

Identificación de Factores Estratégicos de Rentabilidad en el Sector Andaluz de Cajas de Ahorros

Manuel Ángel Fernández Gámez
M^a Teresa Galache Laza
Universidad de Málaga

BIBLID [0213-7525 (1998); 50; 131-160]

PALABRAS CLAVE: Rentabilidad. Cajas de Ahorros.

RESUMEN:

En los últimos años el entorno actual de las Cajas de Ahorros se ha caracterizado por una pérdida de rentabilidad debido, fundamentalmente, a una reducción de márgenes.

En este trabajo tratamos de averiguar cuál ha sido la estrategia seguida por el sector de las Cajas de Ahorros andaluzas –en comparación con el sector de las Cajas de Ahorros del resto del territorio nacional– para la consecución de sus objetivos de rentabilidad. Para ello hemos elaborado una metodología que nos permite llevar a cabo un análisis de los factores determinantes de la rentabilidad aplicándolo a ambos sectores en un período que abarca los ejercicios 1992 a 1995. Finalmente se extraen conclusiones.

ABSTRACT:

In the last few years the saving banks area has been characterized by a loss of profitability because of a reduction in margins.

In this paper we are trying to find out the strategy followed by the saving banks area in Andalucía –in comparison with the saving banks area in the rest of the country –in order to achieve their profitability goals. Therefore we have developed a methodology to analyze the main reasons for profitability testing it in both areas in the period 1992-1995. Finally results are extracted.

1. INTRODUCCIÓN

La historia más reciente del mercado crediticio español ha estado caracterizada por, al menos, dos procesos fundamentales : La liberalización o desregulación estructural y el reforzamiento de las exigencias de solvencia de las entidades financieras, lo que sin duda, parece haber influido decisivamente en la rentabilidad de las mismas.

Dichos procesos parecen tener una clara incidencia en diversos aspectos microeconómicos de las entidades de crédito, afectando no sólo a su equilibrio financiero, sino también a la rentabilidad, a la dimensión y, en definitiva, a la posición competitiva. Concretamente, el entorno actual de las Cajas de Ahorros, parece caracterizado por un creciente nivel de competencia que se manifiesta en la reducción de márgenes de intermediación y en la presión creciente sobre las tarifas que cobran por los restantes servicios.

Con carácter general, diversos autores han estudiado el efecto de los señalados procesos liberalizadores en el equilibrio económico de dichas entidades crediticias. En este sentido, Gilbert (1984), Peltzman (1984), Sinkey (1992), o Carbó (1992) sostienen que el grado de capitalización posee un impacto sobre la rentabilidad, intentando explicarlo a través de la dimensión empresarial. La razón es que las entidades de mayor dimensión tienden a operar con mayor endeudamiento, lo que les permite obtener más rentabilidad financiera¹.

Desde una perspectiva específica de la rentabilidad en referencia a las Cajas de Ahorros en España, destacan los trabajos de Almazán y Vargas (1987) y de Carbó (1995), sosteniendo en referencia a Andalucía, que el sector andaluz de Cajas de Ahorros no obtiene ventajas comparativas en función de la dimensión. Igualmente, y en clara referencia a este sector, Lagares (1993), sostiene que la reducción de márgenes en España se ha venido produciendo últimamente de un modo bien patente, pero considerando, no obstante, que si se atiende a los niveles en que se sitúan los márgenes de intermediación en la mayor parte de los países europeos, cabe pensar que este fenómeno tiene todavía por delante un largo trecho que recorrer hasta que nuestros márgenes se sitúen en los valores medios europeos.

Un punto de vista complementario a los anteriores lo manifiesta Baumol, Panzar y Willig (1982) al considerar, de alguna manera, que la situación del sector muestra la existencia de un elevado grado de concentración, y que en estas circunstancias puede pensarse que, tras la liberalización, la mayor o menor competencia es el resultado de una mayor eficiencia por parte de las empresas dominantes, que encuentran en dicha competencia un mecanismo de disciplina efectivo.

1. Otros autores que también han relacionado rentabilidad y dimensión son :
 - Short, B.K. (1979) : "The relation between commercial bank profit rates and profitability in banking". *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 17.
 - Smirlock, M. (1985) : "Evidence on the (non) relationship between concentration and profitability in banking". *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 17.

En cualquier caso, parece que la pérdida de rentabilidad originada por la disminución de márgenes ha producido una doble estrategia en las Cajas de Ahorros españolas: La globalización de actividades, y consecuentemente la ampliación de los productos ofertados, por un lado, y un proceso de reducción en los gastos de explotación, por otro, intentando mantener estable la rentabilidad final.

En este trabajo tratamos de verificar si la estrategia que han seguido las Cajas de Ahorros andaluzas para la consecución de sus objetivos de rentabilidad –en comparación con las Cajas de Ahorros del resto del territorio nacional– se ha basado en la obtención de recursos procedentes de la ampliación de actividades adicionales al crédito y en la reducción de gastos generales o, por el contrario, se fundamenta en otros factores básicos de rentabilidad.

Con tales objetivos, y en primer lugar, nos introducimos, desde una perspectiva teórica, en el análisis de la rentabilidad, mostrando una metodología en la que se inciden en las variables que último extremo explican los niveles de rentabilidad, cuantificando las relaciones entre las mismas. A continuación aplicamos el análisis al sector de Cajas de Ahorros andaluzas, por un lado, y al sector de Cajas de Ahorros del resto de España por otro, en un período que abarca los ejercicios 1992 a 1995. Por último se extraen las conclusiones sobre las estrategias del sector andaluz en materia de rentabilidad y las ventajas comparativas frente al resto de Cajas españolas.

2. FUNDAMENTOS METODOLÓGICOS

Hemos dejado constancia de diferentes hipótesis que se han establecido acerca de las estrategias económicas seguidas por las empresas crediticias en el nuevo marco de liberalización del sector. Conforme a ello nos hemos propuesto verificar determinados aspectos en el ámbito de la rentabilidad de las referidas entidades, por lo que nos centraremos, a continuación, en el proceso metodológico que conlleva este problema.

Habitualmente, la metodología seguida para el análisis del aspecto económico de las entidades financieras se basa en el estudio de la rentabilidad a través de la relación existente entre ciertos conceptos de la cuenta de resultados con el activo total, sobre todo a partir de las recomendaciones de la OCDE². En este sentido, asumimos las ventajas de este planteamiento, aunque con determinadas diferencias respecto a la metodología tradicional.

2 Revell, J.S.: "Cost and margins in banking: A International Survey". OCDE, París, 1980.

En cualquier caso, entendemos que el análisis de la rentabilidad de la entidad, a través de su tasa de rentabilidad sobre fondos propios puede constituirse como objetivo básico del problema dado su carácter resuntivo de la situación económica empresarial.

Pues bien, como hemos expuesto en las líneas anteriores, la verificación de las hipótesis establecidas en este trabajo requiere de un proceso de análisis que cuantifique la relación entre las tasas de rentabilidad obtenidas por las Cajas de Ahorros con, al menos, los siguientes factores explicativos:

- Margen de los ingresos.
- Efecto de otras actividades.
- Efecto de gastos generales.

Para ello, tomaremos como punto de partida de nuestro análisis la referida tasa de rentabilidad financiera o rentabilidad de los recursos propios, y profundizaremos en las variables que la determinan hasta llegar a aquel nivel de estudio que incluya los factores explicativos aludidos. Veamos a continuación dicho proceso.

Componentes de la rentabilidad financiera

La tasa de rentabilidad financiera o rentabilidad de los fondos propios de la entidad, y que representaremos por RF_n , puede medirse, para un intervalo temporal n , a través del cociente:

$$RF_n = \frac{BL}{RP} \quad [1]$$

donde BL representa el resultado después de impuestos correspondiente al período n , y RP representa el volumen medio de fondos propios invertidos durante dicho período. De este modo, RF_n muestra en tantos unitarios la remuneración obtenida por los capitales propios y, en definitiva, la eficiencia de la entidad en términos de gestión de su patrimonio.

Pues bien, para la búsqueda de los factores que determinan el referido nivel de rentabilidad financiera, acudiremos a la expresión [1], a la que afectaremos –multiplicando y dividiendo– por el total inversiones que en términos medios ha mantenido la entidad en el intervalo de estudio o lo que sería lo mismo, su total activo, y que representamos por A . En tal caso, obtendremos:

$$RF_n = \frac{BL \cdot A}{A \cdot RP} \quad [2]$$

e identificando,

$$REN = \frac{BL}{A} \quad [3]$$

$$EE = \frac{A}{RP} \quad [4]$$

llegaremos a expresar que:

$$RF_n = REN * EE \quad [5]$$

igualdad que pone de manifiesto que la rentabilidad financiera obtenida por la entidad está en función de dos factores básicos: La relación entre beneficios netos y la inversión total, o rentabilidad neta del activo, REN, y por otro lado, de la proporción de fondos propios que financiarían el conjunto de inversiones, que en definitiva muestra el nivel de endeudamiento de la entidad, EE³.

Por consiguiente, y en este primer nivel de análisis, los factores que determinan el nivel de rentabilidad de los recursos propios son , de una parte, la rentabilidad neta de los activos y, de otra, el nivel de endeudamiento financiero que, con su efecto de apalancamiento, incrementa la rentabilidad de los referidos fondos propios. Como consecuencia de lo anterior, profundizaremos en la rentabilidad neta del activo con el propósito de detectar los factores que a su vez influyen en la misma.

Rentabilidad neta del activo y rentabilidad técnica

En este momento del análisis, pensamos que resulta de alto interés para el mismo diferenciar claramente qué inversiones generan rentabilidad y cuáles no. Para ello discriminaremos entre activos rentables y no rentables. Los primeros serán objeto de un análisis en profundidad, mientras los segundos tan sólo ponderarán negativamente en la consecución de la rentabilidad neta del activo.

En función de lo que antecede, y teniendo en cuenta que:

$$A = AR + AN \quad [6]$$

3. Compárese con: Canals, J.(1991): "La rentabilidad de la banca en Europa". Rev. ICE, nº 699.

en la que AR representa el volumen medio de inversiones causantes de rentabilidad y AN aquel volumen de inversión que, pudiendo estar relacionadas con la actividad principal de la entidad, no son generadoras de resultados explícitos y por consiguiente de rentabilidad, podemos expresar la ecuación [3] como sigue:

$$REN = \frac{BL}{AR+AN} = \left[\left(\frac{BL}{AR} \right)^{-1} + \left(\frac{BL}{AN} \right)^{-1} \right]^{-1} \quad [7]$$

o lo que es lo mismo, que:

$$REN = (RT + EN^{-1}) \quad [8]$$

lo que viene a significar que la denominada rentabilidad neta del activo está en función directa de la rentabilidad técnica de la inversión, RT, y del efecto del conjunto de inversiones no rentables de la entidad, EN.

Resulta lógico, pues, que teniendo presente la discriminación anterior, cualquier análisis exhaustivo de rentabilidad deberá centrarse en la denominada rentabilidad técnica, a condición que cuando posteriormente se trate de trasladar sus efectos a la rentabilidad neta de la inversión, se tenga presente el efecto ponderador de las inversiones no rentables.

Análisis de la rentabilidad técnica

La tasa de rentabilidad técnica ha quedado establecida anteriormente como cociente entre los resultados netos de la entidad y la inversión media en activos rentables. Pues bien, con objeto de analizar la obtención de dicha rentabilidad, y la incidencia de las variables objeto del presente estudio en los niveles alcanzados por la misma, operaremos como sigue. Siendo RT la tasa de rentabilidad técnica en la forma

$$RT = \frac{BL}{AR} \quad [9]$$

y multiplicando y dividiendo por los factores:

MI = Margen de intermediación de la entidad en el periodo de estudio.

IT = Ingresos totales de la entidad en dicho periodo.

podemos expresar, previa la asociación oportuna de términos, que

$$RT = \frac{BL}{MI} * \frac{MI}{IT} * \frac{IT}{AR}$$

[10]

igualdad que en modo simplificado formularemos finalmente como aparece en [11]:

$$RT = Eg * Em * Ea$$

[11]

y que nos pone de manifiesto la relación existente entre el nivel de rentabilidad técnica, RT, y los factores:

- Incidencia de los gastos generales en la rentabilidad, Eg, efecto que cuantificamos a través de la razón resultados netos, BL, y margen de intermediación, MI.
- Efecto del margen bruto obtenido a los ingresos totales de la entidad, Em, medido por el cociente entre margen de intermediación, MI, y los referidos ingresos totales, IT.
- Efecto aprovechamiento de los activos rentables, Ea, que explica la eficiencia de la gestión de la inversión en términos de generación de ingresos, y que aparece medido según la razón ingresos totales, IT, y el volumen de activos rentables, AR.

Contemplado en el desarrollo analítico que antecede la relación existente entre los niveles de rentabilidad de la entidad crediticia y los factores que lo explican, obtendríamos finalmente, a modo de síntesis, la expresión [12], como consecuencia de sustituir [8] y [11] en [5]

$$RF = \left[(Eg * Em * Ea) * EN \right] * EF$$

[12]

3. CARACTERÍSTICAS Y ADECUACIÓN DE LA MUESTRA

El objetivo de este trabajo es determinar los factores estratégicos que explican la rentabilidad de las Cajas de Ahorros Andaluzas. Sin embargo, el presente análisis se extenderá al conjunto de entidades pertenecientes al resto del territorio nacional para, así, establecer comparaciones y extraer las conclusiones deseadas.

La muestra de entidades que se ha tomado como base para realizar el estudio es el universo de Cajas de Ahorros Españolas operativas en el período 1992-1995. La fuente de la información empírica ha sido la Confederación

Española de Cajas de Ahorros⁴, base de datos que ha sido convenientemente clasificada para la obtención de dos sectores concretos: Cajas de Ahorros de Andalucía y Cajas de Ahorros del resto de España. Veamos a continuación algunas características en torno a la representatividad de ambos sectores aludidos.

Identificación de entidades

En el Cuadro 1 aparece una especial referencia a las seis entidades que en la actualidad conforman el sector andaluz de Cajas de Ahorros. Puede apreciarse, además, que a finales del ejercicio 1995, el sector se encuentra con un número cercano a las dos mil oficinas operativas.

CUADRO 1
LAS CAJAS DE AHORROS ANDALUZAS
(Situación en 1995)

ENTIDAD	OFICINAS OPERATIVAS
Cajasur	340
Caja General de Ahorros de Granada	307
Caja Provincial de Ahorros de Jaén	20
Unicaja	703
Monte de Piedad y Caja de Ahorros de Huelva y Sevilla	223
Caja de Ahorros Provincial de San Fernando de Sevilla y Jerez	355

FUENTES : CECA y elaboración propia.

Gestión de depósitos y extensión territorial

En otro sentido, diversos indicadores de la representatividad del sector andaluz de cajas de ahorros en el mercado nacional aparecen en los Cuadros 2 y 3. En el primero, observamos el volumen de depósitos que gestionan cada uno de los dos sectores objeto de estudio. Puede comprobarse que en el ejercicio 1992, las cajas andaluzas gestionaban más de 2 billones de pesetas, frente a los 20 billones del resto de cajas españolas. lo que representaba en torno al 9 por 100 del conjunto total. No obstante y aunque dicha proporción

4. CECA: "Anuario Estadístico de la Confederación Española de Cajas de Ahorros" para los años 1992-1995.

tiende a disminuir ligeramente, en 1995 ambos colectivos mantienen sus cuotas de gestión de depósitos, con 2,6 billones para las cajas andaluzas y 27,6 billones para las del resto del territorio nacional.

CUADRO 2
VOLUMEN DE DEPÓSITOS DE LA MUESTRA
(EN MILLONES DE PESETAS)

	1992	1993	1994	1995
ANDALUCÍA	2.072.267	2.245.628	2.463.804	2.684.877
RESTO DE ESPAÑA	20.641.432	23.054.538	25.468.315	27.625.868

FUENTES : CECA y elaboración propia.

De otra parte, el Cuadro 3 nos ofrece una visión conjunta del número de oficinas de cada colectivo analizado. Así, se observa cómo el sector andaluz mantiene operativas un número de oficinas que representa en torno al 15 por 100 de todas las existentes en el territorio nacional⁵.

CUADRO 3
OFICINAS OPERATIVAS DE LAS CAJAS DE AHORROS

	1992	1993	1994	1995
Andalucía	1.938	1.954	1.927	1.948
Resto de España	12.178	12.301	12.668	13.062
Total	14.116	14.255	14.595	15.010

FUENTES : CECA y elaboración propia.

5. Las Cajas de Ahorros andaluzas no se encuentran presentes en todas las comunidades autónomas españolas sino, únicamente, en las siguientes:
- Castilla-La Mancha: Unicaja.
 - Cataluña: Caja General de Ahorros de Granada y M.P. y C.A. de Huelva y Sevilla.
 - Extremadura: M.P. y C.A. de Huelva y Sevilla.
 - Madrid: C.A. y M.P. de Córdoba (Cajasur), Caja S. Fernando de Sevilla y Jerez, Unicaja, M.P. y C.A. de Huelva y Sevilla, Caja General de Ahorros de Granada.
 - Melilla: Unicaja
- Por su parte, de las cajas de ahorros del resto de España las que actúan en Andalucía son las siguientes: C.A. y Pensiones de Barcelona, C.A. y M.P. de Madrid, C.A. de Cataluña, M.P. y Caja General de Ahorros de Badajoz.

Adecuación de estados contables

Una vez delimitados los dos sectores objeto de estudio, afrontamos el proceso de la información contable que se convierte en la base de análisis, y que como ya apuntábamos, proviene de el "Anuario Estadístico de la Confederación Española de Cajas de Ahorros" para el período 1992-1995. Básicamente, la referida información contable se concreta en los correspondientes balances de situación al finalizar cada uno de los ejercicios estudiados y en las cuentas de resultados de dichos períodos. No obstante, esta información contable ha requerido de una determinada adecuación a las exigencias metodológicas expresadas en apartados anteriores y de las que dejamos constancia a continuación. (Ver Cuadro 4).

CUADRO 4
PRINCIPALES AJUSTES DE LOS ESTADOS CONTABLES PARA EL
ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD

CONCEPTO ADECUADO	CORRESPONDENCIA CONTABLE
Activos rentables	Depósitos en Banco de España y Otros Bancos Centrales. Deudas del Estado. Entidades de Crédito. Créditos sobre clientes. Obligaciones y otros valores de renta fija. Acciones y otros títulos de renta variable. Participaciones. Participaciones en empresas del grupo. Acciones propias. Otros activos. Cuentas de periodificación.
Activos no rentables	Caja. Activos inmateriales. Activos materiales.
Ingresos financieros	Intereses y rendimientos asimilados - Intereses y rendimientos asimilados de la cartera de renta fija.
Comisiones netas	Comisiones percibidas - Comisiones pagadas.
Resultados de la Cartera de Valores	Rendimientos de la cartera de renta fija + Rendimientos de la cartera de renta variable + Beneficios por operaciones financieras - Pérdidas por operaciones financieras.

CUADRO 4
PRINCIPALES AJUSTES DE LOS ESTADOS CONTABLES PARA EL
ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD
(Continuación)

CONCEPTO ADECUADO	CORRESPONDENCIA CONTABLE
Ingresos totales	Ingresos financieros + Comisiones netas + Resultados de la Cartera de Valores
Costes financieros	Intereses y cargas asimiladas.
Margen intermediación	Ingresos totales - Costes financieros.
Gastos generales	Gastos generales de administración + Amortización y saneamiento de activos materiales e inmateriales + Otras cargas de explotación +/- Otros gastos generales.
Pérdidas y Ganancias	Margen de intermediación - Gastos generales.

FUENTES : CECA y elaboración propia.

Consecuencia de los ajustes propuestos en los estados contables originales, obtenemos los siguientes balances de situación y cuentas de resultados, que denominamos adecuados, y que se constituyen como la principal base de información sobre la que se centra los aspectos empíricos del presente trabajo. (Ver Cuadro I del anexo).

4. ANÁLISIS ECONÓMICO EMPÍRICO: FACTORES DE RENTABILIDAD

En las líneas precedentes se han expuesto los fundamentos básicos que, desde nuestra perspectiva, pueden utilizarse en el análisis de la estrategia económica de las entidades de crédito, y que en este estudio hemos concretado en las causas de rentabilidad. A continuación aplicaremos esta metodología al colectivo de Cajas de Ahorros españolas clasificadas por el referido criterio de territorialidad comenzando, en un primer nivel de análisis, determinando los factores que inciden en el nivel de rentabilidad financiera, cuales son los denominados endeudamiento financiero y rentabilidad económica neta. También profundizaremos en el estudio de los factores que, a su vez, determinan el citado nivel de rentabilidad económica. Llegaremos así a identificar el efecto de los gastos generales, el margen bruto de ingresos y el aprovechamiento de la inversión.

No obstante lo anterior, comenzaremos este apartado con el estudio de las características básicas que presentan las estructuras económicas de las

Cajas de Ahorros objeto de tratamiento, determinando las diferencias comparativas entre las mismas. De esta forma estableceremos la composición de las inversiones como paso introductorio al perseguido análisis de la rentabilidad.

Según aparece en el cuadro II del anexo la inversión más importante son los "Créditos sobre clientes", ello se debe a la propia naturaleza de las Cajas de Ahorros ya que éstas son, fundamentalmente, una banca comercial dirigida a los pequeños ahorradores. En las Cajas de Ahorros de Andalucía se sitúa en torno al 59 por cien, mientras que en las Cajas de Ahorros del resto de España representan un 46 por cien. Le sigue en importancia las "Deudas del Estado" y "Entidades de Crédito". Ambas son superiores en las Cajas de Ahorros del resto de España situándose las primeras en torno al 19 por cien y las segundas en el 20 por cien. En las Cajas de Ahorros andaluzas representan un 12 por cien y un 15 por cien, respectivamente.

De otra parte, en las Cajas de Ahorros andaluzas se observa que las "Obligaciones y otros valores de renta fija" representan un 3,21 por cien del total activo, en 1992, y un 4,22 por cien, en 1995. En las Cajas de Ahorros del resto de España se han mantenido constantes, en torno a un 3 por cien.

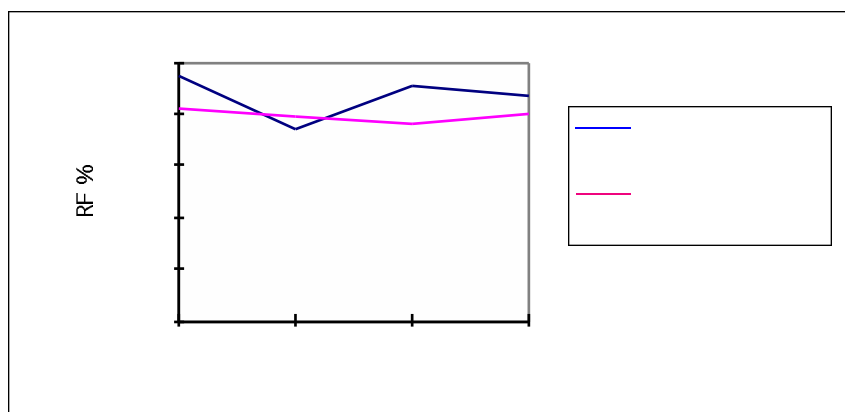
En cuanto a "Acciones y otros valores de renta variable" en las Cajas de Ahorros andaluzas llegó a representar un 1,01 por cien, en 1994, y en las Cajas de Ahorros del resto de España un 0,76 por cien, en 1993. Sin embargo en ambas ha descendido en el último ejercicio analizado.

Finalmente decir que, dentro de los activos no rentables, la partida más representativa es la de "Activos materiales": en torno al 4,5 por cien en Andalucía y al 3,4 por cien en el resto de España.

Evolución de la Rentabilidad Financiera

La aplicación de las consideraciones metodológicas a la evolución de las Cajas de Ahorros españolas en el período 1992-1995 nos permite extraer, en primer lugar, las tasas de rentabilidad sobre fondos propios que aparecen en el Cuadro 5. En el mismo observamos mayores tasas de rentabilidad financiera en las Cajas de Ahorros andaluzas frente al resto de cajas españolas, prácticamente en todos los ejercicios analizados. Así, en 1992, las cajas andaluzas obtuvieron un 14,2 por cien frente al 12,2 por 100 alcanzado por el resto de cajas nacionales. En 1995, éstas registraron una tasa media del 12 por cien, mientras que aquéllas obtuvieron un 13 por cien. Por consiguiente, se comprueba que el sector de cajas andaluzas supera la rentabilidad del resto de España, aunque para ambos colectivos es destacable una ligera tendencia decreciente, con pérdidas de rentabilidad que superan un punto en el período de estudio.

CUADRO 5
TASAS DE RENTABILIDAD FINANCIERA



FUENTES : CECA y elaboración propia.

No obstante lo anterior, también es destacable que el diferencial de rentabilidad, a favor de las cajas andaluzas se reduce a través del período analizado, ascendiendo en 1995 a tan sólo un punto, justamente la mitad del diferencial registrado en 1992.

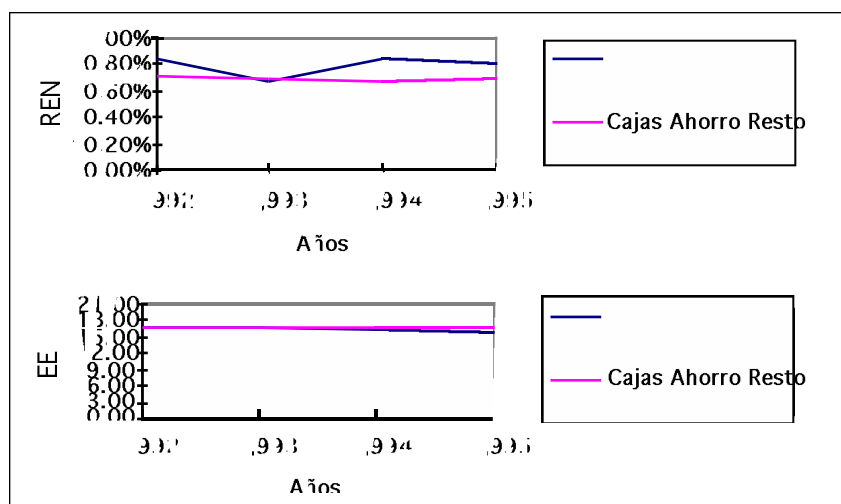
Los resultados anteriores nos obligan a determinar las causas que provocan los distintos comportamientos del sector Cajas de Ahorros en materia de rentabilidad, para lo cual acudiremos, primeramente, a la cuantificación de los componentes básicos de la rentabilidad financiera. Esta información aparece en el Cuadro 6. En el mismo puede observarse la evolución de la rentabilidad neta del activo y del efecto endeudamiento.

En lo que respecta a la rentabilidad económica neta, resulta ser superior para el colectivo andaluz –exceptuando el ejercicio 1993–, con tasas en torno al 0,80 por 100, mientras que el resto de cajas españolas alcanzan tasas del 0,70 por 100. Además, la pérdida de rentabilidad, aunque leve, es general en ambos sectores.

No ocurre igual con el efecto endeudamiento, ligeramente mayor en el resto de cajas españolas que en las andaluzas, con niveles de 17,01 y 16,10 para ambos colectivos, respectivamente, en 1995.

Los resultados anteriores nos permiten explicar que, en principio, la mayor rentabilidad financiera detectada en las cajas andaluzas se deriva, asimismo, de mayores tasas de rentabilidad económica neta, descartándose el efecto apalancamiento que se deriva de los niveles de endeudamiento registrados.

CUADRO 6
RENTABILIDAD ECONÓMICA NETA Y EFECTO ENDEUDAMIENTO



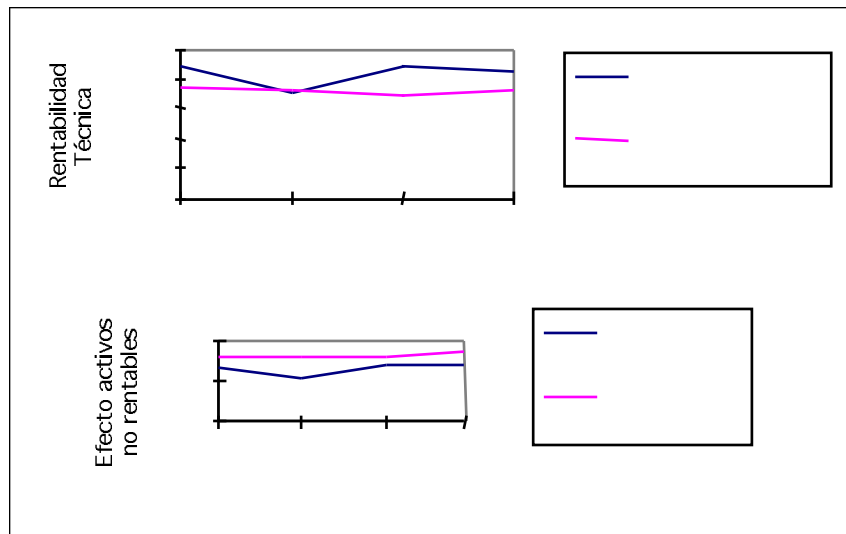
FUENTES : CECA y elaboración propia.

Comportamiento de la Rentabilidad Económica Neta

De otra parte, en el Cuadro 7 aparecen cuantificados dos factores que explican los niveles de rentabilidad económica neta, en un segundo nivel de análisis. En concreto, podemos observar la evolución de las tasas de rentabilidad técnica, que para las cajas andaluzas se sitúan en torno al 0,9 por 100, con una cierta estabilidad durante el período de estudio. Por el contrario, el resto de Cajas de Ahorros alcanzan una rentabilidad técnica en torno al 0,7 por 100, mostrando asimismo una clara invariabilidad en los ejercicios estudiados.

Por otro lado, la repercusión de activos no rentables en la rentabilidad –ver Cuadro 7– resulta más significativa en las cajas andaluzas, dado que poseen coeficientes menores en relación con el resto de cajas nacionales. También es necesario resaltar que el efecto reductor de tales activos se acentúa en ambos colectivos estudiados a lo largo del período analizado.

CUADRO 7
FACTORES DE LA RENTABILIDAD ECONÓMICA NETA
(EN PORCENTAJES)



FUENTES : CECA y elaboración propia.

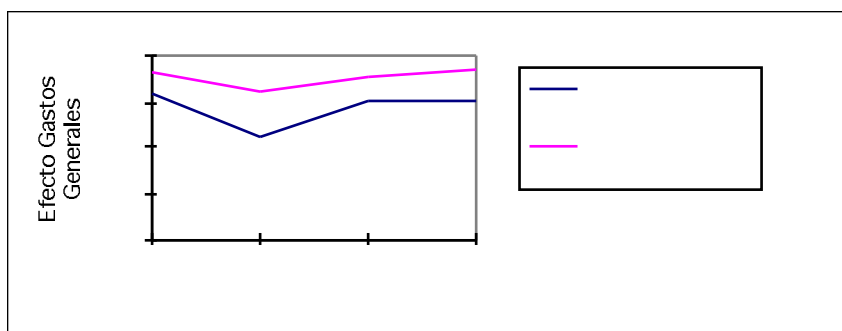
Consecuencia de lo anterior es que las cajas andaluzas posean una rentabilidad económica neta mayores que el resto de cajas, debido a las mayores tasas de rentabilidad técnica obtenidas, y aún cuando soportan inversiones no rentables cuyos efectos en la rentabilidad son mayores.

Factores explicativos de la Rentabilidad Técnica

Realizadas las precisiones anteriores, corresponde ahora el análisis de los factores que expliquen la mayor rentabilidad técnica de las cajas andaluzas, para lo que acudiremos a la información que aparece en el Cuadro 8. Al respecto puede comprobarse, en primer lugar, el efecto de los gastos generales, que resulta ser más favorable en el conjunto de cajas no andaluzas. Además, verifica un comportamiento diferente en los sectores analizados. Así, en las cajas andaluzas dicho efecto presenta una tendencia que reduce los niveles de rentabilidad técnica, registrando un 15 por cien en 1995 frente al 16 por cien en 1992. Contrasta tal evolución con el comportamiento expansivo de la rentabilidad que dicho efecto presenta en el conjunto de cajas del resto de

España. En éste, el referido efecto de gastos generales se sitúa en el 18 por cien en 1992 y en el 19 por cien en 1995. Así, pues, este factor no contribuye a explicar la mayor rentabilidad técnica de las cajas andaluzas, pero sí puede confirmar que la estrategia de las cajas para mejorar el referido efecto de gastos generales, prácticamente, no se ha conseguido, al menos en Andalucía.

CUADRO 8
FACTORES DE LA RENTABILIDAD TÉCNICA
(EN PORCENTAJES)

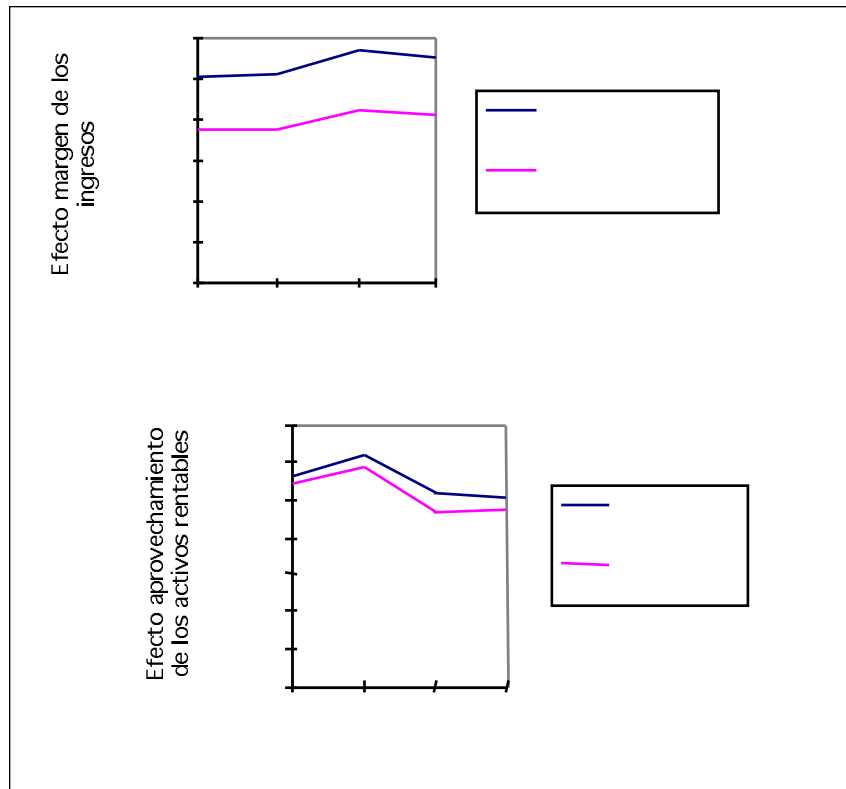


FUENTES : CECA y elaboración propia.

Otro factor que aparece en el cuadro 8 es el denominado margen de los ingresos, es decir, la proporción de beneficios brutos obtenida al conjunto de ingresos totales de la entidad. Este factor resulta más favorable al conjunto de cajas andaluzas, con tasas que oscilan entre el 50,28 por 100 en 1992 y el 55,60 por 100 en 1995. En el mismo período, el conjunto de cajas del resto de España registraban tasas del 37,59 por 100 y del 41,29 por 100, respectivamente. Así, pues, el mayor margen de los ingresos es factor explicativo de las ventajas comparativas en rentabilidad técnica de las cajas andaluzas, si bien, los dos sectores estudiados han conseguido incrementar el referido margen sobre ingresos en el intervalo de estudio.

Finalmente, el tercer factor explicativo que recogemos en el cuadro 8 es el denominado aprovechamiento de las inversiones en términos de generación de ingresos. Al respecto hay que destacar el comportamiento negativo de este factor a través de los ejercicios estudiados, para el conjunto de cajas españolas. No obstante, resulta, para cada uno de tales ejercicios, mayores niveles de aprovechamiento en las cajas andaluzas, que en 1995 alcanzaban coeficientes del 10,15 por 100, frente al 9,51 por 100 correspondiente al resto de cajas.

CUADRO 8
FACTORES DE LA RENTABILIDAD TÉCNICA
(EN PORCENTAJES). Continuación



FUENTES : CECA y elaboración propia.

En cualquier caso, hemos podido comprobar la influencia reductora que ha manifestado el efecto aprovechamiento en la rentabilidad, hecho que puede apuntar que los volúmenes de negocio no se corresponden con los objetivos previstos por las entidades; o también, que la estrategia económica de las mismas no ha consistido, al menos, en incrementar la eficacia de la gestión en términos de incremento de las actividades totales.

Para profundizar en lo anterior, hemos constatado la distribución de dichas actividades, información que aparece en el Cuadro VIII del anexo y que

nos indica que las cajas andaluzas sostienen más actividad crediticia que las del resto de España. A cambio, éstas registran más actividad en comisiones y en las carteras de valores. También resulta interesante resaltar que la pérdida de actividad crediticia, en relación con los ingresos totales de la entidad es común en los dos sectores estudiados denotándose una tendencia creciente en el peso relativo de los ingresos por comisiones netas y por los resultados positivos de las carteras de valores, común en los dos sectores, pero con mayor intensidad en las cajas del resto del territorio nacional

5. CONCLUSIONES

A lo largo del presente trabajo se han puesto de manifiesto las diferencias comparativas que, en materia de equilibrio económico, ofrecen las Cajas de Ahorros andaluzas frente al resto de cajas españolas. Esto nos ha servido, asimismo, para evaluar distintas hipótesis que se constituyeron como punto de partida de este análisis, y cuyos resultados sintetizamos a continuación.

En primer lugar, creemos haber comprobado que las Cajas de Ahorros de Andalucía alcanzan tasas mayores de rentabilidad financiera como consecuencia de las ventajas alcanzadas en la rentabilidad económica neta, descartándose el efecto apalancamiento en la explicación de la posición en rentabilidad, que resulta más alto en las Cajas de Ahorros del resto de España. A su vez, hemos constatado que las Cajas de Ahorros de Andalucía obtienen mejores tasas de rentabilidad técnica aunque soportan con más intensidad que las Cajas de Ahorros del resto de España el efecto de los activos no rentables. No obstante, las ventajas en la rentabilidad técnica justifican aquella situación de rentabilidad económica neta a favor de las Cajas de Ahorros de Andalucía.

Por otra parte, hemos detectado que la mayor rentabilidad técnica de las Cajas de Ahorros de Andalucía es consecuencia de una mejor posición en dos de los factores que inciden en la misma. Así, exceptuando el efecto de los gastos generales, que resulta menor en las Cajas de Ahorros de Andalucía, consiguen no obstante mejores efectos en el margen sobre ingresos y en el aprovechamiento de las inversiones.

Además de las diferencias estudiadas, y que afectan al equilibrio económico de las Cajas de Ahorros españolas, hemos observado las tendencias que manifiestan las variables objeto de estudio, lo que nos permite afirmar, además, que en los dos sectores analizados se produce una pérdida de rentabilidad financiera en el período 1992-1995, como consecuencia de un comporta-

miento negativo de las tasas de rentabilidad económica neta. Ahora bien, la causa principal que justifica el comportamiento de esta variable ha resultado ser el aprovechamiento de las inversiones en términos de generación de ingresos –para ambos colectivos– y la incidencia de los gastos generales –sólo en el sector andaluz–. Por su parte, el margen sobre ingresos mejora sensiblemente en el conjunto total de cajas de ahorros. Junto a lo anterior se ha producido asimismo, un cambio en la importancia relativa de los ingresos financieros respecto a los ingresos totales de las entidades. En este sentido, cada vez existe más dedicación a la actividad generadora de comisiones y a aquellas relacionadas con la cartera de valores.

Consecuencia de todo cuanto antecede es que podemos afirmar que ante la pérdida generalizada del aprovechamiento de las inversiones, la estrategia de las Cajas de Ahorros españolas se ha basado en la obtención de mayores márgenes sobre ingresos totales, materializados a través de un cambio en las actividades realizadas, pero descartándose el objetivo de reducción de las estructuras de gastos generales, al menos en el conjunto de cajas andaluzas.

Con todo, las Cajas de Ahorros de Andalucía resultan más rentables que las Cajas de Ahorros del resto de España en el período de estudio, aunque durante el mismo no hemos podido constatar que sigan estrategias similares para la consecución de sus equilibrios económicos.

CUADRO I
BALANCE DE SITUACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS DE ANDALUCÍA Y DEL RESTO DE ESPAÑA
(MILL. DE PTAS.)

ANEXOS

ACTIVO	1.992		1.993		1.994		1.995	
	ANDALUCÍA	RESTO ESPAÑA	ANDALUCÍA	RESTO ESPAÑA	ANDALUCÍA	RESTO ESPAÑA	ANDALUCÍA	RESTO ESPAÑA
Activos rentables	2.405,965	26.210,169	2.491,485	28.899,565	2.753,768	31.714,734	3.059,298	34.786,066
1. Depósitos en Banco Central	54,017	543,478	42,626	355,352	43,471	504,124	43,025	315,743
1.1 Banco de España	54,017	543,457	42,626	355,334	43,471	503,215	43,025	313,810
1.2 Otros Bancos Centrales	0	21	0	18	0	909	0	1,933
2. Deudas del Estado (incluye certificados del Banco de España)	312,226	5.313,675	266,774	4.770,499	386,931	6.434,662	392,496	7.127,245
3. Entidades de crédito	361,872	5.560,521	412,422	7.698,110	360,331	6.869,932	507,620	7.781,555
3.1 A la vista	46,622	362,359	26,418	279,636	34,556	312,291	26,788	400,481
3.2 Otros créditos	315,250	5.198,162	386,004	7.418,474	325,775	6.557,641	480,832	7.381,074
4. Créditos sobre clientes	1.518,702	12.519,855	1.581,577	13.562,388	1.728,220	15.316,965	1.883,384	16.719,026
5. Obligaciones y otros valores de renta fija	82,333	1.060,487	111,049	1.159,022	143,912	1.188,115	137,015	1.209,749
5.1 De emisión pública	7,983	140,906	6,190	157,031	18,201	225,203	16,205	232,866
5.2 Otras emisiones	74,400	919,581	104,859	1.001,991	125,711	962,912	120,810	976,883
Pro-memoria: Títulos propios	519	1,656	431	1,731	712	3,242	622	5,751
6. Acciones y otros valores de renta variable	8,762	169,445	20,521	230,433	29,630	218,614	26,739	208,904
7. Participaciones	4,601	145,582	2,061	144,765	3,677	146,812	4,280	201,513
7.1 En entidades de crédito	522	5,643	89	5,850	219	7,552	215	15,440
7.2 Otras participaciones	4,079	139,939	1,972	138,915	3,458	139,260	4,065	186,073
8. Participaciones en emp. del grupo	5,409	243,874	4,253	304,308	5,213	368,133	4,352	499,382
8.1 En entidades de crédito	451	50,156	759	67,965	759	91,783	789	118,828

CUADRO I
BALANCE DE SITUACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS DE ANDALUCÍA Y DEL RESTO
DE ESPAÑA
(MILL. DE PTAS.). Continuación

ACTIVO	1.992		1.993		1.994		1.995	
	ANDALUCÍA	RESTO ESPAÑA	ANDALUCÍA	RESTO ESPAÑA	ANDALUCÍA	RESTO ESPAÑA	ANDALUCÍA	RESTO ESPAÑA
9. Acciones propias	0	0	0	0	0	0	0	0
Pro-memoria: Nominal	0	0	0	0	0	0	0	0
10. Otros activos	21,447	237,741	18,256	270,321	20,427	290,283	25,090	265,465
11. Cuentas de peritificación	36,596	415,511	31,846	404,367	31,956	377,094	35,297	457,484
Activos no rentables	161,127	1.239,803	164,831	1.275,956	177,435	1.384,618	189,230	1.456,777
1. Caja	40,373	223,744	40,679	225,000	42,850	225,789	46,685	250,330
2. Activos inmateriales	89	4,155	0	3,392	595	17,893	595	9,557
2.1 Gastos de constitución	0	231	0	0	0	0	0	3
2.2 Otros gastos amortizables	89	3,924	0	3,392	595	17,893	595	9,554
3. Activos materiales	120,665	1.011,904	124,152	1.047,564	133,990	1.140,936	141,950	1.196,890
3.1 Terrenos y edificios uso propio	57,859	447,786	57,074	461,745	57,390	485,703	61,797	505,022
3.2 Otros inmuebles	30,799	252,534	38,306	268,400	45,560	328,862	47,891	352,614
3.3 Mobiliario, instalaciones y otros	32,007	311,583	28,772	317,419	31,050	326,371	32,262	339,254
TOTAL ACTIVO	2.567,092	27.449,972	2.656,316	30.175,821	2.851,203	33.099,352	3.248,528	36.242,843
Pasivos remunerados	2,364,061	25.323,396	2,459,993	27,855,541	2,703,852	30,811,901	2,996,756	33,739,759
1. Entidades de crédito	189,634	3.356,692	115,464	3.316,589	135,134	3.904,331	191,367	4.381,949
1.1 A la vista	15,701	279,170	18,292	144,751	31,656	182,448	17,402	249,531
1.2 A plazo o con preaviso	173,933	3.077,522	97,172	3.171,838	103,478	3,721,883	173,965	4,132,418
2. Débitos a clientes	2,072,267	20,641,432	2,245,628	23,054,538	2,463,804	25,468,315	2,684,877	27,625,868
2.1 Depósitos de ahorro	1,952,575	16,840,769	2,136,311	19,015,064	2,264,018	21,074,676	2,401,349	22,344,577

CUADRO I
BALANCE DE SITUACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS DE ANDALUCÍA Y DEL RESTO
DE ESPAÑA
(MILL. DE PTAS.). Continuación

ACTIVO	1.992		1.993		1.994		1.995	
	ANDALUCÍA	RESTO ESPAÑA	ANDALUCÍA	RESTO ESPAÑA	ANDALUCÍA	RESTO ESPAÑA	ANDALUCÍA	RESTO ESPAÑA
6. Primas de emisión	0	0	0	0	0	0	0	0
7. Reservas	109,669	1.260,447	120,942	1.445,431	135,234	1.616,337	154,192	1.791,167
8. Reservas de revalorización	16,525	94,254	15,725	64,212	15,725	53,692	17,656	37,121
9. Resultados de ejercicios anteriores	0	533	0	29	0	29	0	29
TOTAL PASIVO	2.557,092	27.449,972	2.656,316	30.175,521	2.931,203	33.099,352	3.248,528	36.242,843

CUADRO II
EVOLUCIÓN DE LA ESTRUCTURA ECONÓMICA DE LAS CAJAS DE AHORROS DE ANDALUCÍA
Y DEL RESTO DE ESPAÑA
(EN PORCENTAJE SOBRE EL TOTAL ACTIVO)

ACTIVO	1.992		1.993		1.994		1.995	
	ANDALUCÍA	RESTO ESPAÑA	ANDALUCÍA	RESTO ESPAÑA	ANDALUCÍA	RESTO ESPAÑA	ANDALUCÍA	RESTO ESPAÑA
Activos rentables	93.72%	95.48%	93.79%	95.77%	93.95%	95.82%	94.17%	95.98%
1. Depósitos en Banco Central	2.10%	1.96%	1.60%	1.18%	1.48%	1.52%	1.32%	0.87%
1.1 Banco de España	2.10%	1.96%	1.60%	1.18%	1.48%	1.52%	1.32%	0.87%
1.2 Otros Bancos Centrales	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%
2. Deudas del Estado (incluye certificados del Banco de España)	12.16%	19.36%	10.04%	15.81%	13.20%	19.44%	12.08%	19.67%
3. Entidades de crédito	14.10%	20.26%	15.53%	25.51%	12.29%	20.76%	15.63%	21.47%
3.1 A la vista	1.82%	1.32%	0.99%	0.93%	1.18%	0.94%	0.82%	1.10%
3.2 Otros créditos	12.28%	18.94%	14.53%	24.58%	11.11%	19.81%	14.80%	20.37%
4. Créditos sobre clientes	59.16%	45.61%	59.54%	44.95%	58.96%	46.28%	57.98%	46.13%
5. Obligaciones y otros valores de renta fija	3.21%	3.86%	4.18%	3.84%	4.91%	3.59%	4.22%	3.34%
5.1 De emisión pública	0.31%	0.51%	0.23%	0.52%	0.62%	0.68%	0.50%	0.64%
5.2 Otras emisiones	2.90%	3.35%	3.95%	3.32%	4.29%	2.91%	3.72%	2.70%
Pro-memoriam: Títulos propios	0.02%	0.01%	0.02%	0.01%	0.02%	0.01%	0.02%	0.02%
6. Acciones y otros valores de renta variable	0.34%	0.62%	0.77%	0.76%	1.01%	0.66%	0.82%	0.58%
7. Participaciones	0.18%	0.53%	0.08%	0.48%	0.13%	0.44%	0.13%	0.56%
7.1 En entidades de crédito	0.02%	0.02%	0.00%	0.02%	0.01%	0.02%	0.01%	0.04%

CUADRO III
CUENTA DE RESULTADOS DE LAS CAJAS DE AHORROS
(MILL. DE PESETAS)

ACTIVO	1.992		1.993		1.994		1.995	
	ANDALUCÍA	RESTO ESPAÑA	ANDALUCÍA	RESTO ESPAÑA	ANDALUCÍA	RESTO ESPAÑA	ANDALUCÍA	RESTO ESPAÑA
1. Ingresos financieros	230,470	2.130,904	262,856	2.540,463	238,155	2.218,384	249,948	2.326,238
2. Comisiones (netas)	8,744	107,430	10,054	129,292	12,039	158,943	12,683	171,317
3. Resultado Cartera Valores (netos)	33,449	628,107	36,427	741,301	34,476	582,226	47,998	810,155
4. Ingresos totales	272,663	2.866,441	309,347	3.411,056	284,670	2.959,553	310,629	3.307,710
5. Costes financieros	135,569	1.788,949	150,620	2.112,696	122,196	1.705,080	137,926	1.942,081
6. Margen intermediación	137,094	1.077,492	158,727	1.298,360	162,474	1.254,473	172,703	1.365,629
7. Gastos Generales	115,432	880,401	140,943	1.086,561	137,841	1.033,493	146,362	1.110,523
8. Pérdidas y Ganancias	21,662	197,091	17,784	211,799	24,633	220,980	26,341	255,106

FUENTES : CECA y elaboración propia

CUADRO IV
TASAS DE RENTABILIDAD FINANCIERA
(EN PORCENTAJES)

	1992	1993	1994	1995
Cajas de Ahorros Andalucía	14,20	11,20	13,70	13,00
Cajas Ahorros resto de España	12,20	11,90	11,40	12,00

FUENTES : CECA y elaboración propia

CUADRO V
RENTABILIDAD ECONÓMICA NETA Y EFECTO ENDEUDAMIENTO

		1992	1993	1994	1995
Rentabilidad Económica Neta*	C.A. Andalucía	0,84	0,67	0,84	0,81
	C.A. resto España	0,72	0,70	0,67	0,70
Efecto Endeudamiento	C.A. Andalucía	16,84	16,71	16,25	16,10
	C.A. resto España	17,00	16,93	17,05	17,01

* En porcentajes. / FUENTES : CECA y elaboración propia.

CUADRO VI
FACTORES DE LA RENTABILIDAD ECONÓMICA NETA
(EN PORCENTAJES)

		1992	1993	1994	1995
Rentabilidad Técnica	C.A. Andalucía	0,90	0,70	0,90	0,90
	C.A. resto España	0,80	0,70	0,70	0,70
Efecto activos no rentables	C.A. Andalucía	13,00	11,00	14,00	14,00
	C.A. resto España	16,00	17,00	16,00	18,00

FUENTES : CECA y elaboración propia.

CUADRO VII
FACTORES DE LA RENTABILIDAD TÉCNICA
(EN PORCENTAJES)

		1992	1993	1994	1995
Efecto Gastos Generales	C.A. Andalucía	16,00	11,00	15,00	15,00
	C.A. resto España	18,00	16,00	18,00	19,00
Efecto margen de los ingresos	C.A. Andalucía	50,28	51,31	57,01	55,60
	C.A. resto España	37,59	38,06	42,39	41,29
Efecto aprovechamiento	C.A. Andalucía	11,33	12,42	10,34	10,15
	C.A. resto España	10,94	11,80	9,33	9,51

FUENTES : CECA y elaboración propia.

CUADRO VIII
ESTRUCTURA DE LOS INGRESOS
(EN PORCENTAJES SOBRE EL TOTAL INGRESOS)

		1992	1993	1994	1995
Ingresos	C.A. Andalucía	84,52	84,97	83,66	80,46
Financieros	C.A. resto España	74,33	74,47	74,95	70,32
Comisiones	C.A. Andalucía	3,20	3,25	4,22	4,08
netas	C.A. resto España	3,74	3,79	5,37	5,17
Rdos. C.	C.A. Andalucía	12,26	11,77	12,11	15,45
Valores	C.A. resto España	21,91	21,73	19,67	24,49

FUENTES : CECA y elaboración propia.

BIBLIOGRAFÍA

- ALMAZAN MANZANO, M.A. y VARGAS BAHAMONDE, F. (1987): "Normas recientes de solvencia y evolución de la rentabilidad de bancos y cajas de ahorros". *Papeles de Economía Española*, nº 32.
- BALLARIN, E.; GUAL, J. y RICART, J.E. (1988): *Rentabilidad y competitividad del sector bancario español. Un estudio sobre la distribución de servicios financieros en España*. IESE. Barcelona.
- BAUMOL, W.J., PANZAR, J.C. y WILLIG, R.D. (1982): *Contestable Markets and the Theory of Industry Structure*. Harcourt Brace Jovanovich. New York.
- CANALS, J. (1991): "La rentabilidad de la banca en Europa". *Rev. ICE*, nº 699.
- CARBÓ VALVERDE, S. (1992): *Economías de Escala en Capital en la Banca Europea*. Estudios de Economía Aplicada. VI Reunión Anual de ASEPELT - España. Universidad de Granada, págs. 418 a 427.
- CARBÓ VALVERDE, S. (1995): "Adecuación de recursos Propios, rentabilidad y dimensión en las Cajas de Ahorros andaluzas". *Boletín Económico de Andalucía*, nº 19.
- CECA: "Anuario Estadístico de la Confederación Española de Cajas de Ahorros". Años 1992, 1993, 1994 y 1995.
- GILBERT, R.A. (1984): "Bank Market Structure and Competition". *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 16, noviembre, págs. 617 a 645.
- GONZÁLEZ MOSQUERA, L.M. (1991) : "Rentabilidad y aplicación de resultados de las cajas de ahorros". *Papeles de Economía Española*, nº 46, págs. 118 a 126.
- LAGARES CALVO, M.J. (1993): "Cajas de Ahorros: Preparando el Futuro". *Rev. Banca Española*, nº 261, págs. 20 a 37.
- LOZANO VIVAS, A. y PAJUELO GALLEGO, A. (1993): "Rentabilidad, Eficiencia y Concentración en la Banca Española". *Rev. ICE*, nº 714, págs. 99 a 110.
- MAROTO, J.A. (1993): "Un análisis comparado de las cuentas de resultados de bancos y cajas de ahorros en 1992". *Papeles de Economía Española*, nº 54.
- PELTZMAN, S. (1984): "Bank Market Structure and Competition: A Comment". *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 16, noviembre, págs. 650 a 656.
- REVELL, J.S.: *Cost and margins in banking: An International Survey*. OCDE, Paris, 1980.
- SHORT, B.K. (1979): "The relation between commercial bank profit rates and profitability in banking". *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 17.

- SINKEY, J.F. (1992): *Commercial Bank Financial Management in the Financial Services Industry*. De. Macmillan, New York.
- SMIRLOCK, M. (1985): "Evidence on the (non) relationship between concentration and profitability in banking". *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 17.

Recibido, 7 de Julio de 1997; Aceptado, 8 de Noviembre de 1997.