deficientes» decisiones que tomaron tanto prestatarios como prestamistas.

Todo este conjunto de circunstancias y de panoramas brevemente apuntados ha conformado el comportamiento de los mercados de capitales nacionales e internacionales demandando de los mismos una respuesta innovadora que posibilitará la salida de la crisis. En nuestra opinión, únicamente puede calificarse de eficiente dicha respuesta si la misma se adecua a las necesidades del sector real de la economía. En cualquier caso, determinadas innovaciones, tanto de procesos como de productos, han sido posibles por la utilización de los avances tecnológicos y de su adaptación a las necesidades del sistema financiero. Sin embargo, conviene subrayar que parte del proceso innovador puede ser explicado en cierta medida por las regulaciones (incluido los controles de cambios) y

la no neutralidad de los sistemas impositivos en las orientaciones de los flujos internacionales de fondos. En esta consideración subyace lógicamente la existencia de imperfecciones y de mercados segmentados.

TENDENCIAS DE LA INTERMEDIACION FINANCIERA

DENTRO del contexto analizado anteriormente, las tendencias que se han venido observando en los mercados financieros y en la intermediación financiera se puede agrupar de la siguiente manera:

- Desintermediación (titulización).
- Globalización.
- Desregulación.
- Innovación.

La desintermediación consiste en un proceso por el que los mercados tienden a la relación directa entre ahorradores y emisores de activos financieros, es decir, a configurarse como mercados desintermediados. En otros términos, se reduce el papel de la transformación de activos financieros y la colocación de títulos o derechos-valores entre los ahorradores finales adquiere más importancia. Así, en el mercado de dinero se acrecienta el papel de los pagarés frente a la alternativa de transformación por los intermediarios de depósitos en créditos y préstamos. En el mercado de capitales la financiación empresarial es de las administraciones públicas mediante emisiones de títulos, valores (acciones, bonos, obligaciones, pagarés, euronotas, etcétera), se incrementa de forma espectacular.

En España, este proceso de desintermediación ha tenido dos características particulares:

a) El peso preponderante del sistema bancario dentro del sistema financiero ha retrasado, según algunos autores, como Gutiérrez y Chuliá (1988), la desintermediación y la innovación en nuestros mercados.

b) La desintermediación ha afectado fundamentalmente a la financiación del Tesoro, siendo aún menos significativa en la canalización de recursos al sector privado.

Además, esta desintermediación ha sido más teórica que real, ya que gran parte de los títulos son adquiridos por las instituciones bancarias, financiándolos posteriormente con instrumentos específicos como las cuentas financieras, ventas con pacto de recompra (repos), etcétera.

Las razones del proceso de desintermediación son diversas, destacando las siguientes:

a) Los mayores conocimientos técnicos de emisores y compradores no financieros que les hace exigir menores costes/mayor rentabilidad en su endeudamiento/inversión. Esta actitud ha conducido a los mercados financieros a reducir los costes de transformación de activos vía titulización.

b) La propia estrategia de los intermediarios financieros para reducir riesgos, especialmente el riesgo de tipos de interés (2).

c) Los costes derivados de la regulación (coeficientes, exigencias en cuanto a recursos propios, etcétera) que provocan la aversión hacia las operaciones que «entran en balance» y una política de aumentar el porcentaje de los ingresos derivados del cobro de servicios como, por ejemplo, colocación de títulos, etcétera.

La consecuencia principal de este proceso desde el punto de vista de la estrategia de los intermediarios financieros es el cambio del tipo de negocio y de la composición por modalidades del nivel de riesgo global que soportan.

En la medida en que las instituciones desintermedian, el riesgo crediticio y el riesgo de intereses derivado de la transformación se reducen, aumentando los riesgos de precios por las carteras de títulos que poseen.

Por otro lado, el fenómeno de la

globalización hace mención básicamente a dos dimensiones:

— El proceso de integración de los mercados financieros a lo largo de todo el mundo, siendo los ejemplos más destacados el funcionamiento sin interrupciones de los mercados de divisas, segmentos de los mercados de acciones y bonos, futuros, opciones, etcétera.

— La tendencia a la eliminación de las fronteras entre los diferentes tipos «tradicionales» de intermediarios financieros. Esta tendencia se puede comprobar observando, en el **cuadro 1**, la evolución en EE.UU. de la oferta de una gama amplia de productos y servicios financieros.

La globalización obliga a los intermediarios a mejorar sus sistemas de información (alerta) de los mercados extranjeros y a plantearse dos posibles estrategias de desarrollo:

— La especialización en segmentos específicos del negocio financiero.

— La opción de un sistema de servicios financieros completos, es decir, la conversión en «conglomerados financieros».

La dimensión, calidad de recursos humanos, características de la clientela, «propia», etcétera, son factores a considerar en la elección entre ambas alternativas.

Los dos fenómenos comentados se producen en un entorno caracterizado por la eliminación de muchas restricciones y trabas legales a la actividad de intermediación financiera. Para cualquier intermediario financiero, la desregulación presenta ventajas e inconvenientes. Entre las ventajas hay que destacar las nuevas oportunidades de negocio creadas y la mayor discrecionalidad en la toma de decisiones.

Los inconvenientes principales se centran en las amenazas de «nuevos competidores» que surgen por la desregulación y los riesgos específicos que la misma conlleva. En cualquier caso, la tendencia de las autoridades

gubernamentales es la de centrar principalmente la actividad reguladora en el objetivo de garantizar la solvencia de las entidades y proteger los derechos del consumidor.

Por esto, algunos autores, como Sinkey (1989), hablan de un proceso de nueva regulación (reregulación) más que de desregulación.

LA INNOVACION FINANCIERA

DADO el dinamismo propio de los sistemas socio-económicos, que se concreta en variaciones de oferta y de demanda, resulta evidente la afirmación de que la canalización eficiente del ahorro

hacia la inversión exige la existencia de un proceso innovador encaminado a minimizar los costes de transacción del sistema. En general, las innovaciones realizadas tanto en procesos como en productos vienen a constituir modificaciones de ideas y prácticas preexistentes. Efectivamente, los diferentes activos financieros existentes vienen a ser combinaciones, en distinta proporción, de las tres variables básicas del proceso de decisión financiera (rentabilidad, horizonte temporal y riesgo). Estos activos se enmarcan o complementan con otros servicios en un proceso específico de una empresa financiera o de un conjunto de ellas. De esta manera, se

pretenderá atender cualquier segmento de ahorro (y acercarse a un mayor grado de amplitud del mercado) para poder llevar a cabo inversiones productivas.

La innovación financiera es quizá el fenómeno más llamativo de las cuatro tendencias comentadas. Esta innovación se ha intentado explicar por diversos motivos, existiendo dos enfoques extremos en la justificación de la misma (3):

a) Un primer planteamiento, califica a la innovación financiera como un proceso fragmentado y oportunista que intenta aprovechar «lagunas» fiscales y de regulación.

b) El enfoque opuesto propone

CUADRO 1

EVOLUCION DEL NEGOCIO FINANCIERO EN USA

| | BANCOS | | CAJAS DE AHORROS | | COMPAÑIAS SEGUROS | | GRANDES ALMACES | | MEDIADORES | |
|---------------------|--------|------|------------------|------|-------------------|------|-----------------|------|------------|------|
| | 1960 | 1984 | 1960 | 1984 | 1960 | 1984 | 1960 | 1984 | 1960 | 1984 |
| Cuentas corrientes | X | X | | X | | X | | X | | X |
| Libretas Ahorro | X | X | X | X | | X | | X | | X |
| Depósitos Plazo | X | X | X | X | | X | | X | | X |
| Créditos Personales | X | X | X | X | | X | | X | | X |
| Préstamos Emp. | X | X | X | X | | X | | X | | X |
| Hipotecas | X | X | X | X | X | X | | X | | X |
| Tarjetas Crédito | | X | | X | | X | X | X | | X |
| Seguros | | | | | X | X | | X | | X |
| Interm. Valores | | X | | X | | X | | X | X | X |
| Fondos Pensiones | | | | | | X | | X | X | X |
| Propiedades | | | | X | | X | | X | | X |

X = Producto comercializado por las instituciones.

FUENTE: J. Jané Solá (1986), pág. 331.

La misión que el mercado de capitales debe cumplir en un sistema económico descentralizado puede concretarse en proporcionar los fondos necesarios para satisfacer la demanda del sector empresarial, y de los inversores en general, en plazos y precios adecuados

que la innovación financiera consiste en la creación de instrumentos que generan nuevas y útiles posibilidades de transferencia y modulación de riesgos, financiación de actividades y alternativas de inversión.

Lógicamente, dentro de las innovaciones financieras que se han generado en los últimos años, se pueden encontrar ejemplos que responden a las propuestas de ambos enfoques. Lo que es cierto es que las innovaciones financieras que se corresponden al primer enfoque, no son consideradas por algunos autores como innovaciones auténticas. En este orden de ideas, una verdadera innovación financiera es aquella que cumple alguna de estas características:

- Proporcionan nuevas oportunidades de cobertura de riesgos.

- Completa los mercados existentes.

- Reduce los costes de transacción de carácter no fiscal.

- Supone el arbitraje de una imperfección del mercado.

En la misma línea de argumentos, Cooper (1986) expone una lista de motivos primarios de la innovación financiera, lo que reflejamos en el **cuadro 2**. Estos motivos primarios son los que han guiado la aparición de un nuevo producto o mercado determinado. Evidentemente, estos motivos son los que explican la aparición de muchas innovaciones, pero no justifican el proceso global de la innovación financiera. Siguiendo a Cooper, este proceso es posible gracias a los factores que aparecen en el **cuadro 3**. Debido a estas causas fundamentales, la actividad financiera ha producido innovaciones de tres tipos:

- Procesos.
- Mercados.
- Productos.

Las primeras hacen referencia a dos modalidades de innovación:

- Las relativas a nuevas técnicas de gestión, análisis de riesgos y control de los activos financieros, favo-



CUADRO 2

MOTIVOS PRIMARIOS DE LA INNOVACION FINANCIERA

1. Facilitar la cobertura y modulación de riesgos.
2. Aumentar la gama de instrumentos del mercado (Mercado completo).
3. Reducir costes de transacción y aumentar la liquidez de los mercados.
4. Evitar las restricciones de las ventas en descubierto.
5. Proporcionar apalancamiento, facilitar la especulación.
6. Arbitraje de regulaciones/imperfecciones.

FUENTE: I. Cooper (1986), pág. 10.

CUADRO 3

CAUSAS FUNDAMENTALES DE LA INNOVACION FINANCIERA

1. Volatilidad de precios (tipos de interés, tipos de cambio, cotizaciones bursátiles, etcétera).
2. Progreso de la informática y las telecomunicaciones.
3. Aumento de la riqueza financiera.
4. Sofisticación/educación de inversores y ahorradores.
5. Competencia entre intermediarios financieros.
6. Evolución de la regulación.

FUENTE: I. Cooper (1986), pág. 11.

recidas básicamente por los progresos de la tecnología informática y financiera (Innovaciones de BACK-OFFICE). Por ejemplo: Sistema de Credit - Scoring, sistemas expertos de gestión de carteras de divisas, opciones, etcétera.

— Las innovaciones en la forma de canalizar las relaciones con la clientela (Innovaciones de FROM-OFFICE). Por ejemplo: Cajeros automáticos, terminales en punto de venta, sistemas «Banco en casa», etc.

En segundo lugar, las innovaciones de mercado hacen referencia a los cambios en la estructura y organización de mercados ya existentes o a la aparición de nuevos mercados organizados. El ejemplo más claro es la aparición de mercados oficiales de negociación de opciones sobre acciones, instrumentos negociados tradicionalmente de forma bilateral y esporádica.

Por último, las innovaciones de productos hacen referencia a la aparición de nuevos instrumentos de inversión, financiación y transferencia



CUADRO 4

EJEMPLOS DE INNOVACIONES DE PRODUCTOS

PLAZO/FUTUROS

Swaps, Futuros financieros, Fras.

TITULIZACION

MBS, CDS, Nifs, Rufs, FRNS, Strips.

OPCIONES

Warrants, Opciones bursátiles, Caps, Floors, Collars, Opciones Túnel en Divisas.

El sector público también ha contribuido al proceso de mayor competencia e innovación, creando nuevos instrumentos negociables y fomentando sistemas modernos de contratación

de riesgos. Estas innovaciones se pueden clasificar, a su vez, en tres modalidades:

- Innovaciones de contratos a plazo/futuros.
- Innovaciones derivadas del proceso de titulización.
- Innovaciones de contratos de opción.

Algunos ejemplos de estas innovaciones se exponen en el **cuadro 4**.

El sistema financiero español, obviamente, no ha estado alejado de

este proceso de innovación, aunque presenta algunas particularidades por las características específicas de la evolución de la economía y la regulación españolas.

De acuerdo con Gutiérrez y Chuliá (1988), estas particularidades son las siguientes:

- El proceso relativamente lento de la competencia en la canalización de los flujos financieros.
- El protagonismo de financiación del déficit público en la evolución financiera del período.
- Las características de los cambios de la regulación financiera y fiscal.

Con respecto al primer punto, hay que tener en cuenta el excesivo nivel de bancarización de la economía española, el cual, junto a la crisis bancaria sufrida a principio de los años ochenta, ha supuesto un freno a las tendencias de liberalización e innovación. Así, en la regulación se ha intentado mantener la competencia dentro de unos límites que permitieran a las instituciones bancarias españolas generar suficientes recursos para solventar la crisis. Adicional-

mente, el control de cambios ha dificultado la internacionalización de las operaciones y la competencia exterior del sistema financiero español.

No obstante, se ha producido un aumento gradual de la competencia gracias a diversos factores:

— La liberalización de los tipos de interés (total a partir de 1987).

— La presencia creciente de la banca extranjera, canal de una gran parte de las innovaciones en el sistema financiero español.

— La aparición de mercados modernos y relativamente sofisticados de deuda pública.

La expansión de intermediarios financieros no tradicionales en el sistema (firmas bursátiles, bancos de negocios, etcétera).

El sector público también ha contribuido al proceso de mayor competencia e innovación, creando nuevos instrumentos negociables y fomentando sistemas modernos de contratación.

Por último, la regulación ha condicionado la no aparición hasta 1989 de mercados organizados de futuros y opciones y ha favorecido la internacionalización reducida de nuestro sistema financiero.

Otro aspecto a señalar es que la evolución de la normativa fiscal ha inducido innovaciones o adaptaciones de producto cuya vida ha sido efímera, en la medida en que la administración española reaccionaba ante las mismas. Las operaciones de venta de créditos o el «relanzamiento» de las pólizas de vida con prima única son ejemplos elocuentes de estos «productos».

A modo ilustrativo, en el **cuadro 5** se muestran las principales innovaciones de nuestro sistema financiero en la década de los ochenta (4).

Los efectos de la innovación financiera son múltiples:

— En primer lugar, se puede argumentar que la innovación puede producir una mayor competencia en el negocio financiero. Aun recono-

CUADRO 5

INNOVACIONES FINANCIERAS EN ESPAÑA EN LA DÉCADA DE LOS OCHENTA

| DOMINIO DE LA INNOVACION | INNOVACION |
|-------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. DE REGULACION | <ul style="list-style-type: none"> — Certificados de regulación monetaria. — Certificados de Depósitos del Banco de España. |
| 2. EMISIONES A CORTO PLAZO | <ul style="list-style-type: none"> — Pagarés del Tesoro. — Letras del Tesoro. — Pagarés de Empresa. |
| 3. INSTRUMENTOS A TIPOS DE INTERES VARIABLES | <ul style="list-style-type: none"> — Obligaciones del Estado a tipo de interés variable. — Bonos bancarios a tipo de interés variable. — Obligaciones de empresa a tipo de interés variable. — Préstamos bancarios y líneas de crédito sobre MIBOR. — Préstamos bancarios referenciados con otras tasas (preferenciales, etcétera). |
| 4. OTROS INSTRUMENTOS BANCARIOS | <ul style="list-style-type: none"> — Préstamos sindicados en pesetas. — Emisiones cupo cero. — Cuentas de mercado monetario. — Participaciones de activo y cesiones de crédito. — Obligaciones subordinadas. — Cuotas participativas. |
| 5. OPERACIONES FUERA DE BALANCE | <ul style="list-style-type: none"> — Swaps de intereses. — Swaps de divisas. — Opciones en divisas. — Frases en pesetas y en divisas. — Operaciones a plazo con deuda pública. — Opciones interbancarias sobre deuda pública. — Caps. |

ciendo la existencia de estructura de carácter oligopolista entre intermediarios financieros, hay que aceptar la rápida incidencia que la innovación tiene en la competencia. Esta incidencia se manifiesta, en primer lugar, a través de la relativamente pronta difusión de los «conocimientos» incorporados a un producto financiero.

Evidentemente, esta rapidez es menor en los que se refiere a procesos en general en cuanto que los mismos, o alguno de ellos, están muy ligados a la propia organización empresarial y, en consecuencia, pueden ser calificados de privativos de la misma, por tanto, la innovación financiera es relativamente fácil de imitar debido a

6. OTROS INSTRUMENTOS
- Warrants.
 - Fondos índice.
 - Bonos «Matador».
 - Títulos hipotecarios.
 - Futuros y opciones estandarizadas sobre deuda pública.
 - Futuros y opciones sobre tasas interbancarias.
7. MERCADOS
- Mercado hipotecario.
 - Mercado de anotaciones en cuenta de la deuda pública.
 - Segundo mercado de valores.
 - Mercado español de futuros financieros (MEFF).
 - Mercado de opciones OM Ibérica.
8. INSTITUCIONES
- Sociedades mediadoras de mercado de dinero.
 - Sociedades de crédito hipotecario.
 - Sociedades de capital-riesgo.
 - Sociedades y agencias de valores.
 - Brokers «cigogs».

FUENTE: M. A. Menéndez (1988) y elaboración propia.

la escasez de atributos que la misma posee, y, por consiguiente, no es posible exigir, ni fácil diseñar, un «sistema de patentes», ya que resulta extremadamente difícil y costoso el demostrar que un contrato es «único» y no una variedad de otra combinación ya existente (Dufey - Giddy, 1981).

— En segundo lugar, el nivel de tecnología financiera exigida para las empresas industriales y comerciales en su gestión aumenta en la medida en que existen más alternativas de financiación, inversión y cobertura de riesgos, ya que una correcta decisión financiera reduce lógicamente el nivel de costes y riesgos totales de las empresas, éstas tienden a considerar con una prioridad creciente su función financiera. Estas cuestiones son extensibles con las debidas adaptaciones a las economías familiares en sus decisiones de colocación de ahorro y endeudamiento.

En definitiva, los sistemas financieros tienden a ser más completos, competitivos, eficientes y sofisticados.

En el caso de nuestro país, estas tendencias, junto a los previsibles efectos de la implantación del Mercado Unico Europeo y de la reciente evolución europea, van a exigir políticas específicas por parte de todos los agentes económicos españoles: instituciones financieras, empresas industriales y comerciales, etcétera. Dentro de estas políticas conviene destacar, dado el ámbito en que publicamos este artículo, las orientadas a mejorar, adaptar y crear tecnología financiera para la economía española. Esto constituye un reto para los profesionales del mundo financiero, como los actuarios, los expertos bancarios y financieros, etcétera, y para la Universidad. De la capacidad de respuesta de estos colectivos e instituciones dependerá en parte la eficiencia de nuestro sistema financiero y el grado de penetración extranjera en el mismo. ■

NOTAS:

(1) A estos efectos se podrían añadir el nivel de actividad económica, así como las contribuciones académicas al conocimiento de la eficiencia de los mercados. En este sentido, véase Silver (1983) y Van Horne (1985).

(2) Véase, en este sentido, Deshmulkh, Greenbaum, Kanatas (1983).

(3) Véase Van Horne (1986), Miller (1986) y Durán (1987).

(4) Evidentemente, lo que es una innovación financiera desde el punto de vista español puede ser un instrumento más tradicional en el sistema financiero de un país más desarrollado.

BIBLIOGRAFIA

I. COOPER (1986). *Financial Innovations: New Market Instruments*. London Business School, Working Paper.

S. D. DESHMULHK; S. J. GREENBAUM; G. KANATAS (1983): «Interest Rate Uncertainty and the Financial Intermediary's Choice of Exposure». *Journal of Finance*, marzo.

G. DUFHEY; I. H. GIDDY (1981): «Innovation in the International Financial Markets». *Journal of International Business Studies*, Otoño. Existe traducción al castellano en el n.º 629 de *Información Comercial Española* (1986).

J. J. DURAN HERRERA (1987): «Innovación financiera internacional, fuentes de financiación de la empresa y gestión del riesgo de cambio», *Actualidad Financiera*, febrero.

F. GUTIERREZ; C. CHULIA (1988): «La innovación financiera y las operaciones del sistema bancario», *Boletín Económico del Banco de España*, noviembre.

J. JANE SOLA (1986): «Cambios recientes en el negocio bancario», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, mayo-agosto.

M. A. MENENDEZ (1988): «Los problemas estadísticos derivados de la innovación financiera, especial referencia a los mercados monetarios y de valores», *Boletín Económico del Banco de España*, noviembre.

M. MILLER (1986): «Financial Innovation: The Last Twenty Years and the Next», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, diciembre.

W. C. SILVER (1983): «The Process of Financial Innovation», *American Economic Review*, mayo.

J. F. SINKEY (1989): *Commercial Bank Financial Management in the Financial Services Industry*, McMillan, Nueva York.

J. VAN HORNE (1986): «De la innovación financiera y sus excesos», *Información Comercial Española*, enero.

ENTIDADES

NUEVAS COMPAÑÍAS NACIONALES

- **C-665:** Munat, Sociedad Anónima de Seguros y Reaseguros. *Transformación de la Mutua Munat, Mutua de seguros y reaseguros a prima fija (M-262)* (O.M. 28-2-89).
- **C-666:** Compañía Española de Seguros y Reaseguros MAAF, S. A. (O.M. 16-3-89).
- **C-667:** Fénix Mutuo AG Vida, Sociedad Anónima de Seguros de Vida (O.M. 17-4-89).
- **C-668:** Europ Assistance España, S. A. de Seguros y Reaseguros, S. A. (O.M. 15-11-88).
- **C-669:** Grupo Psima de Seguros, Sociedad Anónima (O.M. 23-5-89).
- **C-670:** ADA, Ayuda al Automovilista, Sociedad Anónima de Seguros y Reaseguros (O.M. 6-6-89).
- **C-671:** Groupama España de Seguros Riesgos Diversos, Sociedad Anónima (O.M. 30-6-89).
- **C-672:** Europa Aseguradora Accidentes Sociedad Anónima de Seguros (O.M. 20-7-89).
- **C-673:** Dunbar Vida y Pensiones, Compañía Española de Seguros y Reaseguros (O.M. 31-7-89).
- **C-674:** Caja de Madrid, Seguros Generales, Sociedad Anónima de Seguros y Reaseguros (O.M. 18-10-89).
- **C-675:** Unión Hispana de Seguros. *Transformación de antigua mutua* (O.M. 23-10-89).
- **C-676:** Mapfre Asistencia, Compañía Internacional de Seguros y Reaseguros, Sociedad Anónima (O.M. 31-10-89).
- **C-677:** Mediterráneo Vida, S. A. (O.M. 30-11-89).
- **C-678:** Ital Ibérica Española de Seguros, S. A. (O.M. 30-11-89).
- **C-679:** Bansyr, Sociedad Anónima de Seguros y Reaseguros (O.M. 1-12-89).
- **C-680:** Elviaseg, Sociedad Anónima de Seguros de Riesgos Diversos (O.M. 15-12-89).
- **C-681:** Alianza, Mutua de Seguros y Reaseguros a Prima Fija. *Transformación en Sociedad Anónima* (O.M. 15-12-89).
- **C-682:** Amic Seguros Generales, Sociedad Anónima (O.M. 26-12-89).
- **C-683:** Seguros Lagum-Aro Vida, S. A. (O.M. 26-12-89).
- **C-684:** Caja Salud de Seguros y Reaseguros (O.M. 29-12-89).
- **C-685:** Gan España Vida (O.M. 31-01-90).
- **C-686:** Gan España Seguros (O.M. 26-2-90).
- **C-687:** Urmesa, S. A. de Seguros (O.M. 26-2-90).
- **C-688:** Eurovida, S. A. (O.M. 17-4-89).
- **C-689:** Azur Vida Ibérica (O.M. 10-5-90).
- **C-690:** Uma Vida y Pensiones (O.M. 10-5-90).

NUEVAS MUTUAS

- **M-373:** Mutua Valenciana de Seguros Agrarios, Sociedad Mutua de Seguros a Prima Fija (O.M. 20-2-89).
- **M-374:** Sociedad de Seguros Mutuos contra Incendios de Edificios Rurales de Alava (O.M. 31-1-90).

BIBLIOTECA

«ASPECTOS ECONOMICOS DE LOS PLANES DE PENSIONES»

ALICIA H. MUNNELL

«En el presente libro, ALICIA H. MUNNELL analiza los factores que han contribuido al crecimiento de estos planes, centrándose sobre todo en sus efectos sobre la economía». ■

«INTRODUCCION AL CALCULO ACTUARIAL»

HUGO E. PALACIOS

(*Doctor en Ciencias Económicas. Contador Público. Profesor de Matemática Financiera y Análisis de Estados Financieros de la Universidad de Lima.*)

«El profesor HUGO E. PALACIOS, en el desarrollo de su obra, ha seguido un esquema similar al del desarrollo histórico de la Ciencia Actuarial, limitando su exposición al Seguro de Vida, haciendo un gran esfuerzo de síntesis y, habida cuenta de que los planteamientos y fórmulas resultantes son de aplicación en la práctica de los Seguros de Vida, ha intercalado un buen número de ejercicios, de modo que conduce y sitúa al lector en una perspectiva desde la cual se contempla la metodología y la utilidad de los modelos actuariales para la gestión de la empresa aseguradora, así como de la función fundamental que desempeña la institución aseguradora en un mundo tecnificado.» ■

«DICCIONARIO DE CONTABILIDAD Y ECONOMIA»

DIEGO DOMINGUEZ FERNANDEZ

(*Profesor mercantil*)

«Este diccionario, relativo a la terminología contable y económica constituye el vehículo que de forma rápida y simplificada lleve a nuestros empresarios, a los directores, ejecutivos, técnicos, empleados, profesionales y estudiantes de Ciencias Económicas y Empresariales los conocimientos que son de uso frecuente y constante en el complejo mundo de los negocios y empresas en general.» ■