

«Relaciones entre Productos Bancarios: el Caso de Caja Laboral»

Durante los últimos cuatro años los productos bancarios ofrecidos por las instituciones financieras han conocido importantes cambios. Puede por lo tanto imaginarse que existe interés en dichas instituciones por analizar el comportamiento que sus productos financieros han observado últimamente, tanto por lo que se refiere a su respuesta a los rendimientos obtenidos como en lo que respecta a las relaciones de sustitución que hayan podido existir entre ellos. Este trabajo estudia la evolución observada por los diferentes productos en Caja Laboral así como el efecto que la política seguida por dicha institución financiera ha tenido en su relación con el conjunto de Cajas de Ahorro vascas.

Azken lau urtetan finantz instituzioek eskeini dituzten ekoizkin bankarioek aldaketa handiak jasan dituzte. Hortaz, pentsatzekoa da aipatu instituzioetan badela interesik beren finantz ekoizkinen azken aldi honetako portaera ikertzeko, lortutako etekinei hauek eman dieten erantzunari dagokionean zein beraien artean sorturiko balizko ordezkatzeko harremanei dagokienetan. Lan honek Lankide Aurrezkiaren ekoizkin ezberdinen garapena ikertzen du, baita bere politikak euskal Aurrezki Kutxa guztiekiko harremanetan izan duen eragina ere.

Over the last four years banking products offered by financial institutions have undergone important modifications. One can therefore conceive that such institutions are interested in analysing the performance these financial products have had lately, as refers both to their response to returns obtained, and to substitution relationships which may have existed among them. This paper is a study on the evolution observed in the different products in Caja Laboral, and the effect the policy followed by this financial institution has had in its relationship with the rest of Basque Savings Banks.

- 1. Introducción**
 - 2. Método**
 - 3. Descripción de las variables**
 - 4. Resultados**
 - 5. Conclusiones**
- Apéndices**

Palabras clave: Productos financieros, rendimiento, Cajas de Ahorros.
Nº de clasificación JEL: G21, G24

1. INTRODUCCIÓN

Durante los últimos cuatro años los productos bancarios ofrecidos por las instituciones financieras han conocido cambios sin precedentes. No es exagerado afirmar que un mercado antes relativamente estable ha pasado a caracterizarse por la volatilidad y la rapidez en los cambios.

El detonante de este cambio de escenario fue la "Supercuenta Santander", un producto a la vista, pero con el que importes medios, entre 1 y 5 millones de pesetas, obtenían en aquel momento una remuneración incluso superior a la ofrecida por el ahorro a plazo tradicional.

Anteriormente, los profesionales y los particulares más exigentes (en términos del sector, los más bancarizados) ya estaban obteniendo condiciones de remuneración para su ahorro adecuadas, pero los bancos y cajas se resistían a generalizar entre su masa de clientes estas condiciones. Las disculpas cara al

cliente eran los servicios no cobrados, o la diferencia conceptual entre cuentas a la vista y depósitos estables, a plazo, y la razón de fondo la dificultad de compensar con crecimientos en la captación el incremento de costes que suponen estos nuevos productos, especialmente en las entidades bancarias con una cuota de mercado mayor.

El proceso de modernización y adecuación de su oferta ha afectado a la totalidad de los productos bancarios para particulares, primero cuentas corrientes, luego depósitos a corto plazo, después libretas y fondos de inversión y últimamente préstamos personales e hipotecarios, produciéndose, en concreto en el pasivo, fuertes trasvases de unas figuras a otras.

Por razones estratégicas y de oportunidad de mercado, unas entidades han sido más agresivas, o más innovadoras, que otras y en concreto Caja Laboral ha tomado una postura especialmente decidida en lo tocante a Supercuentas, Superlibretas,

Superfondos (fondos de inversión) y Superhipotecas, manteniendo en cambio una gestión más tradicional y menos diferenciada en los depósitos a plazo (tanto libretas de ahorro a plazo tradicionales como Letras y deuda), productos éstos que se supone son los más sensibles a la variable precio.

Dado lo anterior, puede percibirse el interés de las instituciones financieras por analizar los cambios experimentados en los últimos años en sus productos así como, en la medida de lo posible, en los de sus competidores más directos.

Este trabajo pretende estudiar el comportamiento de las distintas figuras de pasivo de una institución financiera, tanto en relación con su rendimiento o precio como por lo que se refiere a relaciones de sustitución o complementariedad entre las mismas, en el período más próximo. Los datos utilizados corresponden a las captaciones de las distintas figuras por parte de Caja Laboral en los tres últimos años, mes a mes, y a los precios o tipos a que las mismas han sido ofrecidas. Se trataría, por lo tanto, de modelizar las relaciones entre distintos productos para esta institución (1).

Al centrarse el análisis en la información de una única institución, la política que dicha institución haya mantenido en la introducción de distintas figuras tiene evidentemente un peso importante en los resultados. No obstante, y con carácter más general, las conclusiones que de este estudio se derivan pueden ayudar a conocer el comportamiento del ahorrador vasco, dado que la implantación geográfica de Caja Laboral se atiene mayoritariamente a este entorno.

(1) La descripción de algunos de los productos analizados aparece en el Apéndice 3.

2. MÉTODO

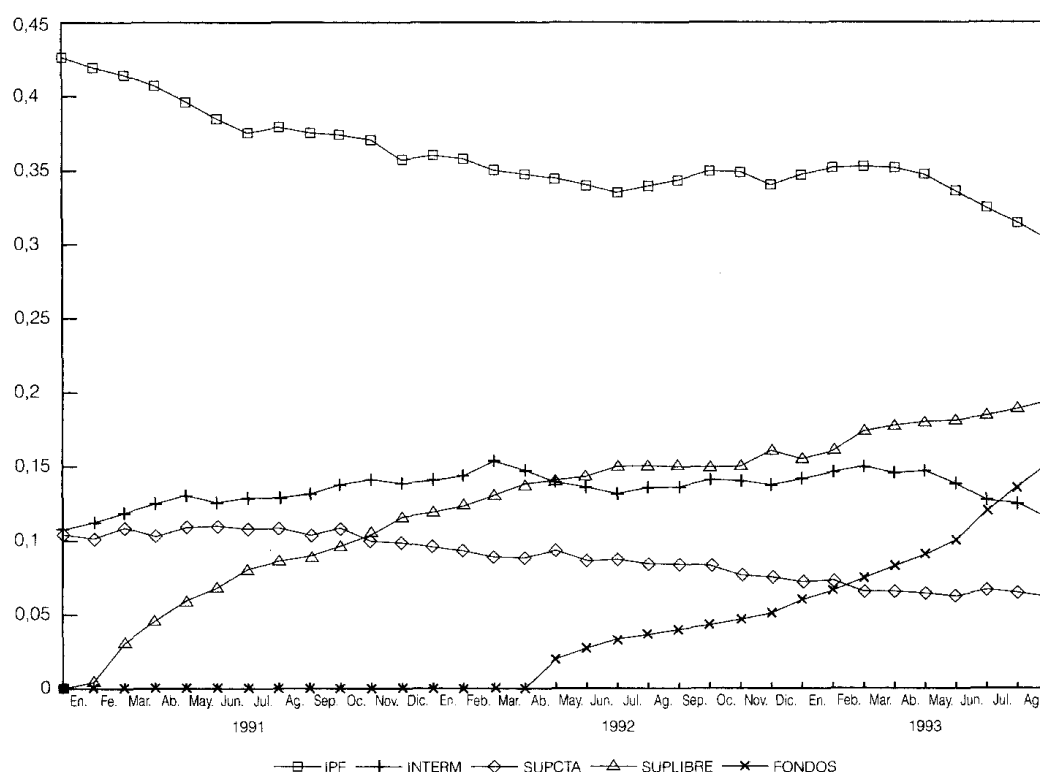
El objetivo de este estudio es tratar de estimar relaciones explicativas de la evolución cada una de las figuras de pasivo de Caja Laboral. Se han propuesto relaciones lineales, haciendo depender el volumen captado de su propio precio y de los precios del resto de las figuras, tanto en términos absolutos como relativos. Los resultados obtenidos utilizando los precios como variables explicativas han aconsejado incluir modelos en los que el volumen de la figura concreta se explique en función de los volúmenes captados de otros productos, tanto en términos absolutos como midiendo las variables como proporción del pasivo total.

Dada la limitación temporal de la muestra (impuesta como ya se ha mencionado por las propias características del mercado que se trata de analizar), los métodos más sofisticados de análisis están un poco de más en este contexto. Por lo tanto, la estimación de dichas funciones se ha llevado a cabo por mínimos cuadrados, definiendo todas las variables en primeras diferencias o incrementos, con objeto de eliminar posibles tendencias comunes.

3. DESCRIPCIÓN DE LAS VARIABLES

Una descripción somera de las variables utilizadas y de su evolución se contiene en los Gráficos n.^{os} 1, 2 y 3. El Gráfico n.º 1 ilustra sobre la participación relativa de las distintas figuras en el pasivo captado en el sector privado por Caja Laboral. Puede observarse el descenso en peso relativo de las imposiciones a plazo, y los importantes incrementos experimentados por la superlibreta y por los fondos de inversión, manteniéndose la intermediación

Gráfico n.º 1: Participación relativa en el pasivo de Caja Laboral.



monetaria en una proporción bastante estable y descendiendo la supercuenta lenta pero continuamente.

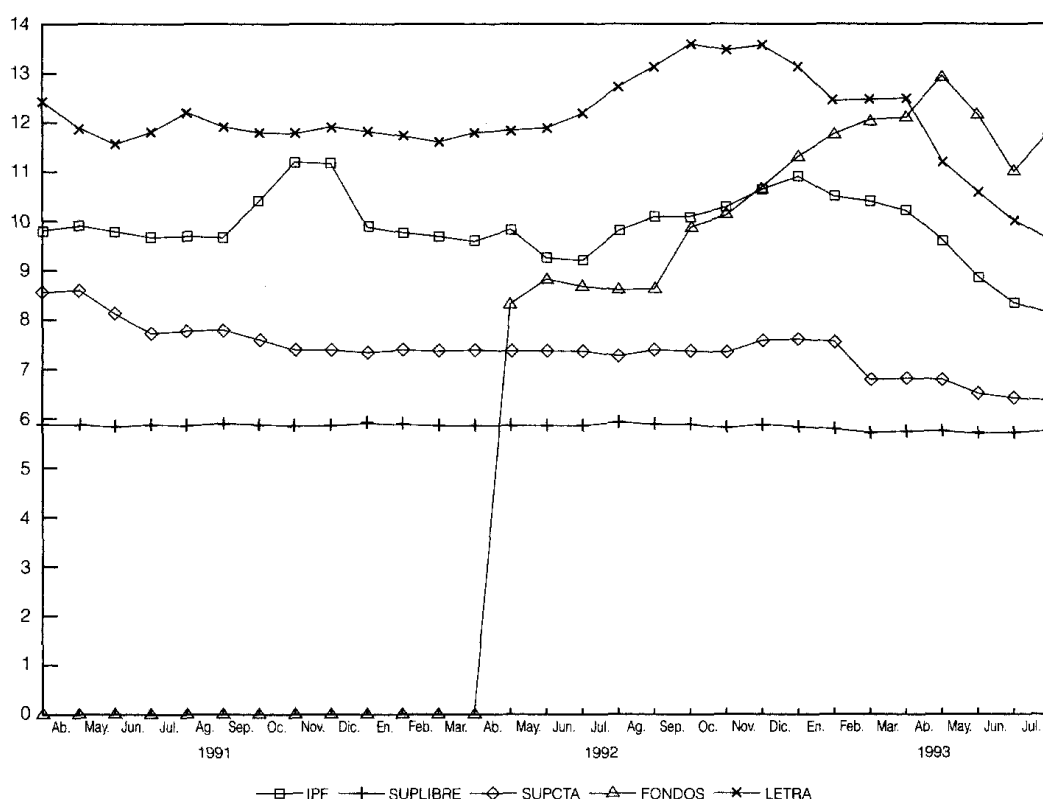
El Gráfico n.º 2 muestra la evolución de los precios de los productos. Puede observarse que el precio de la superlibreta apenas varía en el periodo, que los precios de contratación de supercuenta e imposiciones a plazo siguen la misma evolución, aunque no tan marcada en el descenso, del precio de las letras a 1 año (que puede decirse que actúa como referencia) y que la rentabilidad obtenida por los fondos de inversión (que es la variable precio que aquí se va a utilizar) ha experimentado incrementos muy importantes a lo largo del periodo y supone, sin duda, el precio que más variaciones registra.

Se incluye también, en el Gráfico n.º 3, la evolución de Caja Laboral en relación

con el total de Cajas de Ahorro vascas. Puede verse que Caja Laboral ha venido ganando cuota de mercado a lo largo de todo el periodo, más que compensando con el incremento obtenido a través de fondos de inversión el descenso que relativamente se ha experimentado en la imposición a plazo fijo tradicional.

Con objeto de realizar una primera exploración de los datos, se han incluido en el apéndice matrices de correlación entre las variables que se van a utilizar. Pueden observarse en ellas algunas características: En primer lugar, la escasa relación existente entre los volúmenes de los distintos productos y los precios de los mismos: en la diagonal principal de la primera matriz (que corresponde a correlaciones entre productos y sus propios precios) se observan

Gráfico n.º 2: Precios de los productos en Caja Laboral.



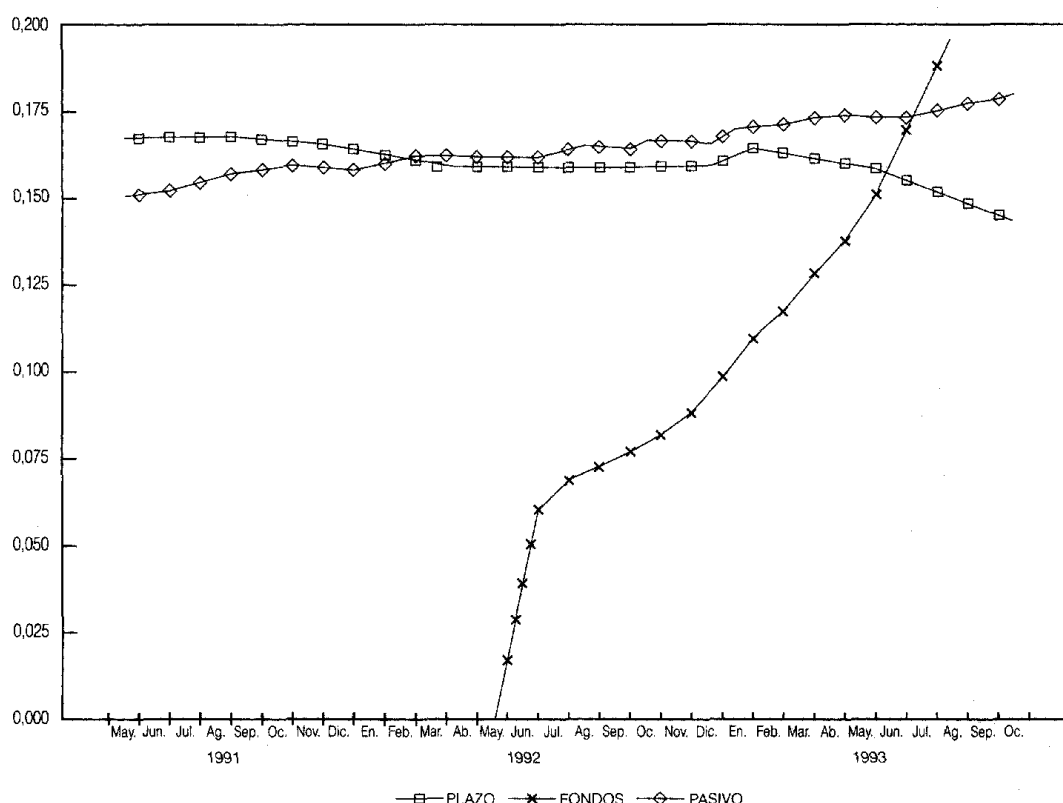
correlaciones reducidas, superadas en ocasiones por la correlación entre un producto y el precio de otros productos. Se observa además que muchas de las correlaciones que están fuera de la diagonal principal son positivas (lo que parecería indicar que la relación entre productos y precios de los productos alternativos es directa y no inversa como sería de esperar).

La segunda matriz recoge las correlaciones entre los distintos precios: se observa que el precio (que en este caso mide rendimiento) de los fondos de inversión tiene muy poca relación con ninguno de los otros, mientras que se aprecia una correlación positiva y relativamente importante entre el precio de las letras y el de las ipf y entre los precios de superlibreta y supercuenta.

En cualquier caso, todas las correlaciones son positivas lo que, teniendo en cuenta que las variables están medidas en diferencias, indica que todos los precios se han movido en la misma dirección.

Por lo que hace a la tercera matriz, que recoge correlaciones entre participación relativa de las distintas figuras en el pasivo de Caja Laboral, se observan algunos valores positivos (que podrían interpretarse como relaciones de complementariedad entre figuras) y de escasa significatividad, mientras que las correlaciones negativas que aparecen son en ocasiones relativamente importantes (-0.49 entre superlibreta e ipf, -0.59 entre intermediación monetaria y fondos de inversión), indicando sustituibilidad entre dichas figuras.

Gráfico n.º 3: Participación relativa de Caja Laboral en el total de Cajas de Ahorro.



Un análisis de la información conjunta de las matrices de correlación (a través de sus raíces y vectores característicos) indica que la información contenida en los cinco precios utilizados es común en un 34%, apareciendo todos los precios con ponderaciones positivas en el primer vector. La información relativa a volúmenes, por su parte, es común en un 42%, apareciendo en el primer vector característico claramente contrapuestas las imposiciones a plazo y la intermediación monetaria, por una parte, y los fondos de inversión por otra.

Dada la evolución descrita, así como la política activa de Caja Laboral en la introducción de determinados productos, se trata ahora de analizar las relaciones cruzadas que entre los mismos existen y

de determinar, si es posible, la dirección e importancia de dichas relaciones.

4. RESULTADOS

Se presentan a continuación los principales resultados obtenidos para las distintas figuras. Estas son, en todos los casos, imposición a plazo, intermediación, superlibreta, supercuenta y fondos de inversión.

4.1. Imposición a plazo fijo

4.1.1. Relación entre imposición a plazo fijo (ipf) y precios.

En primer lugar, se examina la relación existente entre la imposición a plazo y el

precio de este producto, así como los precios de las figuras alternativas de pasivo que se considera puedan ser competidores directos del plazo. Se añade además una variable ficticia definida para recoger el efecto de las campañas publicitarias en relación con la imposición a plazo.

La hipótesis a priori es que debe existir sustitución entre ipf y el resto de las figuras a través de su precio, particularmente por lo que se refiere a intermediación financiera y fondos de inversión. Se espera por lo tanto que el signo del precio de ipf sea positivo y negativo el del resto de los precios.

Los resultados (recogidos en la Ecuación 1) son bastante desalentadores: Si se toman las primeras diferencias de los valores absolutos de las variables, la capacidad explicativa de todos los precios es únicamente del 15%, los cambios en el volumen captado de ipf no tienen ninguna relación con su precio y el precio de las figuras a priori sustitutivas resulta positivo. El único producto cuyo precio resulta significativo y negativo es la superlibreta, lo que no resulta fácil de explicar ya que es el precio que menos ha cambiado en el período analizado. La variable que resulta más significativa, apreciándose su efecto sobre los cambios en el volumen de ipf, es la variable ficticia que recoge el efecto de las campañas publicitarias. El intento de definir la variable a explicar en términos de su participación relativa en el total del pasivo de Caja Laboral ofrece los mismos resultados por lo que respecta a precios, perdiéndose en este caso el efecto de las campañas publicitarias. Lo mismo puede decirse si se incluyen precios relativos como regresores en lugar de los utilizados en primer lugar. Se pone pues de manifiesto la escasa relevancia del

precio que ya se había detectado a través de la matriz de correlación.

Podría señalarse aquí que el precio utilizado como referencia para la intermediación monetaria ha sido el de las letras del Tesoro a un año. Dada la estrecha relación que otros precios mantienen con el precio de las letras, los resultados obtenidos no son probablemente sorprendentes.

4.1.2. *Relación entre ipf y volúmenes captados de otras figuras.*

Se ha analizado la relación entre la participación relativa de ipf en el total de pasivo privado y la participación relativa de otras figuras. La hipótesis a contrastar es la de sustituibilidad entre las distintas modalidades de captación de pasivo, por lo que se espera obtener signos negativos en los coeficientes de las variables explicativas, particularmente por lo que se refiere a intermediación monetaria y fondos de inversión. Se han incluido como regresores la participación relativa de las cuatro figuras ya señaladas, así como dos variables ficticias, una relativa a campañas publicitarias de ipf y otra relativa a campañas de superlibretas.

Los resultados (Ecuación 2) indican que no hay sustitución en el período considerado entre ipf y supercuenta y sí la hay, importante, entre ipf y superlibreta. Los fondos de inversión no tienen ninguna relación con el volumen de ipf captado mientras que la relación entre intermediación monetaria e ipf es de complementariedad, resultado que parece especialmente chocante. Las campañas publicitarias, que tienen un efecto sobre el volumen captado de ipf (positivo en el caso de sus propias campañas y negativo si se

Período 91.2 a 93.8*Ecuación 1.*

$$\begin{aligned}
 \text{DIPF} = & 3852,1 \text{ DUMIPF} + 727,8 \text{ DIPFPRE} + 543,9 \text{ DLETRAPRE} - \\
 & (1052,3) \quad (825,0) \quad (876,1) \\
 & - 15396,9 \text{ DSLIBPRE} + 82,21 \text{ DFONDIPRE} + \\
 & (13285,6) \quad (198,6) \\
 & + 505,7 \text{ DSCTAPRE} \\
 & (1848,7) \quad R^2 = 0,47 \text{ D-W} = 1,39
 \end{aligned}$$

Ecuación 2.

$$\begin{aligned}
 \text{DIPFREL} = & 0,003 \text{ DUMIPF} - 0,001 \text{ DUMLIBR} + 0,48 \text{ DINTREL} + \\
 & (0,002) \quad (0,002) \quad (0,20) \\
 & + 0,19 \text{ DCTAREL} - 0,506 \text{ DLIBREREL} - 0,05 \text{ DFONDREL} \\
 & (0,21) \quad (0,11) \quad (0,13) \\
 & R^2 = 0,65 \text{ D-W} = 1,48
 \end{aligned}$$

Período 91.2 a 92.4*Ecuación 3.*

$$\begin{aligned}
 \text{DIPFREL} = & 0,004 \text{ DUMIPF} - 0,003 \text{ DUMLIBR} + 0,14 \text{ DINTREL} + \\
 & (0,004) \quad (0,003) \quad (0,31) \\
 & + 0,28 \text{ DCTAREL} - 0,46 \text{ DLIBREREL} \\
 & (0,32) \quad (0,14) \\
 & R^2 = 0,71 \text{ D-W} = 1,73
 \end{aligned}$$

Ecuación 4.

$$\begin{aligned}
 \text{DIPFREL} = & 0,003 \text{ DUMIPF} - 0,007 \text{ DUMLIBR} - 0,39 \text{ DINTREL} + \\
 & (0,006) \quad (0,003) \quad (0,34) \\
 & + 0,06 \text{ DCTAREL} \\
 & (0,07) \quad R^2 = 0,41 \text{ D-W} = 1,20
 \end{aligned}$$

Período 92.5 a 93.8*Ecuación 5.*

$$\begin{aligned}
 \text{DIPFREL} = & 0,004 \text{ DUMIPF} - 0,0009 \text{ DUMLIBR} + 0,92 \text{ DINTREL} + \\
 & (0,002) \quad (0,002) \quad (0,19) \\
 & + 0,28 \text{ DCTAREL} - 0,08 \text{ DLIBREREL} - 0,05 \text{ DFONDIREL} \\
 & (0,26) \quad (0,23) \quad (0,10)
 \end{aligned}$$

hace publicidad de las superlibretas) no aparecen como significativas en este caso, por lo que no parecen afectar a la participación relativa en el total.

Dado que los fondos de inversión se introdujeron por parte de Caja Laboral en mayo de 1992, se ha dividido el período en dos partes: antes y después de su introducción, en un intento de aclarar la relación entre esta figura y las ipf, así como de averiguar si su introducción ha afectado a la relación entre ipf e intermediación monetaria.

Para valorar los resultados es necesario tener en cuenta que el número de observaciones en cada subperíodo se ha reducido ahora fuertemente. En todo caso, las conclusiones que de los mismos se obtienen son muy similares a las adelantadas para el conjunto del período, pudiendo señalarse como elementos a añadir:

- una mayor respuesta al precio de las ipf en el segundo subperíodo.
- mientras que en el primer subperíodo aparece claramente como figura sustitutiva la superlibreta y puede detectarse cierta sustitución entre intermediación e ipf, en el segundo subperíodo, tras la introducción de los fondos de inversión, la superlibreta pierde peso como producto sustitutivo, mientras que la intermediación pasa a ser claramente complementaria de las ipf, apareciendo los fondos de inversión como sustitutivos. Por lo tanto, parece que la introducción de esta figura ha actuado en la dirección esperada y puede intuirse una explicación al extraño comportamiento de la intermediación monetaria en el conjunto del período.

4.2. Intermediación monetaria

Por lo que respecta a esta figura de pasivo, se han señalado ya algunas de las hipótesis básicas de su comportamiento, en particular, su esperado carácter de figura sustitutiva de la imposición a plazo y la posible sustitución entre intermediación monetaria y fondos de inversión.

Las ecuaciones en las que las variables explicativas son los precios (tanto absolutos como relativos) de los posibles productos sustitutivos, además del propio precio, arrojan la misma clase de resultados que los obtenidos en el apartado anterior. El único producto sustitutivo parece ser la superlibreta, lo que de nuevo puede deberse a la estrecha correlación existente entre todos los precios utilizados salvo el de la superlibreta que es el que aparece con variaciones más independientes.

Por lo que se refiere a las regresiones que tienen como variable explicativa el volumen de intermediación captado, tanto en términos absolutos como relativos en el total de pasivo privado, los resultados son bastante claros: Además de la esperada complementariedad con la imposición a plazo (vistos los resultados del apartado anterior) la participación relativa de la intermediación reacciona de manera claramente positiva a la participación relativa de la superlibreta (lo que significa que aumentan y disminuyen de manera coincidente) mientras que el efecto de los fondos de inversión propios es sin duda negativo; o, lo que es lo mismo, la intermediación monetaria y los fondos de inversión son productos sustitutivos claros, se elija el período total o el segundo subperíodo. Por lo que se refiere a la supercuenta, la relación no es tan fuerte, pero es también de

Ecuación 6.

$$\text{DINTREL} = 0,44 \text{ DIPFREL} + 0,38 \text{ DLIBREREL} - 0,26 \text{ DCTAREL} - 0,24 \text{ DFONDREL}$$

(0,15) (0,10) (0,18) (0,10)

$$R^2=0,49 \text{ D-W} = 2,47$$

sustitución. Parece, por lo tanto, que la intermediación monetaria ha actuado en el período muestral como complementaria de la imposición a plazo y de la superlibreta, mientras que tanto los fondos de inversión como la supercuenta resultan las figuras que le hacen competencia.

4.3. Superlibreta

El comportamiento de la superlibreta presenta un carácter diferenciado respecto de los productos anteriores: Reacciona a las campañas publicitarias positivamente y con fuerza, no parece verse demasiado influida por las campañas de la imposición

a plazo, es claramente sustitutiva en precios con la supercuenta y no parece reaccionar a cambios en su propio precio. Presenta, en todo el período, una relación complementaria con la intermediación monetaria cuando se consideran participaciones relativas en el total del pasivo privado, mientras que reacciona negativamente a incrementos en la participación relativa de las imposiciones a plazo (con más claridad en el primer subperíodo). Su relación con los fondos de inversión no es muy fuerte y no parece tener relación con la supercuenta.

Por todo ello, la superlibreta parece una figura que compite en precios con la supercuenta, y que se ve influida por los incrementos en el volumen de las imposiciones a plazo.

Ecuación 7.

$$\begin{aligned} \text{DLIBRE} = & 4230,1 \text{ DUMLIBR} - 1812,8 \text{ DSLIBPRE} - 29,1 \text{ DIPFPRE} - \\ & (809,0) \quad (15713,8) \quad (878,1) \\ & - 5619,7 \text{ DSCTAPRE} + 253,3 \text{ DFONDIPRE} \\ & (2181,1) \quad (237,2) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0,63 \text{ D-W} = 1,30$$

Ecuación 8.

$$\begin{aligned} \text{DLIBREREL} = & 0,003 \text{ DUMLIBR} + 0,20 \text{ DCTAREL} + 0,85 \text{ DINTREL} - \\ & (0,002) \quad (0,27) \quad (0,23) \\ & - 0,90 \text{ DIPFREL} + 0,14 \text{ DFONDREL} \\ & (0,18) \quad (0,16) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0,65 \text{ D-W} = 1,55$$

Ecuación 9.

$$\text{DCTAREL} = 0,14 \text{ DIPFREL} - 0,25 \text{ DINTREL} - 0,02 \text{ DFONDREL} - 0,09 \text{ DLIBREREL}$$

(0,18) (0,20) (0,07) (0,13)

$$R^2 = 0,05 \quad D-W = 2,41$$

4.4. Supercuenta

Nos referiremos ahora al producto que denominamos supercuenta, que no es otro que el de cuentas de alta remuneración. En tanto que producto con una gran liquidez y un rendimiento más reducido, presenta características propias por lo que no es de esperar que su comportamiento tenga una relación clara con los otros productos analizados.

En efecto, los resultados obtenidos indican que, en el período analizado, la supercuenta aparece como un producto bastante independiente del resto de los que se consideran. Reacciona positivamente a su precio cuando se considera únicamente esta variable explicativa, aunque el efecto no es importante, lo que hace que no aparezca como significativo su precio cuando se introducen otros precios en la regresión. Por lo que respecta a su relación con otras figuras de pasivo en lo que se refiere a capacidad de captación del mismo, las relaciones que se han probado tienen una capacidad explicativa mínima, lo que parece indicar que la supercuenta no compite con ninguna otra figura durante el período analizado sino que sigue un comportamiento muy diferenciado.

4.5. Fondos de inversión

La primera dificultad que encontramos es que, dada su reciente aparición, hay

pocas observaciones disponibles para establecer su relación con otras figuras. Por esta razón, se han probado regresiones en las que el número de variables explicativas no sea elevado, con objeto de mantener un número de grados de libertad razonable.

Dado lo que se ha establecido con anterioridad por lo que respecta a otras figuras, es de esperar que la que ahora nos ocupa se relacione fundamentalmente con las ipf y la intermediación monetaria. Por esta razón, se ha estimado una relación entre el incremento en volumen captado en fondos de inversión y su propio precio (que en este caso es el rendimiento obtenido mensualmente por los fondos de inversión de Caja Laboral) y los precios de la intermediación monetaria (aproximado por el de las letras a 1 año) y las ipfs. Los resultados de esta regresión van en la dirección esperada, pero no son muy significativos, probablemente debido a la relación entre el precio de las ipf y el precio de las letras que ya se ha señalado anteriormente. Por esta razón, se ha eliminado el precio de las ipf de la relación con lo que el resultado (Ecuación 10) señala que existe una significativa respuesta de los fondos de inversión captados hacia su rendimiento y que existe sustitución a través de precios con la intermediación monetaria.

Por lo que se refiere a la relación en volumen, parece existir únicamente una

Ecuación 10

$$\text{DFONDOS} = 877,1 \text{ DFONDIPRE} - 4609,1 \text{ DLETRAPRE} \\ (429,3) \quad (1863,9)$$

$$R^2 = 0,42 \text{ D-W} = 0,73$$

Ecuación 11

$$\text{DFONDREL} = 0,62 \text{ DLIBREREL} - 0,93 \text{ DINTREL} \\ (0,38) \quad (0,42)$$

$$R^2 = 0,43 \text{ D-W} = 1,35$$

relación clara de sustitución con la intermediación monetaria al mismo tiempo que una relación de complementariedad con la superlibreta (Ecuación 11).

4.6. Relación con la competencia

Se ha tratado también de relacionar la captación de pasivo por parte de Caja Laboral con la captación de pasivo por parte de las Cajas de Ahorro vascas, que se consideran la competencia directa de aquella. Los datos de que se dispone para el conjunto de las Cajas de Ahorro Vascas se refieren exclusivamente a volúmenes captados, sin que pueda disponerse de los precios correspondientes. Analizando los datos, se observa que la proporción de pasivo captado por Caja Laboral ha ido aumentando a lo largo del período de estudio, pasando de un 17% a un 21% en dos años. La evolución sin embargo es distinta si se desagrega por figuras de pasivo; así, puede comprobarse que por lo que se refiere a fondos de inversión, la cuota de Caja Laboral aumenta muy fuertemente, mientras que disminuye la relativa a ipf.

Centrándonos en las imposiciones a plazo, la hipótesis a contrastar es que la cuota captada en relación al total de

imposiciones a plazo depende de los precios relativos que se ofrecen. Dado que no se dispone de precios para las restantes Cajas de Ahorro, se ha tratado de modelar este comportamiento a través de los márgenes que en esta figura mantiene Caja Laboral, bajo el supuesto de que cuando los márgenes se estrechan el precio relativo de las ipf en Caja Laboral respecto del resto de Cajas de Ahorro mejora. Se ha incluido también el precio de referencia de las imposiciones a un año con objeto de captar el efecto directo del precio, así como la variable de campañas publicitarias de Caja Laboral en cuanto se refiere a ipf. Por primera vez, tal como se desprende de la Ecuación 12, pueden captarse efectos claros de precios en la dirección supuesta a priori, resultando muy significativa la variable "margen medio". No obstante, la capacidad explicativa de la regresión es muy pequeña, por lo que aunque el efecto precio existe queda mucha parte de la evolución observada sin explicar.

Dado lo señalado anteriormente respecto del diferente comportamiento de ipf y fondos de inversión en el total captado por Caja Laboral, se ha tratado de incluir una variable que recoja el crecimiento relativo de los fondos, suponiendo que el efecto sustitutivo que

Ecuación 12.

$$\text{DCOMPET} = 0,0011 \text{ DUMIPF} + 0,0017 \text{ DREFER1} - 0,0016 \text{ DMARGME}$$

(0,0009) (0,0007) (0,0008)

$$R^2 = 0,21 \quad D-W = 0,86$$

se ha observado dentro del total de pasivo de Caja Laboral pueda extenderse a su relación con la competencia. Sin embargo, la variable incluida no es capaz de explicar el cambio observado. Separar la muestra en dos partes, antes y después de introducir los fondos, por otra parte, permite comprobar que la respuesta señalada de la participación de ipf al margen se produce con más fuerza en el segundo período, esto es, después de que aparezcan en el mercado los fondos de inversión, y no con anterioridad a su introducción, lo que podría estar indicando una mayor capacidad de discriminación por parte de los ahorradores a medida que aumentan los instrumentos a su disposición.

5. CONCLUSIONES

Los resultados presentados sugieren varios comentarios generales:

1. Es bastante sorprendente la escasa respuesta al precio que se encuentra en la mayor parte de las figuras analizadas. Incluso en los casos en que la respuesta al precio resulta significativa, la capacidad explicativa de las regresiones es pequeña. Todo ello indica que, si bien se producen cambios relativos considerables en el volumen captado por las distintas figuras, el comportamiento de los ahorradores al elegir una u otra no parece deberse al rendimiento que

las mismas proporcionan, sino a otras razones.

2. Las campañas publicitarias sobre distintos instrumentos (con su consiguiente oferta de regalos) parecen ser muy eficaces, superando con mucho en atractivo al rendimiento que los activos proporcionan.
3. El estudio de las relaciones entre figuras parece establecer una agrupación clara entre imposiciones a plazo, intermediación y fondos de inversión, por un lado, y superlibretas y cuentas de alta remuneración por otro, lo que estaría indicando que es la liquidez el elemento básico en la elección, por encima del precio. Puede suponerse que, en el primer grupo, las razones fiscales sean preponderantes, aunque ésta es una hipótesis que no ha podido contrastarse. Por otro lado, no puede ignorarse, como explicación de los cambios en volumen experimentados, la política concreta que Caja Laboral adopte respecto de potenciar una u otra figura en su oferta a los clientes en distintos momentos del tiempo. Dado que los clientes no parecen demasiado sensibles al rendimiento, es razonable pensar que la captación de fondos para las distintas figuras dependa en gran medida del consejo que el director de la oficina correspondiente proporcione, lo que

no es, a su vez independiente de los objetivos que en cada momento se hayan establecido por parte de la entidad.

4. El análisis de la relación entre imposiciones a plazo de Caja Laboral y las del conjunto de Cajas de Ahorro vascas sugiere que la competencia

en precios existe para esta figura entre instituciones diferentes y que el ahorrador que se decide por una imposición a plazo estudia los rendimientos ofrecidos por cada una de ellas y elige la que mejores condiciones le ofrece.

APÉNDICES**APÉNDICE 1**

Matriz de correlación entre volúmenes y precios (todas las variables en primeras diferencias):

	IPF	INTERM	SUPLIB	SUPCTA	FONDOS
IPFPRE	.16	.27	.05	-.06	-.23
LETRAPRE	.24	.07	-.02	-.19	-.39
SLIBPRE	-.19	-.32	.09	.56	.01
SCTAPRE	.17	-.06	-.26	.33	.04
FONDIPRE	.02	-.15	-.16	.12	.33

Matriz de correlación entre precios de las distintas figuras (todas las variables en primeras diferencias):

	IPFPRE	LETRAPRE	SLIBPRE	SCTAPRE	FONDIPRE
IPFPRE	1.0	.42	.07	.11	.15
LETRAPRE	.42	1.0	.15	.08	.06
SLIBPRE	.07	.15	1.0	.54	-.001
SCTAPRE	.11	.08	.54	1.0	.10
FONDIPRE	.15	.06	-.001	.10	1.0

Matriz de correlación entre participación relativa en pasivo privado de las distintas figuras (todas las variables en primeras diferencias):

	IPFREL	INTREL	CTAREL	LIBREL	FONDREL
IPFREL	1.0	.35	-.15	-.49	-.007
INTREL	.35	1.0	-.16	.22	-.59
CTAREL	-.15	-.16	1.0	.27	.18
LIBREL	-.49	.22	.27	1.0	-.35
FONDREL	-.07	-.59	.18	-.35	1.0

APÉNDICE 2**Lista de variables iniciales:**

ipf = volumen de imposición a plazo fijo en CLP.

ipfpres = coste ponderado de contratación de ipf en CLP

refer 1 = interbancario a 1 año sin coeficientes

fondos = volumen de fondos de inversión en CLP

fondipres = tipo medio de remuneración de fondipro

interm = cesión temporal de activos al sector privado

letrapres = tipo medio efectivo de letras del tesoro a 1 año

supcta = volumen en cuentas de alta remuneración

sctapres = tipo de interés en scta

libre = volumen en superlibretas

slibpres = tipo de interés en superlibretas

paspriv = pasivo total del sector privado en CLP

plaztot = imposiciones a plazo fijo en las cajas de ahorros del País Vasco, excluida CLP, después de corregir un importante incremento que se produce por razones contables en enero 1992.

variables dummy: se construyen las siguientes:

dumipf = 1 cuando existe campaña publicitaria sobre imposición a plazo; 0 en caso contrario

dumiibr = 1 cuando existe campaña publicitaria sobre superlibretas; 0 en caso contrario

Lista de variables transformadas:

A partir de las anteriores, se generan las siguientes variables, que son las que se usan en el análisis:

- Participación en el pasivo de clp:

$ipfrel = ipf/paspriv$

$librrel = suplibr/paspriv$

$ctarel = supcta/paspriv$

$intrel = interm/paspriv$

$fondrel = fondipro/paspriv$

- Variables en diferencias

Todas las variables que comienzan por D son la primera diferencia de la correspondiente variable en niveles y corresponden por lo tanto a la diferencia en dos períodos sucesivos en cada una de las variables originales.

- Medición de la competencia

$compet = ipf/(ipf+plaztot)$

dcompet = diferencia en compet

Asimismo, las mismas variables acabadas en d representan las diferencias de las variables anteriores.

- Margen:

margme = margen ponderado de la imposición a plazo de CLP

dmargme = diferencia en margen medio

APÉNDICE 3

Características de algunos de los productos analizados

1. *Imposiciones a plazo (ipf)*. Son las tradicionales libretas de ahorro a plazo fijo. En el período analizado, en su gran mayoría corresponden a imposiciones a plazo de un año, aunque hay también un porcentaje significativo y creciente correspondiente a imposiciones a un plazo de tres meses y porcentajes marginales de operaciones a otros plazos.
2. *Intermediación financiera*. Se refiere a cesiones temporales de Deuda del Estado Anotada, correspondiendo fundamentalmente a Letras del Tesoro y siendo el plazo general de cesión a un año, aunque en este caso es mayor el porcentaje de operaciones realizadas a plazos cortos, de entre un mes y tres meses.
3. *Fondos de inversión*. Se trata mayoritariamente de fondos de inversión de renta fija, incluyendo mayoritariamente tanto Fondos de Dinero como Fondos de Inversión en Renta Fija. Hay también una participación menor, aunque significativa, de Fondos de Renta Variable. Es mínima la cantidad de Fondos invertidos en renta variable.