

Incidencia de la evolución de los tipos de interés sobre las cajas de ahorros andaluzas

Francisco Javier Ortega Navarro
Universidad de Córdoba (ETEA)

BIBLID [0213-7525 (1997); 49; 161-198]

PALABRAS CLAVE: Riesgo de tipo de interés, bancos, cajas de ahorros, margen financiero, fondos de inversión, estructura patrimonial, estructura financiera.

RESUMEN:

El riesgo de tipo de interés es un factor consustancial al propio negocio bancario. Este tipo de riesgo condiciona las actuaciones de bancos y cajas de ahorros a la hora de diseñar y ejecutar sus políticas, dada una coyuntura y una clientela determinada. Por consiguiente, el grado de sensibilidad a la evolución de los tipos de interés mostrado por estas instituciones será un factor estratégico que condicione los resultados de su actividad. Este factor adquiere mayor relevancia en aquellos períodos en que los tipos de interés evolucionen con una tendencia bajista (como en la actualidad) o alcista de cierta magnitud.

ABSTRACT:

The interest risk is an inherent element of banking. This risk conditions the behaviour of credit institutions, under a specific conjuncture and a specific clientele. Consequently, the degree of sensitivity to the evolution of interest rates shown by these institutions will be a strategic factor that conditions the results of their activity. This factor becomes more important in those periods in which interest rates follow a upward or downward trend.

1. INTRODUCCIÓN

El riesgo de tipo de interés, como veremos posteriormente en el presente artículo, es inherente a la función de intermediación financiera que realizan las entidades de depósito. Ello hace que su evaluación se considere como una de las funciones clave en la gestión de estas instituciones. De este modo, el conocer la posición que una determinada entidad mantiene respecto a este riesgo

es un aspecto de interés no sólo para los gestores y supervisores, sino también para el analista externo interesado por el sistema financiero en general.

Sin embargo, los analistas foráneos a estas instituciones no cuentan en la mayoría de las ocasiones con el tipo y la cantidad de información necesaria para el estudio apropiado del comportamiento de las entidades financieras y, más concretamente en nuestro caso, de las cajas de ahorros.

Este artículo plantea algunos enfoques de análisis de este riesgo basados en la información presentada en el balance y cuenta de resultados públicos de las entidades de depósito. La naturaleza agregada y sintética de los datos disponibles en tales fuentes limitan el alcance de las conclusiones que puedan obtenerse de los procedimientos de análisis propuestos. No obstante, estas técnicas constituyen una ayuda estimable a la hora de conocer y predecir el comportamiento de estos agentes.

Por otra parte, la aplicación práctica de todos estos planteamientos ha recaído sobre el colectivo de las cajas de ahorros españolas y, más concretamente, las andaluzas. El análisis agregado del sector de las cajas de ahorros andaluzas presenta dos peculiaridades por las que adquiere un mayor interés. Por un lado, estas entidades destacan en la comunidad andaluza sobre el resto de las entidades de depósito –bancos y cooperativas de crédito– por el importante papel que desempeñan en el desarrollo del espacio económico andaluz. Parece, pues, obligado realizar un estudio de la gestión que estas entidades han venido realizando durante los últimos años. Años en los que el sistema financiero español y, en particular, el andaluz, han sufrido las repercusiones de los cambios en variables macroeconómicas básicas para el negocio bancario. Resulta de interés estudiar cómo se han visto afectadas las cajas de ahorros andaluzas, en comparación siempre con sus homólogas a nivel nacional, por las alteraciones en el comportamiento de la variable tipo de interés, todo ello en un contexto de mayor competencia.

Si bien la primera parte del artículo presenta un enfoque eminentemente teórico y de carácter conceptual, en un segundo bloque se aplican tales planteamientos al análisis agregado de las cajas de ahorros andaluzas de forma comparativa con el resto de estas entidades en el ámbito nacional y, de forma sucinta con el colectivo de bancos. Así, tras esta introducción se aborda la definición del riesgo de tipo de interés. Posteriormente se aborda su análisis aplicando dos enfoques distintos, el referido al estudio de las estructuras patrimonial y financiera (análisis causal), y el derivado de la sensibilidad de los productos y costes financieros, así como del margen de intermediación a la

evolución seguida en los mercados. El artículo concluye haciendo referencia al impacto de los fondos de inversión sobre estas entidades, así como un apartado dedicado a algunas de las reflexiones que pudieran extraerse del análisis efectuado.

2. EL RIESGO DE TIPO DE INTERÉS

Podemos definir este riesgo como el ocasionado por la existencia de activos y pasivos sensibles a la evolución de los tipos de interés de mercado. Por consiguiente, una evolución desfavorable de éstos provocará, por lo general, un estrechamiento del margen de intermediación. Ello se debe a que el tipo de interés es una variable que determina, en gran medida, tanto la rentabilidad de las inversiones financieras de la entidad, como el coste de sus recursos ajenos. Así, una evolución desfavorable de los tipos de interés puede manifestarse en la cuenta de resultados de la entidad de dos maneras distintas:

- Las repercusiones adversas que sobre el margen de intermediación pueda tener una evolución desfavorable de los tipos de interés. Ello tiene lugar cuando existe un desfase entre los períodos de renovación de tipos de interés activos y pasivos que puede desembocar bien en una disminución de los ingresos financieros, o bien en un incremento de los costes. A esto se le denomina **riesgo de renta**.
- Cuando las normas contables obligan a registrar las pérdidas derivadas de una disminución del valor de mercado de ciertos activos financieros cuyo precio o cotización está correlacionado con la evolución de los tipos de interés. Esta modalidad se conoce como **riesgo de inversión**.

Una de las primeras aclaraciones respecto al tema que nos ocupa es el que este tipo de riesgo es consustancial a la función bancaria en sentido amplio, esto es, la transformación de dinero a corto en préstamos a más largo plazo y, en consecuencia, ha de considerarse como normal y aceptable en estas entidades. Otro aspecto de interés es que este tipo de riesgo no cuenta con una medida exacta para su cuantificación, incluso, ni siquiera con una técnica que lo contemple en su totalidad. Ello se debe a que es importante distinguir entre el riesgo directo de los tipos de interés y el riesgo correlativo o inducido. El primero es el que directamente resulta de los desequilibrios exis-

tentes entre plazos de los activos y de los pasivos del balance y demás compromisos adquiridos por la entidad. El segundo se refiere a los cambios que pueden producirse en los flujos financieros, motivados por las propias modificaciones de los tipos, que pueden provocar modificaciones en la estructura del propio negocio bancario. Así, por ejemplo, una bajada en los tipos de interés incrementa el volumen de crédito, pero puede reducir el flujo de depósitos, ya que el ahorrador buscará rendimientos más altos en otros mercados. La entidad puede verse obligada, ante tal situación, a acudir a otras financiaciones con tipos más volátiles y mayor riesgo.

Dado que el riesgo de tipo de interés es inherente a la actividad de intermediación, su evaluación puede efectuarse a partir de las distintas partidas que integran el balance de las entidades que se dedican a este tipo de negocio, esto es, la intermediación financiera. Y ello, porque es en el balance en donde se recogen las operaciones que realizan estas instituciones para desarrollar su labor en el marco de una gestión continuada y unas expectativas sobre el mercado y la coyuntura. Así, la estructura patrimonial (referida al activo) y financiera (en relación con el pasivo) presentará un determinado nivel de exposición a esta clase de riesgo, que vendrá reflejado en la propia evolución de la cuenta de resultados.

Este trabajo va a centrarse fundamentalmente en el riesgo de renta. Así, este tipo de riesgo tiene su origen en las variaciones que sufren los tipos de interés de mercado cuando en la entidad se dé la existencia de posibles desfases entre productos de las inversiones realizadas por la entidad durante un determinado período de tiempo, y los costes de las financiaciones recibidas.

Por lo general, y dada la actividad desarrollada por estas entidades de transformación de plazos, la vida media de las colocaciones (inversiones) de una entidad de crédito es mayor que la de sus financiaciones. En tal caso, una subida de tipos de interés se reflejará antes en sus costes que en sus productos, ya que sus pasivos tienen una mayor rotación o menor plazo de renovación que sus inversiones. En consecuencia, la entidad experimentará una disminución de su margen financiero hasta que se renueven los activos a los nuevos tipos.

Si el desfase experimentado en la subida de tipos es momentáneo, compensándose con bajadas posteriores en los mismos, la cuenta de resultados no experimentará pérdidas que no pueda soportar la entidad. Sin embargo, si el movimiento adverso de tipos es duradero y substancial, entonces las pérdidas a que tal situación daría lugar podrían no ser absorbidas de forma permanente.

El riesgo de tipo de interés también está presente en operaciones a tipo variable, en donde el desequilibrio no hay que buscarlo en los plazos de vencimiento de los activos y pasivos, sino entre las fechas de revisión de los tipos. Así, si los tipos de los créditos (inversiones para estas entidades) se revisan con la misma frecuencia que los de las financiaciones de la entidad, el problema no existe. Por otra parte, habría de contemplarse también no solamente los plazos de renovación, sino las posibles diferencias en cuanto al volumen de inversiones y financiaciones afectas a tales revisiones. Así, el binomio plazo-volumen de los instrumentos sensibles a la variación de los tipos determina la incidencia de la evolución de éstos sobre los resultados de la entidad.

Haciendo referencia ahora a la otra forma en que puede tomar forma este riesgo (disminución del valor contable de ciertos activos) hemos de mencionar lo dispuesto en la Circular del Banco de España 4/1991, de 14 de junio, la cual sienta como base para la valoración de activos el principio de precio de adquisición (norma tercera, apartado primero). Ahora bien, este criterio tiene en banca algunas excepciones. Frente a él, aparecen una serie de normas por las que la valoración de ciertas partidas ha de hacerse a *precios actuales o de mercado*, aunque éstos sean superiores al costo, reconociéndose los beneficios o pérdidas en la cuenta de resultados. Es el denominado criterio de valoración a "precios de mercado".

Aunque pareciera que con ello se estuviera infringiendo el principio de prudencia valorativa (criterio que delimita el marco de aplicación de los restantes principios contables, según se establece en la norma segunda, apartado segundo de la citada circular), el criterio de valoración a precios de mercado tiene unas limitaciones importantes, es decir, no es de aplicación generalizada a todos los instrumentos financieros, sino sólo ha de aplicarse a aquellos elementos cuyas operaciones se contraten en mercados profundos y líquidos. Esto es, aquéllos cuya negociación esté asegurada al existir alta probabilidad de encontrar contrapartida (liquidez) y que no sean influenciados por agentes privados individuales (profundidad).

Sin embargo, el tipo de instrumento no es por sí solo suficiente para aplicar el criterio de valoración a precios de mercado, sino que también hay que atender a la función que éste desempeña en el balance de la entidad. Así, nos podemos encontrar con aquellos activos financieros a los que una fluctuación de los tipos de mercado afecta en su cotización, pero cuyo valor de liquidación al vencimiento o su rentabilidad interna no se ven afectados.

Este efecto debería diferenciarse claramente del riesgo de interés e incluirse dentro del denominado riesgo de mercado¹, ya que no necesaria-

mente conduce a una pérdida real, sino solamente si se realiza anticipadamente el activo por parte de la entidad. Ante tales situaciones, y para aclarar cuál es el criterio de valoración aplicable a las inversiones bancarias en activos financieros materializados en valores negociables, la norma octava, apartado 1.a de la Circular del Banco de España 4/1991 clasifica las carteras de valores (a efectos de valoración) en cuatro categorías de acuerdo con los siguientes criterios:

- *Cartera de negociación*: "se incluirá en esta cartera los valores de renta fija y renta variable que las entidades mantengan en el activo con la finalidad de beneficiarse a corto plazo (especulación) de las variaciones de sus precios".
- *Cartera de inversión ordinaria*: "figurarán en ella los valores de renta fija o variable que no hayan sido asignados a otra cartera".
- *Cartera de inversión a vencimiento*: "comprenderá los valores de renta fija que las entidades hayan decidido mantener hasta su amortización, teniendo capacidad financiera para hacerlo".
- *Cartera de participaciones permanentes*: "se incluirán en esta cartera las participaciones destinadas a servir de manera duradera a las actividades de la entidad o del grupo al que ésta pertenezca".

Así, aquellos activos financieros que se coticen en mercados profundos y líquidos, y que integran la cartera de negociación han de contabilizarse siguiendo el principio de precio de mercado. Ello se debe a que en tales activos, la contabilización de sus operaciones a coste histórico (criterio de precio de adquisición) permitiría a la gerencia manipular los resultados, puesto que las inversiones seleccionadas podrían venderse y recomprarse de forma inmediata (a voluntad del operador) y el beneficio correspondiente incorporarse a los resultados, aun cuando la situación económica de la empresa no se haya modificado por la transacción. El criterio de precio de mercado evita en estos casos tal manipulación de carácter contable (puesto que desde un punto de

1. Este riesgo surge ante la posibilidad de que la entidad incurra en pérdidas como consecuencia de las fluctuaciones en el valor de mercado de determinados activos. Aunque, si bien es cierto que en ciertos instrumentos financieros como las acciones y las participaciones, la cotización de las mismas puede estar influido parcialmente por los movimientos en los tipos de interés (riesgo de interés) o por cambios en la calidad crediticia de los emisores (riesgo de crédito), una proporción importante de tales oscilaciones responde a movimientos de la oferta y demanda ajenos a tales factores.

vista financiero el resultado no varía) al registrarse los beneficios o pérdidas por el simple movimiento de precios, aunque no se proceda a la venta y recompra de aquellas inversiones.

3. ENFOQUE TEÓRICO DEL ANÁLISIS DEL RIESGO DE TIPO DE INTERÉS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO, A PARTIR DEL BALANCE Y LA CUENTA DE RESULTADOS PÚBLICOS

Como es sabido, uno de los riesgos inherentes al negocio bancario es el debido a las variaciones de los tipos de interés. Este tipo de riesgo supone para la entidad la posibilidad de incurrir en un estrechamiento de su margen financiero como consecuencia de una evolución desfavorable de tipos.

Según lo anterior, cabe preguntarse cuándo puede considerarse desfavorable una variación al alza o a la baja del precio del dinero. Para contestar a esta cuestión es necesario aplicar un enfoque causal, esto es, habrían de ser analizadas aquellas partidas del balance (tanto de activo como de pasivo) de la entidad que son fuentes de costes (los llamados pasivos onerosos) o de ingresos (activos rentables) de naturaleza financiera. Una vez identificadas tales partidas y determinada su participación relativa en el conjunto de las inversiones o financiaciones, según proceda, se estudia la mayor o menor sensibilidad de sus rendimientos o costes respecto a la evolución de los mercados financieros.

Un sencillo ejemplo ayudará a entender mejor lo dicho más arriba. Una entidad de crédito que obtenga la mayor parte de sus financiación ajena a través de depósitos a plazo (es decir, aquéllos en los que su titular recibe durante un período determinado de antemano una remuneración fija) le favorecería una subida de los tipos de interés. Ello se explica por el hecho de que su pasivo presenta una estructura financiera eminentemente rígida. Así, los titulares habrán de esperar al vencimiento de los contratos de depósito para que, mediante su renovación puedan beneficiarse de la subida de tipos. Por consiguiente, durante cierto período de tiempo, la entidad se habrá beneficiado de una financiación menos onerosa que la vigente en el mercado. Si por el contrario, esta entidad obtuviera su financiación fundamentalmente a través de depósitos a la vista, su pasivo presentaría una estructura más sensible. Esto se debe a que estos instrumentos de captación de fondos (constituidos básicamente por cuentas corrientes y cuentas de ahorro) son remunerados según los tipos vigentes en el mercado, puesto que las variaciones de los tipos de interés son trasladadas por las entidades con un menor retardo a las remuneraciones que ofrecen este tipo de instrumentos a sus titulares.

Hemos visto que la naturaleza de las partidas que componen el pasivo de una entidad, así como su importancia relativa respecto a la financiación total, determinan el grado de rigidez o flexibilidad de su estructura financiera. Una estructura financiera rígida reflejará, en los costes financieros de la entidad, las oscilaciones en los tipos de interés con cierto retardo. Por el contrario, una estructura financiera flexible recogerá tales variaciones de forma más inmediata. Por consiguiente, una subida en los tipos de interés, manteniendo invariables el resto de los factores que inciden sobre el margen financiero, les será más favorable a aquellas entidades con una mayor proporción de pasivos poco sensibles a tal variación.

Este planteamiento respecto al plazo que requiere un instrumento financiero de captación de fondos para recoger en sus costes un cambio en los tipos de interés puede aplicarse no sólo a los pasivos onerosos, sino también a las distintas inversiones (activos rentables) llevadas a cabo por la entidad. Por consiguiente, a la hora de realizar un análisis causal del margen financiero, es necesario completar el estudio de la estructura financiera con el de la estructura patrimonial.

Sin embargo, un análisis conjunto de la evolución del margen financiero de las entidades junto a la variaciones experimentadas por los tipos de interés nos permite sacar ciertas conclusiones acerca de la mayor o menor sensibilidad de su activo respecto de su pasivo, y viceversa. Este planteamiento no precisa recurrir al examen pormenorizado del grado de utilización por parte de la entidad de los distintos instrumentos financieros, tanto para la captación como para la aplicación de recursos.

En el Cuadro 1 se puede observar la posible mayor o menor sensibilidad de los tipos activos respecto de los pasivos ante las variaciones experimentadas por el margen de intermediación y la evolución de los tipos de interés.

Respecto a los términos tipos activos y pasivos empleados anteriormente, han de hacerse algunas aclaraciones. Con el término "tipos activos" se pretende hacer referencia a la remuneración que, en general, recibe la entidad por sus inversiones para una estructura patrimonial determinada. En cuanto al concepto de "tipos pasivos", lo empleamos refiriéndonos al coste que le supone a una entidad el mantener una determinada estructura financiera, esto es, la composición porcentual de su pasivo por instrumentos financieros.

Por lo general, un aumento en términos absolutos de los recursos ajenos de una entidad (que, esencialmente, serán pasivos onerosos integrados en partidas de depósitos interbancarios o de otros sectores residentes y valores emitidos), da lugar a un incremento (también en términos absolutos) de sus

CUADRO 1
ANÁLISIS DE LA SENSIBILIDAD DE LOS TIPOS ACTIVOS Y PASIVOS
BASADO EN EL MARGEN DE INTERMEDIACIÓN

Variación de los tipos de interés	Evolución del margen financiero ¹	Causa de la evolución del margen	Comentarios
Disminución	Disminución	Mayor sensibilidad de los tipos activos respecto de los pasivos	<i>Los productos financieros disminuyen en mayor proporción que los costes</i>
Incremento	Disminución	Mayor sensibilidad de los tipos pasivos respecto de los activos	Los productos financieros aumentan en menor proporción que los costes
Disminución	Incremento	Mayor sensibilidad de los tipos pasivos respecto de los activos	<i>Los costes financieros disminuyen en mayor proporción que los productos</i>
Incremento	Incremento	Mayor sensibilidad de los tipos activos respecto de los pasivos	<i>Los costes financieros aumentan en menor proporción que los productos</i>

Fuente: *Elaboración propia.*

(1) *Los incrementos y las disminuciones indicadas en esta columna se refieren a una mayor o menor variación en términos relativos del margen financiero respecto al periodo anterior.*

inversiones rentables (créditos y valores en cartera, principalmente). Por consiguiente, unos mayores costes financieros ocasionados por unos pasivos onerosos mayores, suelen ser contrarrestados en la cuenta de resultados de las entidades de crédito por un incremento absoluto de los rendimientos obtenidos por unas inversiones que también han aumentado.

Aunque no hay duda de que la ratio activos rentables entre pasivos onerosos influye directamente sobre el margen financiero, por lo general, este coeficiente suele mostrar cierta estabilidad dado que las magnitudes base del mismo se encuentran altamente correlacionadas. Según esto, la sensibilidad de las estructuras patrimonial y financiera que presenta una entidad de crédito en relación con la evolución seguida por los tipos de interés constituye un factor esencial para explicar las variaciones del margen de intermediación.

En el Cuadro 2 se muestran los valores alcanzados por el ratio activos rentables entre pasivos onerosos durante el periodo 1992-1995 para el agregado de las cajas de ahorros andaluzas y el agregado nacional, excluyendo en este último las entidades pertenecientes a la Federación de Cajas de Ahorros de Andalucía. Como puede observarse, este ratio se mantiene estabilizado durante el periodo analizado en torno a la unidad en ambos agregados, si bien con una ligera tendencia ascendente.

CUADRO 2
RENTABLES/PASIVOS ONEROSOS

	Agregado andaluz	Agregado nacional
1992	0,9938	1,0201
1993	0,9990	1,0299
1994	1,0047	1,0151
1995	1,0100	1,0259

Fuente: CECA y elaboración propia.

Las partidas del balance que han sido consideradas como activos rentables son las siguientes: deudas del Estado, entidades de crédito, créditos sobre clientes, obligaciones y otros valores de renta fija, acciones y otros títulos de renta variable, participaciones y participaciones en empresas del grupo. Las partidas que se han incluido como pasivos onerosos son: entidades de crédito, depósitos de clientes, valores negociables y pasivos subordinados.

4. ANÁLISIS CAUSAL DE LA SENSIBILIDAD DE LA ESTRUCTURA PATRIMONIAL Y FINANCIERA A LA EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS

Ya hemos visto que el riesgo de tipo de interés es un concepto asociado a la evolución del margen de intermediación. Por otra parte, el margen financiero es el resultado de la diferencia entre productos y costes de esa misma naturaleza. Así, una manera de analizar la influencia que la evolución de los tipos tiene sobre el margen es estudiar qué tipo de inversiones han originado tales productos, así como qué instrumentos financieros son empleados principalmente por la entidad para captar el ahorro que ha de remunerar. Simplemente, se trata de aplicar lo que hemos denominado *análisis causal* del margen.

Para efectuar este tipo de análisis de forma exhaustiva sería necesario contar con una amplia y detallada información sobre los distintos instrumentos y plazos de vencimiento o novación, tanto de los activos que integran las inversiones de la entidad, como de los pasivos que configuran sus financiaciones. Sin embargo, para un analista externo las posibilidades de contar con tal información son bastante reducidas. Por consiguiente, el enfoque causal presenta este gran inconveniente que, de algún modo pretende ser salvado por la aplicación de otro tipo de análisis que recaee directamente sobre el margen finan-

ciero y sus componentes. Este último enfoque, cuyo planteamiento teórico se ha presentado en el epígrafe anterior, se analizará con más detalle en apartados siguientes.

Dentro del enfoque causal existen varias técnicas o modelos de análisis del riesgo de interés. Mencionemos, por su mayor sencillez, el modelo escalar y el método de la "duración", entre otros. Así, el modelo escalar simple, basado en el llamado GAP o "brecha de fondos" supone, en su forma más sencilla, dividir los activos y pasivos del balance en sensibles y no sensibles, tomando para ello un horizonte temporal determinado. Se calcula el porcentaje que cada uno de estos agregados representa sobre el total del balance, obteniéndose el GAP como diferencia entre el ratio de activos sensibles menos el de pasivos sensibles. Si el GAP resulta positivo, suponemos favorable un aumento de los tipos de interés (el margen financiero aumentará), ya que se reinvertirá a tipos más altos sin modificar los costos de la financiación². Por el contrario, si el GAP es negativo, será favorable una disminución de los tipos, al poder refinanciarlos a tipos más bajos hasta el vencimiento de los activos. Lógicamente, los casos inversos serán desfavorables porque se reducirá el margen de intermediación.

Una mejora de esta técnica implica dividir el balance en varios plazos (escalas de vencimientos) para así establecer las "brechas" periódicas, de forma que se puedan analizar los efectos del movimiento esperado de tipos en cada uno de los plazos establecidos.

A pesar de su sencillez, esta técnica precisa de un tipo de información (como, por ejemplo, los distintos vencimientos de los diferentes activos y pasivos) que no está disponible en el balance público de las entidades de crédito. Ello limita enormemente el campo de actuación del analista externo, el cual ha de aplicar estas técnicas sin demasiadas pretensiones.

Para el estudio de la información contenida en el balance público de las entidades de crédito que nos ocupan vamos a considerar básicamente dos factores³. El primero de ellos es el *tipo de instrumento* empleado por la enti-

2. En efecto, al ser mayor la proporción de activos que vencen para un período temporal determinado, los recursos que éstos liberan pueden volverse a invertir con rendimientos más altos. Los pasivos que financian estas nuevas inversiones serán, en parte, los mantenidos por la entidad con anterioridad a la subida de tipos. De ahí, el efecto positivo de una subida de tipos con una brecha de fondos o GAP positiva.
3. Aunque nos limitemos sólo a dos, existen otros elementos que inciden en el riesgo de interés. Nos referimos a la estructura temporal de vencimientos, operaciones de futuro, riesgo de interés en monedas diferentes y otras partidas con sensibilidades específicas.

dad. Este factor, va a tomar un mayor protagonismo a la hora de analizar la estructura financiera; por ejemplo, nos encontramos con que en el balance se nos facilita información referente a depósitos a la vista y a plazo.

El segundo factor a tener en cuenta es la *rigidez o elasticidad de las tasas, según los mercados en los que opera la entidad*. No todos los mercados responden de igual manera a las alteraciones de los tipos de interés. En tanto unos lo hacen con una gran volatilidad, otros responden más lentamente y no absorbiendo completamente las variaciones experimentados en los tipos. Deberá, pues, hacerse una distinción entre las financiaciones o colocaciones que se efectúen en unos u otros mercados. Simplificando el análisis se pueden distinguir dos mercados: el de clientela y el de dinero o interbancario. Dejando atrás otros tipos de mercados como son los internacionales, en donde, las cajas de ahorro no se han mostrado demasiado activas.

Así, las variaciones en los tipos de interés de las operaciones concertadas en el mercado de clientela son bastante menos volátiles que las que pueda haber en los de dinero o interbancarios. Dentro de aquel mercado ha de distinguirse el mercado ordinario (representado por operaciones de créditos a clientela, cartera comercial, depósitos a la vista y a plazo y certificados de depósito) que, en general, es bastante rígido, y el mercado de los grandes clientes (pagarés de empresa, créditos sindicados, cesiones temporales de activos, etc.) que cuenta ya con cierta sensibilidad. En cuanto a los mercados interbancarios (subastas de deuda y de dinero, cartera de renta fija, adquisiciones y cesiones temporales de activos, depósitos tomados a otras entidades, etc.) éstos cuentan con una mayor sensibilidad.

En cuanto a éstos últimos, la sensibilidad de las entidades de crédito a la evolución del mercado interbancario depende de los siguientes factores (véase Manzano y Galmés, 1995): a) la importancia de la actividad interbancaria en el negocio total de cada entidad (aspecto a analizar en apartados subsiguientes); b) la importancia de los diferenciales de precios entre las posiciones activa y pasiva en el mercado interbancario que, dada la actual tendencia de los tipos de interés, estos diferenciales suelen ser bastante reducidos; c) el grado de sensibilidad de las operaciones bancarias, distintas de las interbancarias, a la situación de este mercado (el cual se abordará en este mismo apartado)⁴.

4. Estos factores se vinculan a su vez con la especialización productiva de cada entidad. Cuestión ésta muy relacionada con la estructura patrimonial y financiera mantenida por cada grupo de intermediarios. Así, dado que las posiciones netas en el interbancario no son demasiado significativas respecto del total de la actividad y que, por otra parte, los márgenes de ese mercado son, en general, muy reducidos (Manzano, 1994), los efectos directos sobre los

Veamos a continuación algunos aspectos relacionados con la influencia que tienen los mercados monetarios, y más concretamente el interbancario, sobre las remuneraciones (ingresos o costes financieros) ofrecidas por los distintos activos y pasivos bancarios. Respecto a los primeros, la principal partida deudora del balance bancario (esencialmente en las cajas de ahorros) es la correspondiente a las inversiones crediticias. La sensibilidad de los préstamos bancarios vendrá determinada esencialmente por su plazo y su tipología, esto es, si se han contratado a tipo de interés fijo o variable.

Mayor dificultad supone analizar la sensibilidad de los distintos instrumentos de pasivo a las variaciones de los tipos del interbancario. Cuestión ésta que trataremos, pues, con mayor detenimiento.

El comportamiento de los tipos bancarios de pasivo a lo largo de los últimos años parece fuertemente conectado con lo ocurrido en el mercado interbancario (Sáez, 1996). Esta conexión se manifiesta en dos sentidos: por un lado, mediante el grado de respuesta o sensibilidad de los tipos bancarios ante movimientos de los tipos del interbancario y, por otro, a través del diferencial que las entidades mantienen entre la rentabilidad que ofrecen por sus pasivos y el coste alternativo que supondría financiarse en este mercado, o el ingreso que obtendrían de prestar en el interbancario la financiación conseguida de sus clientes.

Sin embargo, pueden observarse notables diferencias en esta conexión para cada instrumento. Así, las cesiones de títulos se han mostrado especialmente sensibles a lo ocurrido en los mercados interbancarios, de modo que los movimientos de éstos se recogen más rápidamente en la remuneración de las cesiones que en otras modalidades de depósitos. Por tal motivo, un análisis de la estructura financiera de una entidad o colectivo de entidades por instrumentos refleja, de algún modo, su mayor o menor sensibilidad a la evolución de los tipos de interés en los mercados monetarios.

Estudios recientes (ver Sáez, 1996) señalan algunas conclusiones en relación a la sensibilidad de algunos instrumentos de captación de fondos respecto a los tipos del interbancario (básicamente, para los plazos más cortos):

resultados de las entidades son bastante limitados. No obstante, aumentos o disminuciones de los tipos interbancarios afectan de forma indirecta a las entidades, dependiendo de su relación con las remuneraciones ofrecidas por otros instrumentos financieros que integran su balance (ej. créditos a interés variable referenciados al MIBOR).

- La sensibilidad a largo plazo de los tipos de los pasivos bancarios ante movimientos de los tipos del interbancario es menor en los depósitos a la vista y de ahorro que los depósitos a plazo y las cesiones⁵. En concreto, ante una variación del tipo interbancario a un día, los tipos de interés de las cesiones suelen variar en el mismo sentido, alrededor de un 90%, frente al 80% de la variación de los tipos de los depósitos a plazo. La reacción de los depósitos a la vista y de ahorro en los bancos es de un 50%, y la de las cajas de un 20%. Conviene destacar, pues, la menor sensibilidad, respecto a estos últimos instrumentos, que muestran las cajas de ahorros.
- La rapidez con que cada instrumento absorbe en sus remuneraciones las variaciones antes señaladas es otro factor que hay que considerar. Para el caso de las cesiones, éstas tardan tan sólo un mes en conseguir el 90% del ajuste total, mientras que los depósitos a plazo tardan casi un año y medio en lograr el 90% del ajuste señalado en el apartado anterior. Las cajas de ahorros se caracterizan por tener un ajuste más lento que los bancos en cuanto a los depósitos (a plazo, a la vista y de ahorro).
- La mayor o menor sensibilidad de cada instrumento dependerá, no sólo de la variación absorbida y del tiempo necesario para ello, sino también del hecho que incorporen en sus costos (desde el punto de vista de la entidad) las expectativas sobre el comportamiento futuro de los tipos de interés. Así, salvo en el caso de los depósitos a la vista y de ahorro (donde no se puede captar una influencia de este tipo), en las cesiones y los depósitos a plazo, puede decirse que tales expectativas son relevantes hasta el plazo de un año⁶.

En resumen, los instrumentos de captación de fondos (pasivos bancarios) que muestran una menor rigidez (mayor capacidad de adaptación a los movimientos de los tipos de interés del mercado interbancario) son las cesiones y los depósitos a plazo. Por el contrario, los instrumentos menos sensibles

5. Debe considerarse, en general, que los depósitos a la vista y de ahorro están muy relacionados con una demanda de dinero por motivo transacción y/o precaución y, por tanto, son depósitos que el cliente valora por su gran facilidad para convertirse en liquidez sin apenas coste alguno y, no por la rentabilidad que de ellos pueda obtener. Por su parte, los depósitos a plazo y las cesiones parecen responder en mayor medida a una demanda de dinero por motivo inversión. Mediante estos instrumentos los clientes obtienen una mayor rentabilidad para su ahorro a cambio de una menor liquidez.
6. Para los depósitos a plazo parece evidente la importancia del tipo esperado dentro de un año, dado que el plazo típico para esta clase de depósitos está alrededor de un año. Para las cesiones, una expectativa a un plazo inferior (tres meses) parece ser la más significativa.

(menor adaptación) en su remuneración son los depósitos a la vista y de ahorro. Este fenómeno se da con mayor intensidad en las cajas de ahorros en relación con los bancos, entidades estas últimas más dinámicas a la hora de establecer las remuneraciones de sus pasivos. Este distinto dinamismo, puede deberse en parte a la clase de clientela característica de las cajas que, al mostrar un perfil más conservador (esto es, le da una mayor importancia a la seguridad sobre la rentabilidad), tiene una demanda más inelástica respecto a la remuneración de sus ahorros.

No obstante, la sensibilidad total de un instrumento u otro, dependerá no sólo de cómo las nuevas operaciones vayan recogiendo la evolución de los tipos interbancarios, sino de la vigencia de las antiguas a tipos anteriores. Este aspecto es de especial relevancia para el caso de los depósitos a plazo que, a pesar de mostrar una mayor adaptación de sus tipos, el mantenimiento de la remuneración pactada para el plazo convenido (por término medio suele ser de un año) los convierte en instrumentos que incorporan rigidez a los balances bancarios.

En cuanto a los distintos plazos de vencimiento o renovación de los diversos instrumentos, hay estudios referidos a nuestro sistema financiero (Sáez, Sánchez y Sastre, 1994) que abordan este mismo tema. Así, respecto a la especialización por plazos entre diferentes colectivos de entidades de depósito, se pone de manifiesto que, en cuanto a las operaciones de depósitos como cesiones, las cajas de ahorros muestran una mayor especialización en plazos superiores al año, mientras que los bancos suelen reflejar una mayor diversificación en su actividad, teniendo una mayor preferencia que las cajas por los períodos más cortos.

Una de las razones que pueden explicar este hecho es la diferente tipología de clientela que tienen ambos colectivos. En general, una proporción importante de la clientela bancaria (por ejemplo, la representada por grandes y medianas empresas) está interesada en la rentabilización a corto plazo de puntas temporales de tesorería, mientras que en las cajas predomina una clientela más tradicional, de pequeños ahorradores, que suele estar más orientada hacia plazos más largos.

En cuanto a la estructura de la inversión crediticia, esencial para determinar la sensibilidad del activo de estas entidades respecto a los movimientos de los tipos de interés, ésta parece menos dinámica (plazos más dilatados y, por consiguiente, una menor rotación) que la del pasivo. En cuanto a estos instrumentos de activo (inversiones crediticias), se observa la existencia de unos plazos típicos para cada una de las distintas operaciones: plazos cortos en el crédito comercial, plazos largos en los créditos hipotecarios y, plazos media-

nos y largos en préstamos personales y cuentas de crédito. Todo ello con independencia del grupo de entidades que se analice.

La especialización crediticia hacia unos plazos u otros depende, pues, del tipo de créditos hacia el que tiene mayor inclinación cada entidad como consecuencia de las características de su clientela. También ha de tenerse en cuenta, a la hora de evaluar el riesgo de tipo de interés soportado por una entidad, la proporción que representan los créditos a tipo variable, en relación con el resto de las operaciones de crédito. Es de destacar el hecho de que este tipo de operaciones está adquiriendo paulatinamente un mayor peso. Sin duda, ello contribuirá a flexibilizar la estructura patrimonial de las instituciones bancarias, en general.

Un aspecto relevante que no va a ser contemplado en el análisis posterior es el concerniente a la concentración de los plazos medios de los distintos instrumentos financieros. Este aspecto es de interés en el análisis de este tipo de riesgo debido a que los vencimientos de los distintos activos y pasivos suelen producirse diariamente, con lo que puede darse una concentración de plazos, incrementándose así el riesgo (tanto en la refinanciación para el caso de pasivos, como en la reinversión, si son activos) para la entidad respecto a la evolución de los tipos en los períodos subsiguientes.

5. APLICACIÓN PRÁCTICA DEL ENFOQUE CAUSAL

Comencemos ya a analizar el balance agregado de las cajas de ahorros que integran la Federación de Cajas de Ahorros de Andalucía, por un lado, y por otro, el resto de las cajas de ahorros nacionales. Dado que los valores absolutos no son comparables por la distintas dimensiones de las entidades, habrá que homogeneizar los valores para su estudio comparativo. De ahí que el análisis se haya efectuado tomando valores relativos de cada partida en relación con el balance total. Los valores porcentuales así determinados se presentan en los Cuadros 3 y 4.

En cuanto a los *activos rentables*, según puede observarse en las tablas, el agregado andaluz presenta una serie de peculiaridades que se mantienen en el tiempo: 1) globalmente aplican una menor proporción de fondos a inversiones rentables; 2) en relación con el agregado nacional fundamentan su negocio activo en las denominadas inversiones "típicas" como son las representadas por créditos al sector privado no financiero, caracterizado por presentar una mayor rentabilidad; 3) menor aplicación de recursos en inversiones complementarias, esto es, una menor cartera de títulos de deuda pública y una menor actividad en el mercado interbancario.

Estrategias competitivas y su relación con el riesgo de tipo de interés.

La exposición de una entidad financiera determinada al riesgo de tipo de interés depende, no sólo de factores exógenos a la misma, como pudieran ser la propia evolución del mercado o la coyuntura. Hay que considerar también factores endógenos como, por ejemplo, el hecho de que la política de precios (tipos de interés) es empleada por las entidades como variable estratégica para estimular la demanda de sus productos. La mayor o menor aceptación de tales acciones sobre la clientela dependerá principalmente de la elasticidad de la demanda. Cabe así buscar cierta relación entre cuotas de mercado y los tipos de interés aplicados por una entidad de depósito determinada. No obstante, existen otros factores distintos al precio que también influyen en la demanda de los productos bancarios (la aplicación de comisiones, la prestación de servicios complementarios, etc.) A la hora de establecer una comparación entre diversos colectivos de entidades (pongamos el caso de diferenciar las acciones emprendidas por cajas y bancos), han de distinguirse dos grupos o tipos de estrategias (Sáez, 1994):

- *El primer grupo de estrategias se basa en la aceptación de que las políticas de tipos tienen efecto sobre la demanda y, por tanto, que las entidades deben mantener un cierto grado de competencia en precios para asegurarse una cuota de mercado determinada. La principal variable de decisión son los tipos de interés activos y pasivos, que deberían situarse en niveles competitivos. El efecto inmediato de este comportamiento es un descenso del margen financiero o de intermediación, que debe compensarse con un riguroso control de los gastos de explotación para que los beneficios finales no se vean afectados.*
- *El segundo grupo de estrategias tiene como objetivo el de satisfacer otras necesidades de la clientela, mediante la concesión de una serie de servicios adicionales, el fomento de un trato personalizado, o incluso procurar una mayor proximidad geográfica mediante una amplia red de sucursales. El refuerzo de las relaciones con la clientela fomenta la fidelización de la misma. Estos y otros factores insensibilizan a la demanda respecto a variaciones de precios.*

Los factores que justifican el predominio de un tipo u otro de estrategias se hallan estrechamente unidos a las características de los productos y los clientes que los demandan. Para el caso de las cajas de ahorros, las cuales suelen contar con una clientela de perfil más bien conservador, y para la que los costes de sustitución de entidad suelen ser significativos (hasta tal punto que, en ocasiones se habla de clientela "cautiva"), el tipo de estrategia más frecuentemente utilizada por este colectivo suele pertenecer al segundo grupo de las ya comentadas. Todo ello nos induce a pensar que la estructura patrimonial y financiera de las cajas de ahorros ha de presentar una mayor rigidez (menor adaptación o mayor desfase entre la evolución de sus productos y costes financieros respecto a las variaciones de los tipos de interés de los mercados monetarios) que la correspondiente a la de los bancos (entidades éstas que, tradicionalmente, se han caracterizado por su mayor dinamismo).

En relación con los *pasivos onerosos*, ambos agregados obtienen una proporción similar del total de su financiación de forma onerosa, si bien, las cajas de ahorros andaluzas vienen concediendo una mayor relevancia a la autofinanciación, según se desprende del menor porcentaje que representan los pasivos onerosos sobre el balance total. No obstante, a nivel de cada partida surgen diferencias de cierta importancia, como son: 1) las cajas de ahorros no andaluzas suelen financiarse en menor medida a través de depósitos, a pesar de ser ésta, por lo general, una de las fuentes más baratas de recursos; 2) el agregado andaluz cuenta con una mayor proporción de recursos procedentes de depósitos a la vista, mientras que en el resto de las entidades los depósitos a plazo adquieren un mayor peso relativo; 3) las entidades no andaluzas acuden en mayor medida a los mercados interbancarios y a la emisión de valores como fuente alternativa de recursos, mucho más onerosa.

De todo lo anterior se desprende que, a priori, la estructura patrimonial de ambos agregados es rígida, si bien el *agregado de las cajas andaluzas* presentan una estructura más rígida que el agregado nacional, puesto que efectúa una mayor proporción de sus inversiones en el mercado de la clientela, fundamentalmente de tipo minorista (esto es, familias, pequeñas y medianas empresas). El agregado nacional aplica un mayor porcentaje de fondos a inversiones en el mercado de dinero (interbancario y de valores, fundamentalmente). No obstante, esta afirmación tendría una mayor solidez si dispusiéramos información acerca de cuál de las modalidades de créditos (a interés fijo, variable o mixtos) predomina en ambos balances agregados.

Respecto a la *estructura financiera* mantenida para el periodo considerado, si atendemos al tipo de mercado del que ambos agregados obtienen recursos, son las entidades andaluzas las que presentan una mayor proporción de pasivos captados del mercado minorista (más estable y, por consiguiente, menos sensible a las variaciones de tipos). Sin embargo, atendiendo a la naturaleza de los depósitos (tipo de instrumento), las cajas no andaluzas presentan una mayor proporción de depósitos a plazo. Por consiguiente, ante estos factores contrapuestos, resulta un tanto arriesgado aventurarse sobre qué agregado mantiene una estructura de pasivo con mayor o menor sensibilidad. Habrá, pues, que acudir a otro tipo de análisis, como veremos más adelante, para sacar conclusiones al respecto.

Establezcamos ahora y, de forma sucinta, un análisis comparativo con el agregado de las entidades bancarias que operan en nuestro país. Para ello, nos vamos a basar en el Cuadro 5, en donde se presentan los activos rentables y pasivos oneroso, tanto en términos absolutos como relativos (en relación con el activo y pasivo total). Los aspectos más destacables que se desprenden del citado análisis son los siguientes:

1. Respecto al porcentaje que los bancos mantienen de activos rentables sobre el activo total (93,17% en 1995), éstos ofrecen una proporción superior al agregado de las cajas no andaluzas (90,99% en 1995) y similar al agregado de las cajas de ahorros andaluzas (93,11%).

2. Aunque los créditos sobre clientes es el activo con mayor peso en la inversión del agregado bancario (40,06% en 1995), esta partida tiene un menor peso específico que en el colectivo de las cajas de ahorros (46,13% para las cajas no andaluzas y el 57,98% para el agregado andaluz, con datos de 1995).

CUADRO 3
CAJAS DE AHORROS NACIONALES EXCEPTO LA FEDERACIÓN ANDALUZA
Activos rentables y pasivos onerosos

	VALORES ABSOLUTOS (en millones de ptas.)			
	1992	1993	1994	1995
ACTIVOS RENTABLES	91,12%	92,34%	92,28%	93,11%
Deudas del Estado	19,36%	15,81%	19,45%	19,67%
Entidades de crédito	20,26%	25,51%	20,76%	21,47%
Créditos sobre clientes	45,61%	44,94%	46,28%	46,13%
Obligaciones y otros valores de renta fija	3,86%	3,84%	3,58%	3,34%
Acciones y otros títulos de renta variable	0,62%	0,76%	0,66%	0,58%
Participaciones	0,53%	0,48%	0,45%	0,56%
Participaciones en empresas del grupo	0,89%	1,02%	1,11%	1,38%
PASIVOS ONEROSOS	89,33%	39,66%	90,91%	90,77%
Entidades de crédito	12,23%	10,99%	11,80%	12,09%
Débitos a clientes	75,20%	76,39%	76,95%	76,22%
*A la vista	30,81%	29,33%	29,54%	27,53%
*A plazo	43,58%	46,33%	47,40%	48,69%
Valores negociables	1,15%	1,57%	1,52%	1,85%
Pasivos subordinados	0,75%	0,71%	0,65%	0,60%
TOTAL ACTIVO/PASIVO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: CECA y elaboración propia.

Los bancos se muestran mucho más activos a la hora de colocar y obtener recursos en el mercado interbancario (en 1995, el 32,23% de sus activos estaban invertidos en este mercado, y el 37,37% de sus recursos los obtenían del mismo).

Casi la mitad de los fondos de las entidades bancarias provienen de depósitos de clientes (el 49,45% en 1995), fundamentalmente a través de

CUADRO 4
CAJAS DE AHORROS ANDALUZAS
Activos rentables y pasivos onerosos

	VALORES PORCENTUALES RESPECTO AL BALANCE TOTAL			
	1992	1993	1994	1995
ACTIVOS RENTABLES	89,36%	90,30%	90,68%	90,99%
Deudas del Estado	12,16%	10,04%	13,20%	12,08%
Entidades de crédito	14,10%	15,53%	12,29%	15,63%
Créditos sobre clientes	59,16%	59,54%	58,96%	57,98%
Obligaciones y otros valores de renta fija	3,21%	4,18%	4,91%	4,22%
Acciones y otros títulos de renta variable	0,34%	0,77%	1,01%	0,82%
Participaciones	0,18%	0,08%	0,13%	0,13%
Participaciones en empresas del grupo	0,21%	0,16%	0,18%	0,13%
PASIVOS ONEROSOS	89,92%	90,39%	90,25%	90,09%
Entidades de crédito	7,39%	4,35%	4,61%	5,89%
Débitos a clientes	80,72%	84,54%	84,05%	82,65%
*A la vista	42,87%	42,20%	42,71%	39,80%
*A plazo	37,86%	42,34%	41,35%	42,85%
Valores negociables	0,95%	0,81%	0,82%	0,74%
Pasivos subordinados	0,85%	0,69%	0,76%	0,81%
TOTAL ACTIVO/PASIVO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: CECA y elaboración propia.

depósitos a plazo (el 32,41% de sus pasivos). Sin embargo, esta partida tiene un mayor peso en el agregado de las cajas. Las entidades bancarias suelen, por consiguiente, hacer un mayor uso de otros instrumentos alternativos de captación de fondos como son la emisión de valores o el mercado interbancario.

En resumen, teniendo en consideración estos últimos comentarios, así como aquellos otros referidos al tipo de clientela, operaciones y plazos característicos de las entidades bancarias en relación con las cajas de ahorros, podemos concluir diciendo que las estructuras patrimonial y financiera de aquéllas muestran un mayor grado de sensibilidad respecto a la evolución de los tipos de interés.

CUADRO 5
TOTAL BANCA (NACIONAL Y EXTRANJERA-PÚBLICA Y PRIVADA)
Activos rentables y pasivos onerosos

	VALORES PORCENTUALES RESPECTO AL BALANCE TOTAL			
	1992	1993	1994	1995
ACTIVOS RENTABLES	91,91%	92,34%	92,65%	93,17%
Deudas del Estado	12,66%	12,54%	14,02%	14,13%
Entidades de crédito	24,51%	32,76%	30,08%	32,23%
Créditos sobre clientes	48,23%	39,86%	41,05%	40,06%
Obligaciones y otros valores de renta fija	2,80%	3,86%	3,85%	3,14%
Acciones y otros títulos de renta variable	0,26%	0,24%	0,37%	0,19%
Participaciones	0,72%	0,65%	0,47%	0,57%
Participaciones en empresas del grupo	2,73%	2,43%	2,81%	2,84%
PASIVOS ONEROSOS	88,17%	89,26%	89,58%	89,99%
Entidades de crédito	34,21%	40,97%	39,02%	37,37%
Débitos a clientes	51,08%	45,26%	47,17%	49,45%
*A la vista	22,68%	19,07%	18,30%	17,04%
*A plazo	28,40%	26,19%	28,87%	32,41%
Valores negociados	1,97%	2,09%	2,36%	2,02%
Pasivos subordinados	0,91%	0,93%	1,03%	1,15%
TOTAL ACTIVO/PASIVO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Asociación Española de Banca y elaboración propia.

6. SENSIBILIDAD DE LOS PRODUCTOS Y COSTES FINANCIEROS DE LAS CAJAS DE AHORROS RESPECTO A LA EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS

En el presente apartado se va a analizar cómo han afectado los movimientos de los tipos de interés tanto a los rendimientos de las inversiones como al coste de las financiaciones realizadas por las cajas de ahorros, diferenciando entre el agregado de las cajas que integran la federación andaluza, y el agregado nacional excluidas aquéllas.

Antes de proseguir con el análisis propuesto han de plantearse algunas consideraciones de carácter metodológico. Puede suponerse que, por ejemplo, una bajada en los tipos de interés trae como consecuencia una disminución tanto de los productos como de los costes financieros. Sin embargo, ello no tiene el porqué ser siempre así. Esto se debe a que un aumento en el volu-

men de negocio de la entidad (esto es, un incremento tanto de sus inversiones como de sus pasivos) conlleve a un aumento de sus productos y costes financieros en términos absolutos que contrarreste con creces la disminución provocada por el descenso de tipos. Por consiguiente, se hace necesario aislar el efecto que sobre el margen de intermediación provoca una variación del volumen de negocio. Como solución a este problema podría considerarse tomar los productos y costes financieros, no en términos absolutos, sino en relación con el balance total. De este modo, tales coeficientes aislarían el efecto que sobre el margen de intermediación relativo resultante tendría una variación del volumen de negocio.

Otra cuestión importante que se plantea es que el margen de intermediación no se ve influido solamente por el crecimiento del balance, sino que se ve afectado por la forma en que éste se ha producido. Nos referimos a aquellas situaciones en que la entidad alterase su ratio de activos rentables/pasivos onerosos. Ello ocurre, por ejemplo, cuando se aumenta la proporción de las inversiones rentables en relación con los fondos ajenos con coste. En tal caso, y manteniendo constantes el resto de los factores, los productos financieros aumentarán en mayor cuantía que sus costes homólogos.

Por tanto, el ratio activos rentables/pasivos onerosos influye notablemente sobre el margen financiero. Para aislar también el efecto de este factor sobre dicho margen se podrían tomar como valores base de estudio los cocientes productos financieros/activos rentables y costes financieros/pasivos onerosos. De este modo, los valores a comparar de productos y costes financieros reflejarían de forma más clara la incidencia de los movimientos de tipos de interés sobre ellos, quedando como elemento explicativo de tal relación el desfase temporal y el grado con el que las inversiones y los pasivos recogen tales variaciones de tipos en sus rendimientos y costes, respectivamente. Por consiguiente, es la estructura financiera y patrimonial el factor causal del margen de intermediación resultante a analizar, esto es, el tipo de operaciones activas y pasivas y su peso relativo en el balance de la entidad.

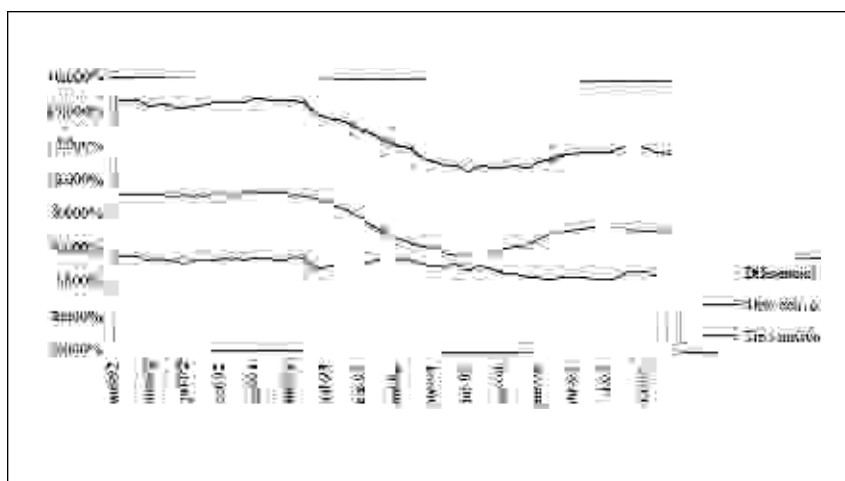
Comencemos a analizar ambos agregados, no sin antes recordar muy sintéticamente las tendencias que durante el período objeto de análisis experimentan, tanto los tipos activos como los pasivos aplicados por las cajas de ahorros. Con tal propósito se han presentado la Figura 1.

En el período comprendido entre junio de 1992 y enero de 1993 se produjo un incremento moderado de tipos activos, al que le siguió un período de descenso más marcado que se prolongó hasta julio de 1994. Tras esta tendencia descendente, los tipos se estabilizaron e incluso aumentaron ligera-

mente hasta finales de 1995. En cuanto al diferencial entre tipos activos y pasivos, éste ha experimentado en estos cuatro años un moderado descenso desde un diferencial inicial de 515 puntos en enero de 1992, hasta alcanzar 41625 puntos en diciembre de 1995.

Respecto al ratio productos financieros sobre activos rentables, éste aumentó en 1993 en ambos agregados. Sin embargo, fue a comienzos de este año cuando se inició el descenso de tipos por lo que cabría esperar que los rendimientos de las inversiones también cayeran. Sin embargo, como puede apreciarse en los Cuadros 6 y 7, ello no ocurrió así, sino que las ratios calculadas para productos y costes financieros aumentaron en ambos agregados. Tal comportamiento es indicativo de que la estructura patrimonial de las cajas presenta cierta rigidez, esto es, sus inversiones recogen los movimientos de los tipos de interés con cierto desfase en sus rendimientos, manteniendo las consecuencias de los mayores tipos existentes con anterioridad a febrero de 1993. Así, mientras que en el agregado andaluz el ratio de productos financieros aumentó en un 51198%, en el agregado nacional tal incremento se situó en el 31134%. Por consiguiente, parece que el resto de las cajas de ahorros nacio-

FIGURA 1
EVOLUCIÓN LOS TIPOS DE REFERENCIA APLICADOS POR LAS CAJAS DE AHORROS



Fuente: CECA y elaboración propia.

CUADRO 6

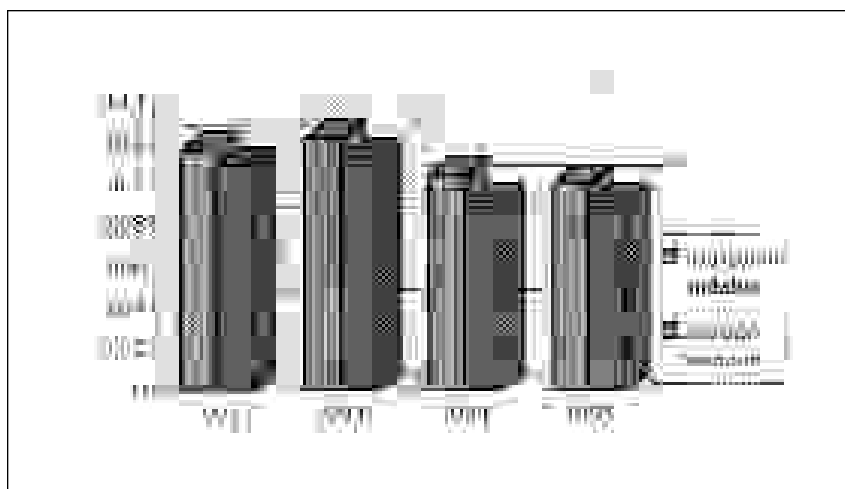
	1992	1993	1994	1995
AGREGADO ANDALUZ				
Productos financieros	266.961	293.674	277.314	295.430
Costes financieros	135.569	150.620	122.297	137.926
<i>Margen intermediación agregado andaluz</i>	131.392	143.054	155.017	157.504
Activos rentables	2.293.905	2.398.757	2.657.914	2.955.886
Pasivos onerosos	2.308.208	2.401.111	2.645.406	2.926.589
Productos financieros sobre activos rentables	11,638%	12,243%	10,434%	9,995%
Costes financieros sobre pasivos onerosos	5,873%	6,273%	4,623%	4,713%
<i>Balance total</i>	2.567.092	2.656.316	2.931.203	3.248.528
<i>Margen de intermediación sobre balance</i>	5,118%	5,385%	5,289%	4,848%
AGREGADO NACIONAL				
Productos financieros	2.744.459	3.153.798	2.780.182	3.065.070
Intereses de depósitos	1.788.949	2.112.697	1.705.080	1.942.081
<i>Margen intermediación agregado nacional</i>	955.510	1.041.101	1.075.102	1.122.989
Activos rentables	25.013.439	27.870.748	30.543.232	33.747.374
Pasivos onerosos	24.520.370	27.061.895	30.088.974	32.896.909
Productos financieros sobre activos rentables	10,972%	11,316%	9,102%	9,082%
Coste financieros sobre pasivos onerosos	7,296%	7,80%	5,667%	5,904%
<i>Balance total</i>	27.708.856	30.437.177	36.030.555	39.491.371
<i>Margen de intermediación sobre balance</i>	3,448%	3,420%	2,984%	2,844%
Diferencial promedio tipos activos-pasivos	5,375%	5,292%	5,052%	4,565%

Notas: 1) unidades en millones de pesetas; 2) el agregado nacional excluye a las cajas andaluzas
Fuente: CECA y elaboración propia

nales han empezado a recoger antes la disminución de tipos producida a comienzos de 1993. *El agregado andaluz presenta así una estructura patrimonial menos sensible a las variaciones de los tipos de interés que el agregado nacional* (excluidas aquéllas). Ello puede deberse, bien a la tipología de las operaciones "vivas" mantenidas por ambos agregados, o bien por el volumen de las operaciones contratadas en fechas recientes a los nuevos tipos.

En el año 1994, tanto el agregado andaluz como el nacional presentan una disminución importante del citado ratio. Queda claro que estas entidades ya reflejan en sus rendimientos el fuerte descenso de tipos que comenzó en febrero de 1993. Mientras que el ratio de productos financieros cae un 14,778% respecto el año anterior en el agregado andaluz, tal descenso supone el 19,56% en el agregado nacional. Por tanto, la caída de tipos queda reflejada con mayor intensidad en el *agregado nacional*, indicativo de presentar un

FIGURA 2
EVOLUCIÓN RATIO PRODUCTOS FINANCIEROS
SOBRE ACTIVOS RENTABLES



Fuente: CECA y elaboración propia.

activo más sensible que el andaluz. Ello corrobora esta misma afirmación referida al año 1993.

Recordemos que los tipos de interés continuaron descendiendo, aunque no con tanta intensidad que en periodos anteriores, durante la primera mitad de 1994 para estabilizarse posteriormente hasta finales de dicho año. Dado que, como dijimos inicialmente, ambos agregados recogen las oscilaciones de los tipos de interés con cierto desfase temporal (señal de la rigidez que presenta su estructura patrimonial), será en la cuenta de resultados de 1995 cuando se recojan las consecuencias de tales variaciones.

En efecto, el ratio analizado vuelve a descender en ambos agregados en 1995, aunque en este caso lo hace de forma mucho más moderada. Sin duda, la tendencia mitad descendente, mitad estabilizadora del periodo anterior es la causa de este ligero descenso de la ratio. Así, en el agregado andaluz el coeficiente productos financieros/activos rentables disminuyó tan sólo en un 4,206% respecto al año anterior, mientras que en el agregado nacional tal descenso fue del 0,22%. De nuevo, las *cajas de ahorros españolas no andaluzas* recogen con mayor rapidez los cambios en los tipos de interés que, a finales de 1994 se habían mantenido estables e incluso en ascenso a comienzo de 1995.

Respecto a la *estructura patrimonial* (composición de los activos de ambos agregados) bajo la perspectiva de los rendimientos que de ella se derivan, podemos concluir que las *cajas de ahorros andaluzas presentan una menor sensibilidad de sus activos rentables respecto al resto de cajas de ahorros nacionales*. Ello significa que los activos de las cajas andaluzas reflejan con un mayor desfase temporal en sus rendimientos los movimientos de los tipos de interés.

Para el *análisis de la sensibilidad de la estructura financiera* de ambos agregados, vamos a estudiar tanto el desfase como la intensidad con que los costes financieros recogen las variaciones en los tipos de interés pasivos. Al igual que con los tipos activos, comenzamos describiendo brevemente el comportamiento de los *tipos de referencia pasivos* aplicados por las cajas de ahorros durante el período de estudio.

Los tipos pasivos se mantuvieron invariables a comienzos de 1992, experimentando un ligero descenso y posterior aumento en el segundo trimestre de ese mismo año. Durante todo el año 1993 y primer trimestre de 1994 se produce un fuerte descenso de hasta casi cuatro puntos. Así, en febrero de 1993 el tipo pasivo de referencia se situaba en el 9,25%, mientras que en julio de 1994 éste era de 5,75%. Ya en la segunda mitad de 1994 comienza una tendencia ascendente de hasta casi un punto y medio, que finaliza en septiembre de 1995, cuando los tipos empiezan a estabilizarse de nuevo.

A pesar de que durante casi todo el año 1993 los tipos pasivos descienden, los costes financieros de ambos agregados aumentan. En el agregado

CUADRO 7

	1993	1994	1995
<i>Agregado andaluz</i>			
Variación del ratio prod. financ/act. rent.	5,198%	-14,778%	-4,206%
Variación del ratio costes financ/pasivos oner.	6,803%	-26,302%	1,994%
Variación del margen de intermediación and.	5,22%	-1,80%	-8,32%
Ratio act. rentables/pas. Onerosos and.	0,999	1,005	1,010
<i>Agregado nacional (excluidas cajas andaluzas)</i>			
Variación del ratio prod. financ/act. rent.	3,134%	-19,560%	-0,220%
Variación del ratio costes financ/pasivos oner.	7,006%	-27,413%	4,178%
Variación del margen de intermediación nac.	-0,81%	-12,77%	-4,70%
Ratio act. rentables/pas. Onerosos nac.	1,030	1,015	1,026
Variación del diferencial de intereses	-1,550%	-4,528%	-9,649%

Fuente: CECA y elaboración propia.

andaluz este aumento del ratio costes financieros/pasivos onerosos es del 6,803%, mientras que en el agregado nacional se cifra en el 7,006%. El comportamiento de este ratio en ambos casos puede explicarse por el hecho de que las remuneraciones a las financiaciones recibidas no han recogido totalmente en 1993 el mencionado descenso de los tipos, reflejando todavía las consecuencias de la ligera subida de tipos producida desde junio del año anterior hasta comienzos de 1993. En cuanto a la cuestión de cuál de los dos agregados comienza a registrar antes las variaciones de tipos, podrían resolverse con sólo fijarnos en qué caso el ratio analizado experimenta un menor ascenso. Según esto, son las *cajas andaluzas las que muestran una estructura financiera ligeramente más sensible a la evolución de los tipos que sus homólogas a nivel nacional*, dado que es poca la diferencia en la evolución del ratio en ambos casos.

La ratio costes financieros entre pasivos onerosos experimenta un fuerte descenso en 1994 en ambos agregados. Sin duda, la fuerte caída de tipos producida desde febrero de 1993 hasta julio de 1994 explica tal comportamiento de las remuneraciones pagadas por estas entidades a sus acreedores. En este

FIGURA 3
EVOLUCIÓN RATIO COSTES FINANCIEROS
SOBRE PASIVOS ONEROSOS



Fuente: CECA y elaboración propia.

período nos encontramos de nuevo que *los pasivos de las cajas andaluzas recogen ligeramente antes este descenso* de tipos puesto que su ratio desciende en un 26,302%, mientras que en el agregado nacional la caída del ratio es de 27,413%. Esta menor caída del citado coeficiente en la cajas andaluzas puede explicarse por el hecho de que sus pasivos empiezan a reflejar antes el movimiento ascendente de tipos que se inicia a finales de 1994.

Por último, ya en el año 1995, recordemos que los tipos pasivos experimentan un ligero ascenso que comenzó en el último semestre del año anterior, para finalizar en una fase de estabilización a finales de año. Si el ratio que venimos analizando (costes financieros entre pasivos onerosos) aumenta en ambos agregados: mientras que en el andaluz el ascenso se cifra en el 1,944%, en el nacional es del 4,178%. Vemos, pues, cómo de nuevo las cajas andaluzas recogen antes la tendencia estabilizadora de tipos producida a finales de año.

Por tanto, aunque ambos agregados incurren en cierto desfase para absorber las variaciones de los tipos pasivos en sus costes financieros (indicativo de una *estructura financiera* un tanto rígida), son las cajas andaluzas *las que muestran una mayor sensibilidad* en sus pasivos. Por otro lado, y haciendo referencia también a la *estructura patrimonial*, en el próximo apartado se verá cómo ésta *muestra una menor flexibilidad a adaptarse a las nuevas situaciones del mercado respecto de la estructura financiera*. Esto ocurre en ambos agregados puesto que el ratio de productos financieros recoge las variaciones de tipos con posterioridad al ratio de costes financieros.

7. SENSIBILIDAD DEL MARGEN DE INTERMEDIACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS RESPECTO A LA EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS

Cuando en un epígrafe anterior se abordó el concepto del riesgo de tipo de interés, lo definimos como la probabilidad de que un movimiento de los tipos de interés afecte negativamente al margen de intermediación. Pues bien, en este apartado se analizará de forma más práctica la incidencia de las oscilaciones de los tipos sobre el citado margen financiero. Para ello, hemos de recordar que la influencia que aquéllos ejerzan sobre aquél dependerá de la estructura patrimonial y financiera adoptada por la entidad, y que será fruto de una política de gestión a medio y largo plazo, así como del mercado en el cual se proyecte la entidad.

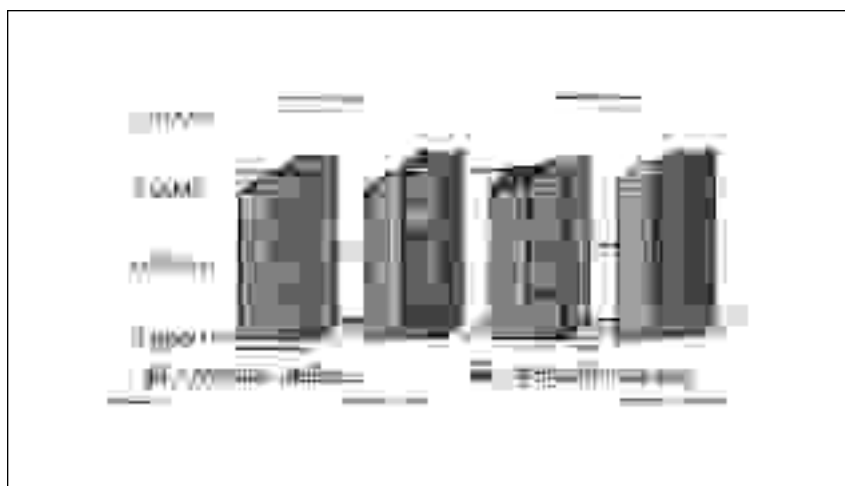
Antes de comparar el margen financiero de ambos agregados, recordemos que en cuanto a los productos financieros, el agregado andaluz presenta

una estructura patrimonial más rígida (o menos sensible, si se prefiere tal denominación) que el agregado nacional excluido aquél. Por otra parte, respecto a los costes financieros, la estructura financiera de las cajas andaluzas muestra una mayor sensibilidad a las variaciones de tipos que el nacional. Sin embargo, ha de tenerse siempre presente que ambos agregados presentan estructuras más bien rígidas, por lo que habrá que considerar en nuestro análisis posterior la existencia de ciertos desfases entre los tipos vigentes en un período determinado, y el momento en que éstos queden reflejados claramente en los costes o productos.

La magnitud base para el presente análisis será, además de los índices ya presentados, el ratio margen financiero sobre balance total. Con ello se pretende hacer comparativos ambos agregados, al mostrar volúmenes de negocio claramente distintos.

Cabe hacer dos consideraciones previas que, aunque no van a incidir directamente en el análisis posterior, creemos son de interés. En primer lugar, el agregado andaluz presenta en todos los períodos analizados un mayor ratio productos financieros entre activos rentables que el agregado nacional. Parece, pues, que las inversiones realizadas por las cajas andaluzas ofrecen una mayor rentabilidad. Por otro lado, la ratio costes financieros entre pasivos

FIGURA 4
RATIO ACTIVOS RENTABLES/PASIVOS ONEROSOS



Fuente: CECA y elaboración propia.

onerosos es menor en las cajas andaluzas, por lo que su financiación se muestra menos costosa que la obtenida por las cajas no andaluzas. Tales situaciones determinan el que las cajas andaluzas obtengan unos márgenes de intermediación (en términos relativos sobre el balance total) superiores al resto de las entidades. Este factor favorable al agregado andaluz queda parcialmente contrarrestado por el hecho de que las cajas de ahorros no andaluzas presentan una mayor ratio activos rentables/pasivos onerosos.

Comencemos ahora nuestro análisis en el año 1993. Puesto que ambos agregados presentan unas estructuras que recogen con cierto desfase las variaciones de tipos, para evaluar el margen financiero de 1993 ha de considerarse la evolución seguida por los tipos de interés desde el último semestre del ejercicio anterior. De este modo, recordemos que en el periodo comprendido entre junio de 1992 y enero de 1993 los tipos ascendieron. Este es el motivo por lo que en ambos agregados se produjera una subida de productos y costes financieros.

Teniendo en cuenta el contenido de el Cuadro 1, tanto en el agregado andaluz como en el nacional la variación experimentada por los productos financieros es menor que la de sus costes homólogos. Por ello, cabe afirmar que para la generalidad de *las cajas de ahorros que la estructura financiera (pasivos onerosos) presenta una mayor sensibilidad que la estructura patrimonial (inversiones rentables)*.

En 1994 los productos y costes financieros reflejan la bajada de tipos producida durante el periodo comprendido entre febrero de 1993 y julio de 1994. Al igual que ocurría en 1993, ambos agregados presenta un comportamiento similar en sus ratios de costes y productos. Así, tanto en el agregado andaluz como en el nacional disminuyen ambos coeficientes, si bien son los costes los que lo hacen en mayor medida. Tales hechos, esto es, una disminución de los intereses unido a un menor margen de intermediación (puesto que los costes disminuyen en mayor proporción que los ingresos), refleja (ver Cuadro 1) unas inversiones menos sensibles a la variación de tipos que las financiaciones. En 1994 se mantiene, pues, la situación financiera existente en 1993.

Ya en 1995, dada la diferente sensibilidad que presentan las inversiones y las financiaciones, unido al comportamiento ligeramente diferente seguido por los tipos activos y pasivos, el análisis que venimos efectuando ha de recoger esta situación. Según lo anterior, refiriéndonos a los productos financieros, los tipos activos continuaron su tendencia descendente durante el primer semestre de 1994, estabilizándose posteriormente. Ello explica el descenso de la ratio de ingresos financieros en ambos agregados durante 1995. En lo referente a los costes financieros, su ratio experimentó en 1995 un ligero incre-

mento en la generalidad de las cajas. Este aumento de la ratio nos indica que los pasivos reflejan ya en sus remuneraciones el incremento de los tipos pasivos sufrido desde agosto de 1994 hasta mediados del tercer trimestre de 1995. Por tanto, el comportamiento de los costes se consigue explicar recurriendo a tipos pasivos más recientes que en el caso tipos activos aplicados a los productos. Sin duda, tal situación no hace sino confirmar lo que parece que es *una característica estructural del balance de las cajas de ahorros en nuestro país: los pasivos de las cajas presentan unas cargas financieras más sensibles a la evolución de los tipos pasivos que las inversiones respecto a los tipos activos.*

8. EL RIESGO INDUCIDO POR LA TENDENCIA BAJISTA DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN LOS BANCOS Y CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLES: EL IMPACTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Tal y como se señaló en un apartado anterior al hablar sobre el riesgo del tipo de interés, el riesgo correlativo o inducido es aquél que afecta a los flujos financieros de la entidad motivados por cambios en la estructura del propio negocio bancario ante una tendencia determinada y consistente de los tipos de interés.

Pues bien, durante los dos últimos años, la caída de los tipos de interés ha acelerado en España el denominado proceso de desintermediación financiera. Así, el destacado papel desempeñado por las entidades financieras en la canalización de la liquidez y del ahorro a través de los depósitos tradicionales ha dejado paso a una mayor dispersión de los mecanismos de canalización de los excesos de liquidez del sistema. Los fondos de inversión han sido, de este modo, las vías a las que el sistema ha dirigido una parte creciente de los recursos de la clientela en un contexto de crecientes exigencias de rentabilización del ahorro por parte de los inversores.

Este creciente trasvase de dinero desde los depósitos tradicionales a activos que están fuera de balance (entre ellos destacan los fondos de inversión y los de pensiones), ha modificado el modelo tradicional de banca y, con ello, la propia estructura del balance de estas entidades. Respecto a esta evolución, la inclinación por bancos y cajas por estos nuevos instrumentos de canalización del dinero ha sido muy dispar⁷. Ello, se debe a que buena parte de las

7. Las cajas han apostado muy tardíamente por los fondos de inversión, y sólo el 17,8% de los recursos de su clientela se encontraban a finales de 1996 en fondos de inversión, en contraste con el 37% que representaban en los bancos.

cajas de ahorros no apostaron desde un principio por los fondos con la idea de preservar sus depósitos. Otra explicación, quizá más convincente que la anterior, de la menor agresividad que en un principio tuvieron las cajas a la hora de comercializar estos productos pueda deberse al perfil más moderado que caracteriza a su clientela tradicional.

Esta mayor agresividad de los bancos en el negocio de los fondos de inversión ha obligado al sector de las cajas de ahorros (ante la rentabilidad decreciente de los instrumentos tradicionales de captación de fondos) a ofrecer a su clientela tradicional estos nuevos productos, teniendo en cuenta sus preferencias conservadoras. De este modo, los fondos de inversión garantizados ha sido el instrumento más destacado empleado por las cajas durante los últimos meses.

El desvío de recursos desde los depósitos tradicionales hacia los fondos de inversión fue especialmente intenso en los bancos durante 1996, dado que las políticas comerciales desarrolladas por estas entidades han sido mucho más activas a la hora de captar clientela, aunque una buena parte del aumento de los recursos de los fondos gestionados por los bancos procedía de la transformación de sus propios depósitos en participaciones en fondos de inversión. Esta transformación de depósitos en participaciones ha provocado una reducción aparente del margen de intermediación en el sector bancario, aunque el efecto se ha dejado notar con menor intensidad en el margen ordinario debido a la desaparición de los costes financieros de la cuenta de resultados, y su sustitución por comisiones netas de gestión en el margen ordinario.

Respecto a los efectos del desarrollo de los fondos de inversión sobre el balance y la cuenta de resultados de las entidades, cabe decir que, en principio, los depósitos y las cesiones temporales son las partidas del balance bancario que más directamente han podido verse afectadas por el desarrollo de estos otros instrumentos de inversión. Sin embargo, para poder valorar las repercusiones que han tenido los fondos de inversión sobre estas entidades, hay que tener en cuenta que: a) sólo una parte del ahorro que ha ido a parar a los fondos por medio de participaciones proviene del ahorro materializado en depósitos y otros pasivos bancarios; b) una parte del patrimonio de los fondos vuelve a los balances de las entidades de depósito a través de cesiones temporales de activos (por ejemplo, debido a las inversiones obligatorias en determinados títulos de renta fija), depósitos (para observar el denominado coeficiente de liquidez), y otros pasivos bancarios.

En cuanto a los efectos sobre la cuenta de resultados, han de considerarse los siguientes factores: a) la pérdida derivada del trasvase de recursos

desde los pasivos bancarios hacia los fondos será menor cuanto menor sea el porcentaje del pasivo de la entidad que se haya visto afectado, y mayor el coste que tuviera ese pasivo para la entidad⁸; b) la ganancia derivada de la inversión de los fondos de inversión en pasivos bancarios, principalmente en forma de depósitos y cesiones temporales de activos, y; c) la ganancia derivada de las comisiones cobradas y de los ingresos por la gestión de los fondos de inversión.

De este modo, el margen financiero que obtienen las entidades financieras en la gestión de los fondos de inversión viene a ser inferior al de la actividad financiera tradicional, pero cuenta con ventajas respecto a otros parámetros: nos referimos a la nula exposición al riesgo de tipo de interés y de insolvencia. Por otra parte, los ingresos netos por comisiones han ido creciendo durante los últimos tiempos hasta alcanzar niveles significativos.

Así, pues, no está claro que el margen derivado de la actividad que las entidades financieras desarrollan en la gestión de la inversión colectiva sea menos interesante que el margen obtenido de la intermediación tradicional. Más bien, estos nuevos instrumentos se han convertido en una interesante fuente de diversificación de ingresos para el sector financiero. Los recursos que, a comienzos de 1997, gestionaban las entidades financieras fuera de sus balances incluyen los 22 billones de pesetas invertidos en fondos de inversión y otros 3 billones en fondos de pensiones. El manejo de tales cantidades de recursos le hacen incurrir a estas entidades en unos costes que apenas representan el 3% de los gastos totales de funcionamiento. Es decir, con apenas el 3% de los costes totales de funcionamiento, el sector financiero gestiona el 28% de sus recursos ajenos (fuera de balance), con unos niveles de riesgo bastante bajos.

Por otra parte, podemos decir que la mayor agresividad con que los bancos han comercializado tales productos (fondos de inversión), unido al tipo de pasivos bancarios que los fondos suelen mantener en las entidades de depósito a ellos vinculados (entre los que destacan las cesiones temporales de activos), inciden en cierto modo sobre el grado de sensibilidad respecto a la evolución de los tipos de interés de la estructura financiera⁹ de estas entidades respecto de las cajas de ahorros.

8. Esto es, si los recursos trasvasados hacia los fondos proviniesen de cesiones (que, por lo general, suponen un mayor coste para la entidad por la mayor remuneración que tales instrumentos suelen ofrecer) en lugar de proceder de los tradicionales depósitos de ahorro (con un menor coste financiero), el impacto de los fondos de inversión sobre la cuenta de resultados sería menor que si tales recursos hubiesen estado materializados en estos últimos instrumentos.
9. Recordemos que las cesiones temporales son uno de los pasivos bancarios que con mayor rapidez e intensidad (en relación con los denominados pasivos tradicionales (depósitos a la vista, de ahorro y a plazo-) recogen en sus costes financieros la evolución de los tipos producida en los mercados monetarios.

9. CONCLUSIONES

Para analizar la sensibilidad del margen de intermediación de las cajas de ahorros, distinguiendo entre las que integran la federación andaluza y el resto de cajas, hemos aplicado en una primera aproximación el análisis causal. Este tipo de análisis se basa en la estructura patrimonial y financiera de estas entidades, esto es, en la naturaleza de las partidas que integran tanto el activo como el pasivo, así como los mercados en los cuales se invierten o se obtienen fondos. Las conclusiones obtenidas son que ambos colectivos de cajas presentan estructuras básicamente rígidas, si bien el agregado andaluz muestra una menor flexibilidad en sus activos rentables para adaptar sus remuneraciones a las variaciones de los tipos de interés. En cuanto a la estructura financiera, la información disponible en los estados contables públicos de estas entidades no proporciona evidencia suficiente para obtener conclusiones claras.

El peso relativo del crédito a tipo variable ha ido aumentando progresivamente en el activo de las cajas de ahorros desde finales de 1993, con lo que la estructura patrimonial de estas entidades se ha vuelto manifiestamente más sensible a la evolución de los mercados monetarios, tal y como reflejan los ingresos financieros de la cuenta de resultados. El hecho de que haya aumentado la proporción de créditos a tipo variable encuentra su explicación en la evolución bajista del precio del dinero durante las últimas fechas, así como por la estrategia seguida por las propias entidades para gestionar el riesgo de tipo de interés inherente en sus balances, fundamentalmente en aquellas partidas crediticias con un horizonte temporal de medio o largo plazo.

La vocación minorista de las cajas hacia las economías domésticas, unido a los dilatados plazos de reembolso de los préstamos hipotecarios ha hecho que sea este tipo de activos los que más han flexibilizado su configuración hacia modelos más adaptables, como son los préstamos hipotecarios a tipos mixto y variable.

Por otra parte, el despegue de este tipo de crédito en las cajas de ahorros ha coincidido, además, con la entrada en vigor de la Ley 2/1994, de 30 de marzo, sobre subrogación y modificación de créditos hipotecarios. El objetivo de la citada ley no es otro que el de favorecer el mecanismo de novación y subrogación de hipotecas¹⁰ mediante la reducción de los gastos que ocasio-

10. La novación es una operación por la que el cliente prestatario pretende cambiar las condiciones de su crédito hipotecario con la misma entidad prestamista. Sin embargo, en la subrogación el cliente trata de modificar las condiciones de su crédito mediante el cambio de entidad prestamista.

nan estas operaciones. De esta forma, esta ley, originada en un contexto de tendencia generalizada de disminución de tipos de interés, ha dado lugar a una intensificación de la competencia en este tipo de mercado.

Sintetizando algunas de las conclusiones extraídas en apartados anteriores, se confirma el hecho de que las cajas andaluzas presentan una estructura patrimonial menos sensible a las variaciones de los tipos que el resto de las cajas españolas. Por el contrario, en lo referente a la estructura financiera, son estas últimas las que presentan una mayor rigidez en adaptar los costes de sus pasivos a las nuevas situaciones del mercado.

Actualmente, los tipos de interés muestran una tendencia claramente descendente con motivo del cumplimiento de los criterios de convergencia. Dada la mayor rigidez de los activos rentables de las cajas andaluzas (y por consiguiente, el mayor tiempo requerido por éstos para recoger en sus rendimientos la disminución de tipos), unido a la mayor sensibilidad de sus pasivos onerosos, ponen a estas entidades en una situación de ventaja frente al resto de las entidades.

El elevado margen de intermediación que presentan las cajas andaluzas en relación con el resto de las cajas de ahorros constituye una ventaja comparativa para aquéllas. No obstante, esta fortaleza presente en la cuenta de resultados puede verse en un futuro próximo afectada por la reducción progresiva del diferencial entre tipos activos y pasivos causada por una etapa de bajos tipos de interés. Todo ello se produce en un contexto de competencia, en donde las cajas andaluzas trabajan con unos márgenes superiores al del conjunto de cajas y bancos. Así planteado, el escenario que se les avecina a las cajas de ahorros andaluzas es el de una reducción de sus márgenes financieros.

Para las cajas de ahorros, en general, las perspectivas de futuro plantean un panorama no demasiado fácil. Ello se debe a que estas entidades no muestran una elevada diversificación de su actividad, bien debido a su vocación territorial o por su tamaño. Así, para un gran número de ellas, la diversidad geográfica ha supuesto tan sólo salir de su comunidad o, incluso de su provincia. Por otro lado, quizá por su dimensión o su carácter conservador, pocas cajas han tenido vocación de ser activas en la toma de participaciones en bolsa. De este modo, estas entidades se han caracterizado por su papel de prestamistas en el interbancario, en lugar de arriesgar algo más en otros mercados con mayor potencial de ganancia. Sin embargo, la prudente apuesta del interbancario se puede convertir en una hipoteca de futuro, ya que con tipos de interés a niveles tan reducidos como los actuales, este mercado se ha convertido en una inversión de escasa rentabilidad. Por ello, la diversificación geográfica y del negocio es tan importante para las cajas.

La alta concentración en zonas geográficas determinadas que estas entidades mantienen en sus redes comerciales supone, por otro lado, una fortaleza, ya que muchos de sus clientes son en cierto modo "cautivos", puesto que consideran la proximidad geográfica factor básico a la hora de escoger su entidad. Por consiguiente, no hemos de olvidar que la cercanía física de la entidad al cliente sigue siendo uno de los elementos más valorados por el usuario del negocio bancario minorista.

Por otra parte, las entidades de depósito que operan en la comunidad andaluza se encuentran con la limitación que supone el menor nivel de renta per cápita de esta región (en relación con el resto de comunidades autónomas), variable ésta empleada como medida del potencial de crecimiento de su mercado de depósitos (partida más significativa de su pasivo, y que en las cajas andaluzas supone alrededor del 85% de su pasivo). Todo ello pone de manifiesto la conveniencia, por parte de estas entidades, de reajustar aquéllas otras partidas (tanto de ingresos –como por ejemplo, las comisiones por servicios– como de gastos –fundamentalmente los de explotación–) que integran su cuenta de resultados para que los márgenes subsiguientes al de intermediación vean "amortiguados" el descenso de éste último.

Se ha analizado, pues, cómo la estructura de las partidas que componen el negocio de una entidad determina el efecto que sobre sus resultados provoca un cambio de coyuntura o, simplemente, la evolución de una variable macroeconómica como es el tipo de interés, influenciado por acontecimientos de tan diversa índole. Sin embargo, la configuración del negocio bancario no está del todo determinado por políticas de gestión a corto o medio plazo, sino que son los propios mercados en donde operan las entidades, así como las expectativas y necesidades de los distintos agentes los que moldean poco a poco el balance de estas instituciones.

Así pues, el sistema financiero español se ha caracterizado a lo largo de su historia por la primacía que la intermediación tradicional tiene sobre los mercados de capitales¹¹. Este comportamiento tradicional de los demandantes de recursos era perfectamente racional en el entorno de inflación y tipos de períodos anteriores. Sin embargo, ese entorno empezó a transformarse desde que se inició el proyecto de integración monetaria europea en nuestro país. Ello ha motivado una adaptación de las carteras de inversión de las familias a escenarios de baja volatilidad de los tipos y reducida inflación. Justamente, al mismo escenario que ha conducido a otros países de nuestro ámbito comunitario a un aumento de la demanda de activos de renta variable.

11. El 44% de la riqueza financiera de las familias se sigue materializando en depósitos bancarios, y pese al auge de los fondos de inversión, la renta variable tan sólo absorbe el 25% de los activos brutos de las familias (diario económico *Expansión*, 30 de mayo de 1997).

BIBLIOGRAFÍA

- CRUZ de la, GONZÁLEZ, J., (1995), "El control y medición del riesgo de tipo de interés desde una óptica de supervisión prudencial", *Perspectivas del Sistema Financiero*, Madrid, Ed. Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social. Obra social de la CECA, nº50, pp. 91-105.
- CRUZ MANZANO, M. y GALMÉS, S (1996), "El mercado interbancario de depósitos y las entidades de crédito", *Boletín Económico del Banco de España*, Madrid, febrero de 1996, pp. 23-35.
- GARCÍA, T. y VALERO, F.J. (1996), "Las inversiones crediticias de bancos y cajas de ahorros: evolución reciente y perspectivas estratégicas", *Perspectivas del Sistema Financiero*, Madrid, Ed. Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social. Obra social de la CECA, nº 54, pp. 7-30.
- GONZÁLEZ MOSQUERA, L.M. (1995), "Los fondos de inversión y sus implicaciones para las entidades de crédito", *Boletín Económico del Banco de España*, Madrid, julio y agosto de 1996, pp.69-86.
- LA LAMA LÓPEZ AREAL, A., (1990), "Los riesgos de las operaciones fuera de balance.", *Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el Sistema Financiero*, Madrid, Ed. Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social. Obra social de la CECA, nº 29, pp. 142-148.
- PEDRAJA GARCÍA, P. (1993), *Contabilidad y análisis de balances en la banca*, Ed. Centro de Formación del Banco de España, Madrid.
- PELLICER, M., (1990), "Los riesgos de tipo de interés y de tipo de cambio en los mercados monetarios", *Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el sistema financiero*, nº 29, Madrid, Ed. Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social. Obra social de la CECA, pp. 133-141.
- POVEDA ANADÓN, R., (1994), "El marco regulador de las entidades de crédito en España: la regulación del riesgo", *Papeles de Economía Española*, nº54, Madrid, Ed. Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social. Obra social de la CECA, pp. 26-42.
- RAMÍREZ, F., (1988), "Riesgos en los mercados monetarios", *Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el Sistema Financiero*, nº23, Madrid, Ed. Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social. Obra social de la CECA, pp. 73-76.
- RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, J.M., (1994), "La regulación bancaria en el contexto de la Unión Europea: el estado de la cuestión.", *Perspectivas del*

- Sistema Financiero*, nº 48, Madrid, Ed. Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social. Obra social de la CECA, pp. 47-59.
- SÁEZ PÉREZ DE LA TORRE, F.J. (1996), "La relación entre los tipos de interés del crédito bancario y los del mercado interbancario", *Boletín Económico del Banco de España*, Madrid, mayo, pp. 19-47.
- SÁEZ PÉREZ DE LA TORRE, F.J., SÁNCHEZ SÁEZ, L.M. y SASTRE DE MIGUEL, M.T. (1994), "Los mercados de operaciones bancarias en España: especialización productiva y competencia", *Documento de Trabajo* nº 9410, Banco de España, Madrid.
- SÁEZ, F. (1994), "Relación entre cuotas de mercado y tipos de interés en el sistema bancario español", *Boletín Económico del Banco de España*, Madrid, noviembre de 1994, pp. 29-36.
- SÁEZ, F. (1996), "Los tipos de interés de los pasivos de bancos y cajas de ahorros y su relación con los interbancarios", *Boletín Económico del Banco de España*, Madrid, septiembre de 1996, pp. 53-65.
- VIVES TORRENTS, X., (1994), "Desregulación y reforma regulatoria en el sector bancario", *Papeles de Economía Española*, nº 54, Madrid, Ed. Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social. Obra social de la CECA, pp. 2-13.
- ZAFRA-POLO CARRERAS, R. (1996), "Que las cajas del Sur sigan siendo andaluzas", *Diario Córdoba*, martes 8 de octubre de 1996, pp.27-28.