

# FUSIONES EN EL SECTOR DE CAJAS DE AHORROS Y ECONOMÍAS DE ESCALA

José Luis Raymond

## I. INTRODUCCION

---

Las recientes fusiones que se han producido en el sistema financiero español y, fundamentalmente, en el sector cajas de ahorros, motivan este trabajo que constituye una actualización de otro previo elaborado por el autor utilizando similar metodología (1). La finalidad es establecer una valoración de este proceso, utilizando un enfoque econométrico sencillo, a través del examen de la posible existencia de economías de escala desde la óptima de los costes ligados al tamaño de la entidad.

Como se señalaba en el trabajo previamente citado, detrás de una fusión puede haber otras motivaciones distintas de la reducción de costes, tales como la mejora de la capacidad contractual de la entidad o la adquisición de una dimensión mínima para poder acceder a determinado tipo de operaciones. Por otro lado, es posible que las economías de escala estén más ligadas a tipos de productos que a la actividad global de una entidad financiera. En cualquier caso, con la información disponible resulta difícil abordar estos extremos, por lo que la exposición que sigue se limita al estudio del comportamiento de los costes al variar la dimensión de la entidad, resaltando posibles vías de expansión alternativas tales como el aumento del tamaño medio de los depósitos, el aumento del tamaño medio de las oficinas o el aumento de número de oficinas. El tamaño de la entidad se evalúa a través del volumen de recursos ajenos. El ensayo de definiciones alternativas de tamaño no modificaba los resultados globales del estudio. Estas medidas alternativas de tamaño ensayadas son los activos totales medios y la inversión crediticia media. Ambas muestran elevada correlación con los recursos ajenos, lo que explica que los resultados del análisis no varíen al utilizar distintas definiciones de tamaño.

En la exposición que sigue, en primer lugar, se describe el marco conceptual para evaluar economías de escala y se presentan los resultados obtenidos vía la estimación de funciones de coste. Seguidamente se presenta un somero análisis comparativo *ex post* de los resultados de las funciones.

Una última sección concluye ofreciendo una síntesis de los principales resultados obtenidos.

## II. ANALISIS DE LAS ECONOMIAS DE ESCALA LIGADAS AL TAMAÑO DE LA ENTIDAD

---

### 1. Consideraciones metodológicas previas

Desde el trabajo primero de Revell en 1989 (2), el tema de la existencia de economías de escala en el sector de cajas de ahorros en España ha sido objeto de recientes estudios que, en general, sólo hallan cierta evidencia de ligeras economías de escala para los costes de transformación.

En efecto, un planteamiento relativamente estándar para la medición de economías de escala es a partir de la especificación de una función de costes, en la que éstos se hacen depender del volumen de *output* y de los precios de los *inputs*. La elasticidad de los costes con respecto al nivel de *output* constituye una medida de la existencia de economías de escala. Si esta elasticidad es inferior a la unidad, ello es indicativo de que un aumento de, por ejemplo, el 1 por 100 del nivel de *output* lleva aparejado un porcentaje de variación de costes inferior al 1 por 100. En tal supuesto, los costes medios descenderán al aumentar el nivel de *output*, con lo que cabe afirmar la existencia de economías de escala. Por contra, si esta elasticidad de los costes con respecto al *output* es superior a la unidad, se está frente a deseconomías de escala, dado que los costes medios tenderán a aumentar al hacerlo el nivel de *output*.

Dos cuestiones que el enfoque plantea son la obtención de una medida adecuada del *output* y la valoración de los precios de los *inputs*.

Con respecto al primer punto, no existe una definición del *output* de una entidad financiera comúnmente aceptada. Es usual utilizar el volumen de depósitos o de créditos como indicador de la producción. En cualquier caso, las diferencias a que

conduce la utilización de medidas alternativas del *output* no suelen ser muy importantes, dado que tales medidas tienden a estar entre sí altamente correlacionadas. En este trabajo, se ha seleccionado como medida del *output* el volumen de depósitos, atendiendo a que ésta es la variable que suele utilizarse para establecer ordenaciones por tamaños de las diversas entidades.

En cuanto al precio de los *inputs*, surge como variable explicativa de los costes en el contexto de una entidad que trata de minimizar costes sujeta a un nivel de *output* exógenamente determinado, y a una función de producción que actúa como restricción. El precio de los *inputs* suele aproximarse de forma indirecta. A título ilustrativo, el precio del *input* trabajo es relativamente frecuente obtenerlo a través del cociente entre los costes de personal y el número de personas ocupadas. No obstante, este planteamiento incorpora errores, dado que la cualificación del personal de las distintas entidades financieras puede diferir. El hecho de que la entidad financiera «A» tenga un salario medio más elevado que la entidad financiera «B», no necesariamente indica que el precio del *input* trabajo a que se enfrenta la primera entidad financiera exceda al de la segunda, sino que puede ser un reflejo de la distinta cualificación del personal. O puede estar reflejando ciertas ineficiencias en la contratación del *input*. Igual razonamiento puede hacerse extensivo a los restantes factores de producción.

En el extremo, cabe suponer que el precio de los *inputs* al que se enfrentan las distintas entidades financieras es aproximadamente el mismo. En tal caso, los costes pasan a depender únicamente del nivel de *output*. Esta hipótesis puede ser más razonable para entidades que operan en todo el territorio nacional.

En efecto, tal como el Recuadro 1 señala, se parte de una función de costes Cobb-Douglas en la que el logaritmo de los costes «C» depende del logaritmo del nivel de *output* «D» y del logaritmo del precio de los *inputs* «P». Si este precio es el mismo para las distintas entidades que se analizan, los costes pasan a depender sólo del nivel de *output*.

La cuestión siguiente (ver Recuadro 2) hace referencia al estimador utilizado. Para la estimación de la función de costes se dispone de un panel de 53 cajas de ahorros observadas en los años 1989, 1990, 1991, 1992 y 1993. Un método de estimación frecuente es el modelo de efectos fijos, que relaciona el logaritmo de los costes de la entidad «i» en el período «t», «Cit», con el logaritmo del nivel de *output* «Dit», «más» un efecto individual específico «ai» que varía de entidad a entidad. Este efecto individual específico es distinto para cada caja, mientras que la elasticidad costes-depósitos se supone común a todas las cajas. Cabe interpretar los efectos individuales específicos como los costes fijos o de estructura, de suerte que la estimación del modelo de efectos fijos constituye una aproximación a la función de costes a corto plazo. No obstante, a largo plazo los costes de estructura no son fijos sino que dependen de la clase de tamaño de la entidad. Esta dependencia se capta por una relación entre los costes fijos o de estructura y la media de la variable explicativa de la entidad «i» para los cinco años considerados, «In Di», que se supone expresiva de la clase de tamaño. Operando con ambas expresiones se deduce que la elasticidad a largo plazo «costes-nivel de *output*» viene dado por la suma de la elasticidad a corto plazo costes-nivel de *output*, «b», «más», «d1», que refleja el efecto derivado de la clase de tamaño sobre los costes de estructura.

A efectos de obtener esta elasticidad a largo

#### RECUADRO 1 FUNCION DE COSTES

$$\ln C_i = a + b * \ln D_i + c' * \ln P_i + e_i$$

$$\text{Si: } P_i = P$$

$$\ln(C_i) = (a + c' * \ln P) + b * \ln(D_i) + e_i$$

**Hipótesis: El precio de los *inputs* al que se enfrentan las distintas entidades es el mismo. A título de ejemplo, un salario «medio» más elevado en la entidad «i» que en la «j» puede ser el reflejo de la distinta cualificación del personal en las dos entidades**

siendo:

**Ci:** Costes entidad i

**Di:** Depósitos entidad i

**Pi:** Vector de precios de los *inputs*

**ei:** Elemento de perturbación aleatoria

RECUADRO 2  
EL ESTIMADOR DE MEDIAS (*BETWEEN*) COMO UNA VIA PARA ESTIMAR  
ELASTICIDADES A LARGO PLAZO

a) Modelo de efectos fijos:

$$\begin{aligned} \ln C_{it} &= a_i + b * \ln D_{it} + e_{it} \\ a_i &= d_0 + d_1 * \overline{\ln D_i} + v_i \\ a_i &= \text{Costes fijos o de estructura} \end{aligned}$$

b) Elasticidad costes-depósitos:

$$\begin{aligned} \text{inc.}(\ln C_{it}) &= \text{inc.}(a_i) + b * \text{inc.}(\ln D_{it}) = d_1 * \text{inc.}(\overline{\ln D_i}) + b * \text{inc.}(\ln D_{it}) \\ \text{A largo plazo: } \text{inc.}(\overline{\ln D_i}) &= \text{inc.}(\ln D_{it}) \end{aligned}$$

En consecuencia, la elasticidad a largo plazo se obtiene a través de:

$$\text{inc.}(\ln C_{it}) = (d_1 + b) * \text{inc.}(\ln D_{it})$$

c) El estimador «between»:

$$\begin{aligned} \overline{\ln C_i} &= a_i + b * \overline{\ln D_i} + e_i \\ a_i &= d_0 + d_1 * \overline{\ln D_i} + v_i \end{aligned}$$

Sustituyendo se comprueba que el estimador «between» puede expresarse como:

$$\overline{\ln C_i} = d_0 + (d_1 + b) * \overline{\ln D_i} + (v_i + \bar{e}_i)$$

plazo, cabe estimar las dos ecuaciones de costes previamente descritas, o bien, una alternativa que conduce a muy similares resultados, y que es, de hecho, la utilizada en este trabajo, es operar con el estimador «entre grupos» o *between*. El estimador *between* consiste en formar un corte transversal constituido por 53 entidades financieras, en que la variable dependiente es la media de los costes de cada entidad por los cinco años, y la variable explicativa es la media del *output* también para estos cinco años.

Esta es pues una forma de racionalizar, por un lado, las diferencias halladas entre el estimador entre grupos y el estimador intra grupos, y por otro, la contemplación del estimador entre grupos como un estimador tendente a captar los efectos a largo plazo. De hecho, las economías de escala derivadas de la estimación del modelo intra grupos eran muy acusadas y difícilmente interpretables desde una óptica económica. La estrecha correlación hallada entre efectos individuales y clase de tamaño de la entidad, sugirió esta interpretación que entendemos admite una justificación económica intuitiva en base a la función de costes a corto y a largo plazo.

Finalmente, el Recuadro 3 establece una descomposición del *output*, medido, como ya se ha dicho, a

través del volumen de depósitos, en el producto de tamaño medio de los depósitos, tamaño medio de las oficinas y número de oficinas. La lógica de esta descomposición es tratar de captar las distintas economías de escala asociadas a vías alternativas de expansión de una caja de ahorros. En efecto, las fusiones, a través de la racionalización de la red de oficinas, pueden permitir un aumento del tamaño medio de las oficinas. Por otro lado, el modelo de expansión tradicional de las cajas de ahorros ha sido el aumento del número de oficinas. Finalmente, una característica diferencial de las cajas de ahorros frente a la banca es que las primeras tienen un tamaño medio de los depósitos más reducido.

En el supuesto de que las tres elasticidades «costes-depósitos» fuesen idénticas, la función de costes comportaría una sola variable explicativa, que es el nivel de *output*. Si las tres elasticidades difieren, no obstante, la función de costes comporta un *output* que se disocia en estos tres componentes.

La función de costes se estima para los dos grandes componentes de los costes totales: los costes operativos o de transformación y los costes financieros. Para estos últimos, los datos verifican una restricción interesante. En concreto, las elasticidades de los costes financieros con respecto al tamaño medio de los depósitos y con respecto al tamaño

**RECUADRO 3**  
**DESCOMPOSICION NIVEL DE OUTPUT**

$$\begin{aligned} \text{Depósitos} &= (\text{Depósitos/N.º cuentas}) * (\text{N.º cuentas/N.º oficinas}) * (\text{N.º oficinas}) = \\ &= (\text{TMD}) * (\text{TMO}) * (\text{Oficinas}) \end{aligned}$$

Suponiendo elasticidades distintas, la ecuación a estimar es:

$$\ln C = \text{Cte.} + b_1 * \ln(\text{TMD}) + b_2 * \ln(\text{TMO}) + b_3 * \ln(\text{Oficinas})$$

Si  $b_2 = b_3 = b_1$ , hipótesis que se verifica para los costes financieros, se tiene:

$$\ln C = \text{Cte.} + b_1 * \ln(\text{TMD}) + \ln(\text{N.º cuentas})$$

Es decir:

$$\ln(\text{Costes/N.º cuentas}) = \text{Cte.} + b_1 * \ln(\text{TMD})$$

medio de las oficinas, son unitarias, de donde se desprende que los costes financieros por cuenta dependen del tamaño medio de las cuentas. Es decir, captar depósitos de tamaño medio más elevado a la vez exige una retribución más alta.

En síntesis, esta descomposición del nivel de *output* permite responder a tres cuestiones:

a) ¿Genera economías de escala la posible racionalización de la red de oficinas derivada de los procesos de fusión, y que puede manifestarse en un aumento del tamaño medio de las oficinas?

b) ¿Cuáles son las economías de escala asociadas a la política tradicional de expansión de las cajas vía el incremento del número de oficinas?

c) ¿Qué efectos diferenciales tiene sobre los costes totales el tipo medio de cliente de las cajas frente al de la banca, caracterizado por un distinto tamaño medio de los depósitos?

En ocasiones se ha señalado que en esta descomposición del *output* no es realista la hipótesis *ceteris paribus*. Es cierto que, a corto plazo, el aumento del número de oficinas no es compatible con el mantenimiento del tamaño medio de las oficinas. No obstante, la hipótesis *ceteris paribus* es más interpretable en el largo plazo. Por otro lado, en el supuesto de una fusión y racionalización de la red de oficinas, cabe actuar sobre el tamaño medio de las oficinas. Finalmente, la política comercial tiene un cierto margen para incidir sobre el tamaño medio de los depósitos.

## 2. Resultados empíricos obtenidos

El cuadro núm. 1 recoge las distintas ecuaciones estimadas. Estas hacen referencia a costes totales,

costes de transformación y costes financieros. En cuanto a las variables explicativas son el volumen total de depósito, o la descomposición en «tamaño medio de los depósitos», «tamaño medio de las oficinas» y «número de oficinas». Las ecuaciones que interesa comentar son la IV, la VI y la VII. El estimador utilizado, como se justifica en el apartado precedente, es el estimador *between* o entre medias.

La ecuación IV, bajo la hipótesis *ceteris paribus*, evidencia unas muy elevadas economías de escala de los costes de transformación con relación al tamaño medio de los depósitos. Es decir, aumentar un 10 por 100 el tamaño medio de los depósitos y, por tanto, aumentar el volumen de depósitos en un 10 por 100, conduce a un aumento de los costes de transformación de un 4,8 por 100. En consecuencia, bajo tal supuesto, los costes por unidad monetaria de depósitos experimentarán un descenso. Seguidamente, aparecen también economías de escala con respecto al tamaño medio de las oficinas. El aumento de un 10 por 100 en el tamaño medio de las oficinas lleva asociado un aumento de costes del 8,6 por 100. Finalmente, la elasticidad de los costes de transformación con respecto al número de oficinas es prácticamente unitaria. En este caso, apenas existe evidencia de economías de escala. En síntesis, por lo que a costes operativos o de transformación se refiere, la vía más eficiente de expansión de una caja de ahorros es el aumento del tamaño medio de los depósitos, seguida del aumento del tamaño medio de las oficinas y del número de oficinas, alternativa esta última que apenas genera economías de escala.

No obstante, los costes operativos o de transformación representan del orden de un 26 por 100 de los costes totales de una caja de ahorros. Es poco

**CUADRO NUM. 1**  
**ECUACIONES DE COSTES: ESTIMADOR BETWEEN AÑOS 1989, 1990, 1991, 1992 Y 1993**

Variables explicativas	Log (costes totales)		Log (costes transformación)		Log (costes financieros)		Log (c. finan./ n.º cuentas)
	(I)	(II)	(III)	(IV) (*)	(V)	(VI)	(VII) (*)
Constantes .....	- 2,19 (19,95)	- 2,19 (7,87)	- 2,57 (11,87)	- 2,53 (5,39)	- 2,93 (19,60)	- 2,95 (7,71)	- 2,35 (49,48)
Log (depósitos) .....	0,995 (110,04)	—	0,93 (52,70)	—	1,03 (82,64)	—	—
Log (tamaño medio de depósitos) .....	—	1,06 (25,19)	—	0,48 (5,50)	—	1,32 (22,95)	1,29 (23,46)
Log (tamaño medio de oficinas) .....	—	1,06 (26,13)	—	0,86 (13,88)	—	1,07 (20,63)	—
Log (número oficinas) .....	—	1,01 (100,40)	—	0,96 (53,27)	—	1,01 (79,36)	—
Error estándar .....	0,072	0,072	0,177	0,139	0,129	0,106	0,107
Coefficiente determinación .....	0,996	0,996	0,976	0,985	0,989	0,993	0,913

(\*) Ecuaciones seleccionadas.

Estadísticos t entre paréntesis robustos a la heteroscedasticidad (método White).

En (IV), la hipótesis nula de igualdad de coeficientes de elasticidad y que conduce a (III), resulta claramente rechazada por los datos (nivel de significación inferior al 1 por 100).

El paso de (VI) a (VII) no resulta rechazado a los niveles usuales de significación.

realista suponer que una entidad financiera puede aumentar el tamaño medio de los depósitos sin aumentar la retribución de tales depósitos. Así, la ecuación IV indica que un aumento del 10 por 100 del tamaño medio de los depósitos induce un aumento de los costes financieros de un 13,2 por 100. Por otra parte, como cabía esperar a priori, la elasticidad de los costes financieros con respecto al tamaño medio de las oficinas o con relación al número de oficinas es en ambos casos prácticamente unitaria. De hecho, estableciendo la restricción de que esta elasticidad es unitaria, tal como la ecuación VII refleja, la elasticidad de los costes por cuenta con respecto al tamaño medio de los depósitos (o tamaño medio de las cuentas) es de, aproximadamente, 1,3.

Dado que al analizar economías de escala interesa evaluar la respuesta de los costes totales con respecto a cada uno de los componentes señalados, se ha confeccionado el cuadro núm. 2. En éste se detalla, en primer lugar, la estructura de costes totales de las cajas de ahorros para el corte transversal formado por las medias de las variables de las 53 cajas de ahorros en los cinco últimos años. Esta estructura de costes, para el total de cajas de ahorros, es muy estable en el tiempo. Así, los costes financieros representan del orden de un 74 por 100 de los costes totales, mientras que los costes operativos absorben el restante 26 por 100. En consecuencia, ante un aumento del 10 por 100 en el tamaño medio de los depósitos, los costes financieros aumentarán un 12,9 por 100 (elasticidad proce-

**CUADRO NUM. 2**  
**ESTRUCTURA DE COSTES Y CALCULO ELASTICIDADES COSTES TOTALES CON RESPECTO A DISTINTAS VARIABLES DE TAMAÑO**

a) Estructura de costes:

Costes financieros .....	74 por 100
Costes transformación .....	26 por 100
Costes totales .....	100 por 100

b) Elasticidades costes totales con respecto a las distintas variables de tamaño:

Variable de tamaño	Costes financieros		Costes transformación		Elasticidad costes totales
	Participación	Elasticidad	Participación	Elasticidad	
Tamaño medio depósitos .....	0,74	1,29	0,26	0,48	1,08
Tamaño medio oficinas .....	0,74	1,00	0,26	0,86	0,96
Número oficinas .....	0,74	1,00	0,26	0,96	0,99

dente de la ecuación VII) y los costes operativos aumentarán un 4,8 por 100. Los costes totales aumentarán, por tanto, un 10,8 por 100, que es la suma ponderada de ambas magnitudes. Es decir, esta vía de expansión de una caja de ahorros no constituye una vía de expansión eficiente, dado que las ganancias en términos de menores costes operativos resultan absorbidas por unos mayores costes financieros. Lo que constituye una diferencia remarkable de la tipología del cliente de las cajas de ahorros frente a la banca, en concreto, el distinto tamaño medio de los depósitos, no parece tener efectos diferenciales claros sobre los costes totales, en el supuesto de que ambos tipos de entidades operen en similares mercados. Con respecto al número de oficinas, que ha sido la tradicional vía de expansión de las cajas de ahorros, no aparecen economías de escala, si bien tampoco deseconomías. Es decir, el aumento del número de oficinas probablemente ha constituido una vía para mejorar el servicio al cliente, a la vez que de expansión de la entidad, teniendo a largo plazo unos efectos relativamente neutros sobre los costes por unidad monetaria de depósitos.

Sólo el aumento del tamaño medio de las oficinas genera ciertas economías de escala explicadas por la respuesta de los costes operativos al aumentar el tamaño de esta variable.

La conclusión global que se desprende de este análisis es que una de las principales vías de obtención de economías de escala a través de las fusiones es por medio de un mejor aprovechamiento de la red de oficinas existente, aumentando el tamaño medio de las oficinas y eliminando oficinas redundantes.

Una cuestión que el análisis efectuado plantea es, no obstante, el problema de la definición del *output* bancario. Si bien, como ya se ha señalado, utilizando medidas alternativas de *output* tales como inversión crediticia o activos totales, los resultados cualitativos eran similares, la banca en general y las cajas de ahorros en particular, en los últimos años han intensificado su labor de intermediación. Cómo dar cabida en términos de *output* a estas actuaciones de intermediación no está claro a nivel conceptual.

Finalmente, cabe señalar que el mismo tipo de análisis previamente descrito con respecto a la función de costes fue también desarrollado utilizando los beneficios como variable dependiente. La conclusión global del trabajo, ligeras economías de escala sólo con respecto al tamaño medio de las oficinas, se mantenía invariable.

Si las economías de escala son, en conjunto, de escasa entidad, puede resultar difícil explicar los intensos procesos de fusión observados. Llegados a este punto, empero, conviene destacar que el análisis efectuado hace referencia a unas economías de escala «promedio» para la totalidad del sector.

Como opinan algunos gestores de cajas de ahorros, es posible que la existencia de economías de escala esté en función de las cajas que se fusionan. Según las específicas características de las cajas implicadas en el proceso de fusión y los condicionantes económicos generales en los que la fusión se produce, las economías de escala resultantes diferirán. No cabría, por tanto, hablar con generalidad de la existencia de economías de escala, sino que éstas deberían analizarse de forma *ad hoc* en cada una de las fusiones. El aprovechamiento de las mismas dependerá, en tal tesitura, de la capacidad de las entidades fusionadas para la introducción de los pertinentes cambios organizativos.

De hecho, motivaciones muy distintas pueden explicar una fusión. Por medio del ajuste de modelos *probit* se trató de explicar la probabilidad de fusiones en las cajas de ahorros utilizando como muestra el período 1989-1993. Una variable dicotómica captaba si una determinada caja se había fusionado o no en este período de tiempo, mientras que las variables explicativas se agruparon en tres vectores:

— Variables tendentes a captar la posible existencia de economías de escala.

— Variables tendentes a captar posibles problemas de solvencia.

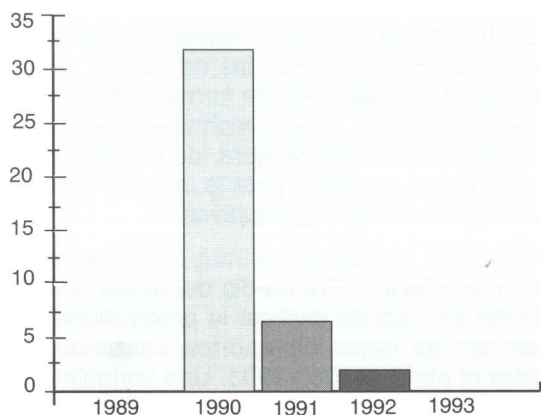
— Variables cuya finalidad era captar un umbral mínimo de dimensión.

Las conclusiones obtenidas del estudio fueron que, por un lado, la obtención de un umbral mínimo contribuía a incrementar la probabilidad de fusión, variable que fundamentalmente explicaba las fusiones de cajas de dimensión muy reducida. Por otro, razones de solvencia también contribuían a explicar la probabilidad de fusión. En cualquier caso, se trata de unos resultados preliminares, dadas las dificultades de captar ciertas motivaciones de las fusiones a partir únicamente de las partidas del balance y cuenta de resultados.

### III. ESTUDIO «EX POST» DE LOS RESULTADOS DE LAS FUSIONES

El análisis *ex post* de los resultados de las fusiones se realizó a nivel individualizado de las cajas de ahorros implicadas en procesos de fusión, comparando la evolución de estas entidades con la media del sector antes y después de haberse producido la fusión. A título ilustrativo, si las entidades «A» y «B» se fusionan en un año determinado «t» y originan la entidad «C», antes de «t» la comparación se efectúa entre la suma de «A» y «B» con la media del sector. Después de la fusión se compara directamente la entidad resultante «C» con la media del sector. La idea es determinar si la entidad «C» resultante de la fusión es en términos comparativos

**GRAFICO 1**  
**INDICE DE INTENSIDAD DE LAS FUSIONES (\*)**  
**Porcentaje de recursos ajenos de cajas fusionadas sobre el total**



(\*) Sólo fusiones por constitución de una nueva entidad.

más eficiente que la suma de las entidades fusionadas. Se examinó la evolución de distintas *ratios* de rentabilidad y de costes, y la conclusión global fue que sólo algunas fusiones habían resultado exitosas. A esta conclusión general, es preciso añadir la matización de que el tiempo transcurrido desde que se han producido la mayor parte de fusiones puede ser excesivamente reducido para que las hipotéticas economías de escala subyacentes puedan aflorar con claridad, dado que su aprovechamiento generalmente exige cambios organizativos que implican una cierta dilación temporal.

Los resultados que a continuación se detallan hacen referencia, no obstante, a la totalidad del sector. Por otro lado, con objeto de sintetizar, se muestra la evolución de una sola *ratio* de rentabilidad. En concreto, la rentabilidad sobre recursos ajenos. Las conclusiones cualitativas que se derivaban del examen de un conjunto más amplio de *ratios* de rentabilidad o de costes no modificaba las implicaciones globales del trabajo.

A este respecto, el gráfico 1 muestra la evolución de un índice expresivo de la intensidad de las fusiones en el sector cajas de ahorros, definido como el porcentaje de recursos ajenos de las cajas en cada año implicadas en procesos de fusión frente a la totalidad de recursos ajenos de las cajas de ahorros. A la vista de este gráfico, puede comprobarse que 1990 fue el año de las fusiones, resultado que en parte refleja la fusión de la Caja de Pensiones con la Caja de Barcelona. Aproximadamente, en este año, un 33 por 100 de la totalidad de recursos ajenos de las cajas de ahorros estuvieron implicados en procesos de fusión. Con objeto de analizar los resultados de las fusiones, se han elegido las de 1990 como representativas dado que, por un lado,

éstas son las de mayor importancia cuantitativa y, por otro, situados en 1993, ello da un margen de tres años para analizar sus efectos. Este lapso temporal puede parecer excesivamente reducido pero, en cualquier caso, es el más largo disponible.

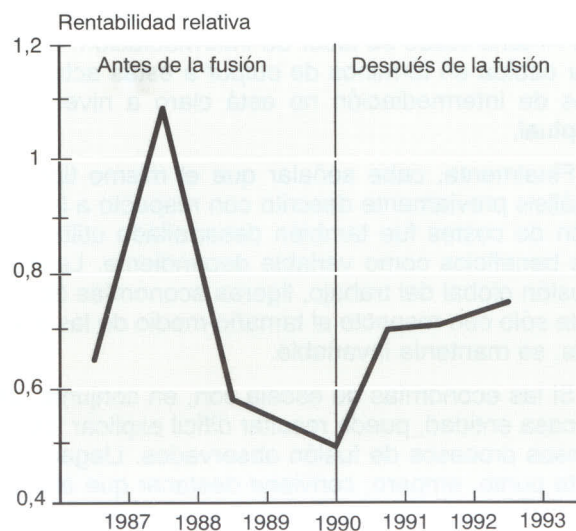
El gráfico 2 muestra la evolución de la *ratio* de rentabilidad relativa sobre recursos ajenos de las cajas fusionadas en 1990 frente al grupo de los no fusionados en la totalidad del período 1989-1993. Puede observarse que después de la fusión se produce un ligero aumento de la rentabilidad relativa, pero que la mejora dista de ser sustantiva. Es interesante destacar, por otro lado, que la rentabilidad relativa de las cajas fusionadas frente a las no fusionadas está por debajo de la unidad, salvo en 1988. En definitiva, la ligera mejora de la *ratio* de rentabilidad está en consonancia con las débiles economías de escala halladas en la sección precedente a través de la estimación econométrica de la función de costes.

#### IV. CONSIDERACIONES FINALES

Las motivaciones de una fusión pueden ser más amplias que la simple minimización de costes, tales como el acceso a nuevos tipos de mercados o de operaciones, o bien el sentar las bases de una nueva estructura que garantizará la expansión y consolidación de la entidad en el medio y largo plazo.

El objeto de este trabajo ha sido modesto y se ha limitado, básicamente, al estudio de los efectos de

**GRAFICO 2**  
**RESULTADOS DE LAS FUSIONES**  
**Rentabilidad sobre recursos ajenos**  
**de las cajas fusionadas en 1990**



las fusiones sobre los costes de la entidad desde una doble vertiente:

- Examen de efectos vía la estimación de funciones de costes.
- Análisis *ex post* de los resultados de las fusiones.

A la luz de los resultados obtenidos, tanto desde la óptica de la estimación de funciones de costes como atendiendo al análisis *ex post* de las cajas fusionadas, cabría concluir que los efectos de las fusiones han sido moderados. De aquí, no obstante, sería arriesgado concluir estableciendo valoraciones de los procesos concretos de fusión por dos motivos:

— Al operar con resultados agregados, se pueden enmascarar los distintos efectos sobre entidades individuales. Unos resultados positivos para la fusión «i» pueden compensarse con unos resultados negativos para la fusión «j», de suerte que el efecto total sea neutro. Es decir, cada fusión debe ser objeto de un análisis separado para dar cabida a sus propias especificidades. De hecho, un estudio individualizado de las distintas fusiones acaecidas en el período 1989-1993, comparando los resultados de las entidades fusionadas con la media del sector, permitió poner de manifiesto la disparidad de comportamientos. En algunos casos, se dibujaban

fusiones exitosas, en otros casos la fusión no había logrado detener un proceso de deterioro relativo, y en muchas ocasiones la fusión parecía tener un efecto neutro.

— Como previamente se ha señalado, el período de análisis contemplado, por la propia disponibilidad de datos desde que se han producido las fusiones, es en exceso reducido.

En definitiva, para finalizar, cabría señalar que el nuevo entorno competitivo resultante del proceso de integración de España en la Unión Europea, será un factor condicionante de los resultados de las fusiones. En el actual contexto, no obstante, el tamaño *per se* no parece ser el principal factor determinante de los costes y de los resultados, puesto que dentro de una misma clase de tamaños, el grado de dispersión para ambos conceptos resulta muy notorio.

#### NOTAS

(1) Véase RAYMOND, J. L., «Economías de escala y fusiones en el sector de cajas de ahorros», *Papeles de Economía Española*, n.º 58, 1994, págs. 113-125.

(2) Ver REVELL, J. (1989), «El futuro de las cajas de ahorros. Estudio de España y del resto de Europa», Fundación FIES.