

# CICLO ECONOMICO, DIMENSION Y CARTERA DE RENTA VARIABLE DE LAS ENTIDADES DE DEPOSITO EN ESPAÑA: ALGUNAS CONSIDERACIONES

Francisco Javier Sáez Fernández  
Manuel Martín Rodríguez  
Santiago Carbó Valverde (\*)

## I. INTRODUCCION

La participación de las entidades de depósito en la actividad empresarial responde a razones de muy diversa naturaleza; la mayor o menor rentabilidad de este negocio en comparación con otras formas de inversión financiera, la adquisición de información sobre los sectores productivos a los que la banca aporta recursos, la propia regulación de la actividad bancaria, o la tradición histórico-cultural de las entidades son algunas de las razones que la teoría de la empresa bancaria ha proporcionado para justificar la penetración de la banca en el sector real de la economía.

En España, el papel que la banca ha jugado en la promoción y desarrollo de nuevas actividades empresariales se ha reflejado en el peso que la cartera de renta variable tiene en el balance total de las entidades, y ha marcado de forma muy acusada el resultado final de sus cuentas de explotación. El vínculo que tradicionalmente ha existido entre el mundo de la banca y el mundo de la industria ha sido, en consecuencia, uno de los principales determinantes de la posición competitiva de las entidades de depósito, y ha influido de manera decisiva en algunos episodios desafortunados que han sucedido en nuestra reciente historia financiera: la crisis bancaria de finales de los setenta y primera mitad de los ochenta, la quiebra de pequeñas entidades a principios de los noventa, y el fracaso sufrido por uno de nuestros grandes bancos en 1993, son hechos que no son completamente ajenos a la estrategia de penetración en los sectores industriales seguida, sobre todo, por los bancos españoles de mayor tamaño.

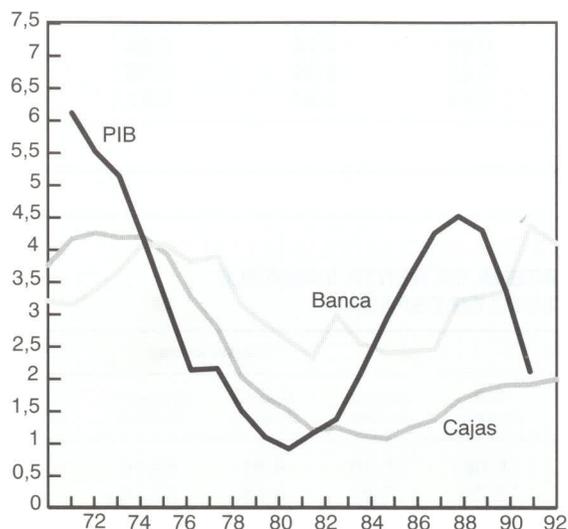
En este trabajo se realizan algunas consideraciones sobre los posibles factores determinantes de la evolución de la cartera de acciones y participaciones de las entidades de depósito en España. Para ello, describiremos, en primer lugar, el comportamiento de la cartera de renta variable de la banca privada y las cajas de ahorros españolas entre 1971 y 1992. La observación de este dilatado período de tiempo dará soporte a una conclusión

fundamental: la cartera de renta variable de las entidades de depósito ha evolucionado de forma claramente procíclica. En segundo lugar, realizaremos un análisis descriptivo, por tamaños y por naturaleza de las entidades, para el período 1987-1992, observando los cambios en la composición de la cartera, lo que nos permitirá señalar diferencias de comportamiento para bancos y cajas, y para las entidades de distinto tamaño. En tercer lugar, trataremos de explicar las diferencias de comportamiento evaluando el *trade-off* rentabilidad-riesgo de la cartera de renta variable en relación a inversiones alternativas. En cuarto lugar, aportaremos otros argumentos que nos ayuden a entender dicha evolución. Finalmente, resumiremos las conclusiones más importantes que se desprenden de esta investigación.

## II. CARTERA DE RENTA VARIABLE DE LAS ENTIDADES DE DEPOSITO ESPAÑOLAS Y CICLO ECONOMICO (1971-1992)

Entre 1971 y 1992, la cartera de renta variable de las entidades de depósito españolas en relación a sus activos totales evolucionó de forma claramente procíclica. Para la banca privada, según datos del Banco de España, el peso en términos de balance de las acciones y participaciones se situaba al principio del período en el 3,21 por 100, alcanzó un máximo en 1975 con un 4,09 por 100, y a partir de este año fue descendiendo hasta 1982, situándose en el 2,33 por 100. Entre este año y 1985 no se observó una tendencia clara, y a partir del último año señalado se inició una nueva fase de expansión de la cartera, hasta alcanzar el 4,37 por 100 en 1991. En 1992 se rompió la tendencia, y el peso de la cartera descendió hasta el 4,10 por 100. En las cajas de ahorros, por su parte, el peso de la cartera sobre el balance total se elevó desde el 3,76 por 100 en 1971 hasta el 4,20 por 100 en 1975, descendió hasta el 1,08 por 100 en 1985, y volvió a crecer hasta el 2 por 100 en 1992. El gráfico 1 recoge el detalle de esta evolución, y en él se puede obser-

**GRAFICO 1**  
**CICLO ECONOMICO Y EVOLUCION DE LA CARTERA**  
**DE RENTA VARIABLE EN LA BANCA PRIVADA**  
**Y LAS CAJAS DE AHORROS**  
**(Crecimiento del PIB y porcentaje sobre**  
**activos totales de la cartera)**



var, salvando las diferencias de intensidad en las oscilaciones y un cierto desfase temporal, el paralelismo entre ciclo económico y evolución de la cartera de renta variable de la banca y las cajas de ahorros (1). Esta conclusión, qué duda cabe, es importante para nuestro análisis; sin embargo, las profundas transformaciones que ha sufrido el sistema bancario español desde principios de los setenta, tanto en los aspectos de la regulación como en otros factores que determinan el marco competitivo en el que las entidades desarrollan su actividad, hacen de estos años un período bastante heterogéneo. En consecuencia, parece conveniente centrar el análisis en lo ocurrido a partir de nuestra incorporación a la Unión Europea, hecho que determinó la liberalización progresiva e irrenunciable de nuestro sistema bancario.

### III. DIMENSION, NATURALEZA DE LAS ENTIDADES Y COMPOSICION DE LA CARTERA DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES (1987-1992)

Entre 1987 y 1992, el peso de las acciones y participaciones sobre activos totales de la banca privada se elevó desde el 2,44 por 100 hasta el 3,42 por 100, lo que en términos de balance representa un crecimiento del 40,16 por 100. Para las cajas de ahorros, que partían de unas posiciones algo más reducidas, el peso de la cartera de renta variable se elevó desde el 1,22 por 100 al 1,92 por 100, con un crecimiento en términos de balance del 57,37 por 100.

Esta sensible expansión de la cartera de acciones y participaciones no ha sido, sin embargo, similar en todas las entidades, sino que ha sido protagonizada, sobre todo, por las de mayor tamaño. El cuadro núm. 1 recoge el peso de la cartera de acciones y participaciones de la banca privada, distinguiendo cinco grupos de bancos clasificados por tamaño; en el primer grupo se incluyen los seis grandes, y los grupos segundo a quinto recogen el resto de las entidades divididas en cuartiles.

El cuadro núm. 2 recoge la misma información para las cajas, con la salvedad de que en el primer grupo se incluyen las siete más grandes. En ambos cuadros podemos comprobar que desde 1987 son precisamente las entidades más grandes, tanto bancos como cajas, las que más han ampliado su posición en renta variable. En el caso de la banca privada, tendríamos que añadir un grupo de pequeñas entidades (grupos 4.º y 5.º), entre las que se encuentran un buen número de bancos de inversión que, dada la naturaleza de su negocio, también han expandido su cartera de acciones y participaciones de manera importante. En el resto de grupos, el crecimiento de la cartera ha sido escaso o negativo.

Los grandes bancos han aumentado el peso de la cartera sobre activos totales desde el 3,23 por 100 en 1987 hasta el 4,57 por 100 en 1992, lo que representa un crecimiento en términos de balance del

**CUADRO NUM. 1**  
**DIMENSION Y PESO DE LA CARTERA DE RENTA VARIABLE EN LA BANCA PRIVADA**  
**(1987-1992)**

	Primer grupo	Segundo grupo	Tercer grupo	Cuarto grupo	Quinto grupo	Total
1987 .....	3,23	1,55	1,12	0,46	0,34	2,44
1988 .....	4,61	1,80	1,46	1,31	1,30	3,42
1989 .....	4,43	1,51	1,18	0,92	3,25	3,16
1990 .....	4,43	1,37	0,57	3,34	4,09	3,18
1991 .....	4,91	1,34	1,16	2,83	1,88	3,45
1992 .....	4,57	1,29	1,26	5,45	1,05	3,42

Fuente: Consejo Superior Bancario (CSB). Elaboración propia.

**CUADRO NUM. 2**  
**DIMENSION Y PESO DE LA CARTERA DE RENTA VARIABLE EN LAS CAJAS DE AHORROS**  
**(1987-1992)**

	Primer grupo	Segundo grupo	Tercer grupo	Cuarto grupo	Quinto grupo	Total
1987 .....	1,33	1,34	0,94	0,95	0,81	1,22
1988 .....	2,17	1,34	0,97	0,97	0,82	1,63
1989 .....	2,56	1,32	1,08	0,92	0,87	1,83
1990 .....	2,51	1,08	0,90	0,79	0,85	1,79
1991 .....	2,54	1,32	0,82	0,92	0,70	1,85
1992 .....	2,70	1,24	0,85	0,94	0,87	1,92

Fuente: Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA). Elaboración propia.

**CUADRO NUM. 3**  
**DISTRIBUCION PORCENTUAL DE LA CARTERA DE RENTA VARIABLE**  
**DE LAS ENTIDADES DE DEPOSITO EN ESPAÑA**

	Banca privada				Cajas de Ahorros			
	Entidades de crédito	Empresas de seguros	Empresas no financieras	Resto del mundo	Entidades de crédito	Empresas de seguros	Empresas no financieras	Resto del mundo
1987 .....	26,90	3,29	54,15	15,66	11,10	4,91	80,10	3,85
1988 .....	29,65	4,60	52,01	13,75	7,80	8,08	80,36	3,77
1989 .....	27,66	4,56	53,13	14,66	6,43	6,96	81,68	4,95
1990 .....	23,26	2,59	56,78	17,37	7,20	7,03	81,18	4,62
1991 .....	31,51	2,57	48,38	17,54	10,28	5,44	78,76	5,52
1992 .....	30,31	2,78	46,39	20,52	12,26	4,80	79,02	3,92

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

41,48 por 100, mientras que, entre los mismos años, las grandes cajas han pasado del 1,33 por 100 al 2,70 por 100, con un incremento del 103 por 100.

Por otra parte, cabe destacar que en los últimos años se ha producido una importante alteración en la composición de la cartera de renta variable de la banca privada. El cuadro núm. 3 recoge la distribución porcentual de dicha cartera, distinguiendo entre títulos emitidos por las entidades de crédito, empresas de seguros, empresas no financieras y resto del mundo. Como se puede comprobar, en el caso de la banca privada se ha producido una pérdida de importancia relativa de las acciones y participaciones en empresas no financieras, en favor de las acciones y participaciones en entidades de crédito y títulos extranjeros, mientras que las cajas de ahorros mantienen unas proporciones similares a lo largo del tiempo.

Esto, no obstante, no nos debe hacer pensar que las acciones y participaciones en empresas no financieras han reducido su peso en el balance de la banca privada, puesto que, como refleja el cuadro núm. 4, todos los componentes de la cartera de renta variable han aumentado su importancia relativa sobre los activos totales, si bien, los títulos emitidos por entidades de crédito y por el resto del mundo lo han hecho en mayor proporción.

Por tanto, las características más importantes que se observan en la evolución reciente de la cartera de renta variable de las entidades de depósito españolas son las siguientes: en primer lugar, los grandes bancos y cajas han aumentado de manera significativa su posición en renta variable en todos sus componentes; en segundo lugar, las entidades medianas y pequeñas presentan un comportamiento más ambiguo, pero en conjunto también han ampliado ligeramente su cartera de acciones y participaciones; en tercer lugar, en el crecimiento de la cartera de la banca privada destacan, sobre todo, las participaciones en entidades de crédito y los títulos extranjeros, mientras que las participaciones en empresas no financieras se amplían en una cuantía mucho más modesta, o incluso se reducen en algunos años, como son los casos de 1987 y 1992. En cuarto y último lugar, en las cajas no se observa una alteración importante de la composición de la cartera.

Los comportamientos divergentes que acabamos de señalar para grandes y pequeñas entidades, y para bancos y cajas, no resultan fáciles de explicar. La teoría de la empresa bancaria proporciona algunos fundamentos que nos pueden ayudar a interpretar estos hechos, pero será necesario considerar algunos aspectos específicos de la evolución de la economía y del sistema financiero español en el período 1987-1992 para tener una visión más ajustada de la realidad.

**CUADRO NUM. 4**  
**DISTRIBUCION DE LA CARTERA DE VALORES SOBRE ACTIVOS TOTALES**  
**DE LA BANCA Y LAS CAJAS DE AHORROS**

	Banca privada				Cajas de Ahorros			
	Entidades de crédito	Empresas de seguros	Empresas no financieras	Resto del mundo	Entidades de crédito	Empresas de seguros	Empresas no financieras	Resto del mundo
1987 .....	0,66	0,08	1,33	0,39	0,15	0,07	1,09	0,05
1988 .....	0,96	0,15	1,68	0,44	0,13	0,13	1,34	0,06
1989 .....	0,91	0,15	1,74	0,48	0,12	0,13	1,50	0,09
1990 .....	0,78	0,09	1,92	0,59	0,14	0,13	1,55	0,09
1991 .....	1,38	0,11	2,11	0,77	0,20	0,10	1,51	0,11
1992 .....	1,24	0,11	1,90	0,88	0,24	0,10	1,58	0,08

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

#### IV. EVOLUCION DE LA CARTERA Y TRADE-OFF RENTABILIDAD NOMINAL-RIESGO

El primer factor que podría ayudarnos a comprender la evolución de la cartera de acciones y participaciones de las entidades de depósito españolas en el período 1987-1992 es la evaluación en términos de rentabilidad-riesgo de estos activos frente a las inversiones alternativas. La idea central del *trade-off* rentabilidad-riesgo consiste en que para alcanzar una mayor tasa de beneficio, *ceteris paribus*, la entidad debe estar dispuesta a asumir más riesgo (2), lo que a su vez implica una racionalidad económica consistente en que los activos seleccionados deben aportar, para un determinado nivel de riesgo, una rentabilidad igual o mayor que los activos no seleccionados, o bien que, para un cierto nivel de rendimientos, las inversiones elegidas deben tener un grado de riesgo igual o menor a las no elegidas. Puesto que la modalidad más importante de inversión en las entidades bancarias es la inversión crediticia, en esta sección realizaremos una comparación entre ambas partidas, para comprobar si dicho factor contribuye a explicar la expansión de la cartera de renta variable a lo largo de este período.

Los cuadros núms. 5 y 6 recogen, para la banca privada y las cajas de ahorros, respectivamente, los índices medios de rentabilidad de la inversión crediticia y de la cartera de renta variable en los cinco grupos de entidades clasificadas según tamaño, tal y como se hizo en la sección anterior. La rentabilidad de la cartera de renta variable sólo contempla los productos financieros de las acciones y participaciones, y no refleja, por tanto, las ganancias o pérdidas de capital derivadas del riesgo de posición.

Si se observa el rendimiento medio de la inversión crediticia y de la cartera de renta variable en el período 1987-1991 para bancos y cajas y para grandes entidades frente a pequeñas y medianas, podemos comprobar que, con la excepción del grupo de bancos más pequeños, la rentabilidad nominal de la inversión crediticia es superior a la de acciones y participaciones. Por otra parte, el riesgo de la inversión en renta variable, medido como la varianza de la rentabilidad a lo largo de la etapa (3), resulta muy superior al de la inversión crediticia, sobre todo en el caso de la banca privada. En consecuencia, la evaluación del *trade-off* rentabilidad-riesgo en términos nominales para la inversión crediticia y la cartera de renta variable de las entidades de depósito españolas no parece explicar el crecimiento de la posición en acciones y participaciones entre los

**CUADRO NUM. 5**  
**RENTABILIDAD Y RIESGO DE LA INVERSION CREDITICIA (IC) Y DE LA CARTERA DE RENTA VARIABLE (RV) DE LA BANCA PRIVADA (DISTRIBUCION POR TAMAÑOS)**

	Grupo 1		Grupo 2		Grupo 3		Grupo 4		Grupo 5	
	IC	RV								
1987 .....	13,32	8,00	14,20	7,53	13,82	3,83	13,55	13,35	14,02	7,29
1988 .....	13,13	4,58	13,67	5,62	12,69	3,20	13,72	8,67	15,46	31,87
1989 .....	14,38	7,40	14,18	5,92	14,72	6,22	15,04	4,27	15,62	8,68
1990 .....	15,92	11,36	15,81	2,53	15,10	3,61	15,63	4,34	17,43	12,04
1991 .....	14,57	8,04	15,41	6,58	14,54	7,93	12,41	4,67	13,36	20,53
Media .....	14,26	7,87	14,65	5,63	14,17	4,96	14,07	7,06	15,18	16,08
Varianza .....	1,005	4,654	0,661	2,841	0,723	3,321	1,305	12,61	1,998	83,49

Fuente: CSB. Elaboración propia.

**CUADRO NUM. 6**  
**RENTABILIDAD Y RIESGO DE LA INVERSION CREDITICIA (IC) Y DE LA CARTERA DE RENTA VARIABLE (RV) DE LAS CAJAS DE AHORROS (DISTRIBUCION POR TAMAÑOS)**

	Grupo 1		Grupo 2		Grupo 3		Grupo 4		Grupo 5	
	IC	RV								
1987 .....	12,54	5,43	12,82	6,31	12,67	4,38	12,55	5,66	12,97	3,36
1988 .....	12,16	5,05	12,43	6,37	12,55	5,24	12,80	5,25	12,49	3,44
1989 .....	12,90	4,41	13,21	5,94	13,34	4,81	13,34	4,82	13,40	3,46
1990 .....	13,36	5,85	11,17	3,07	13,66	6,17	13,95	6,08	14,32	5,11
1991 .....	13,24	5,14	13,42	3,70	13,79	4,23	13,89	7,46	14,10	5,01
Media .....	12,88	5,14	12,68	5,19	13,16	4,99	13,24	5,47	13,41	4,13
Varianza .....	0,173	0,193	0,551	1,704	0,221	0,409	0,285	1,402	0,402	0,556

Fuente: CECA. Elaboración propia.

años 1987 y 1992, por lo que tendremos que analizar la posible incidencia de otros factores determinantes.

## V. CRECIMIENTO, LIBERALIZACION Y EVOLUCION DE LA CARTERA

En la segunda mitad de la década de los ochenta la evolución de la cartera de renta variable de las entidades de depósito españolas pudo estar condicionada entre otras causas, por dos factores de extraordinaria relevancia. En primer lugar, el inicio de una fase de fuerte expansión económica, que disparó las *ratios* de rentabilidad de las empresas y las cotizaciones de los índices bursátiles, haciendo mucho más atractiva la inversión en renta variable. En segundo lugar, la incorporación de España a la Comunidad Europea, que impulsó la liberalización de nuestro sistema bancario en materia de establecimiento de entidades extranjeras, eliminación de coeficientes de inversión obligatoria y supresión de otro tipo de restricciones operativas. La confluencia de estos y otros factores propició el diseño de nuevas estrategias de mercado entre las entidades, que acabaron modificando de manera importante sus líneas de negocio tradicional. En esta sección analizaremos las posibles repercusiones del ciclo económico-bursátil, de la liberalización del sector bancario y del endurecimiento paralelo de las exigencias de recursos propios en la cartera de renta variable de las entidades de depósito. Asimismo, consideraremos otros factores que han podido incidir de forma diferente en la banca privada y en las cajas de ahorros.

### 1. Cartera de renta variable y ciclo bursátil

Como pudimos comprobar en la sección anterior, la rentabilidad nominal de la cartera de acciones y participaciones no justifica el interés que las entida-

des de depósito españolas han mantenido en los últimos años por este tipo de inversión. Sin embargo, si a los productos financieros de la cartera añadimos las plusvalías o minusvalías asociadas al riesgo de posición, la inversión en renta variable resulta mucho más lucrativa (4).

Los resultados asociados a las diferencias de cotización de las acciones y participaciones no aparecen separados de los de títulos de renta fija en la cuenta de explotación de una entidad, por lo que no podemos estimar con precisión la rentabilidad total (rentabilidad nominal  $\pm$  diferencias de cotización) de la cartera de renta variable. No obstante, podemos hacer una aproximación a la misma, observando la distribución por sectores de la cartera de acciones y participaciones de las entidades y la evolución de los índices sectoriales de la bolsa.

El cuadro núm. 7 recoge la distribución sectorial de las participaciones industriales de seis grandes bancos y cinco grandes cajas de ahorros en las que

**CUADRO NUM. 7**  
**DISTRIBUCION SECTORIAL**  
**DE LAS PARTICIPACIONES INDUSTRIALES**  
**DE LOS GRANDES BANCOS**  
**Y CAJAS DE AHORROS EN ESPAÑA**  
**(1992)**

	Bancos	Cajas
Agua, gas y electricidad .....	17,99	10,48
Agricultura y alimentación .....	7,24	0,25
Comercio .....	6,62	0,04
Autopistas y construcción .....	22,93	3,47
Inmobiliarias .....	14,14	51,18
Mineras .....	1,84	0,00
Siderúrgicas y transformados metálicos .....	3,96	0,74
Químicas .....	17,77	7,92
Transportes y comunicaciones ....	1,34	1,56
Otros .....	6,17	24,35
Total .....	100,00	100,00

Fuente: Elaboración propia.

**CUADRO NUM. 8**  
**INDICE GENERAL E INDICES SECTORIALES DE COTIZACION**  
**EN LA BOLSA DE MADRID**

	General	Eléctricas	Construcción	Química y textil	Alimentación	Sidero-metalúrgica	Inversión mobiliaria	Comunicaciones
1985 .....	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1987 .....	249,96	124,81	485,49	317,54	278,74	408,28	289,64	146,21
1989 .....	301,10	163,80	719,77	274,91	284,35	316,73	467,49	156,12
1990 .....	258,81	171,52	668,65	218,75	240,52	210,47	436,86	138,96
1991 .....	265,64	198,84	574,01	231,43	256,77	166,62	370,38	174,11
1992 .....	214,25	215,51	288,16	217,60	151,41	114,29	163,05	189,48
Incremento medio anual acumulativo .....	13,54	13,65	19,29	13,84	7,16	2,25	8,49	11,24

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

el peso de la cartera industrial sobre el activo total es significativo (5). Como puede comprobarse, en 1992 la banca privada mantenía el grueso de sus inversiones en renta variable en los sectores de agua, gas y electricidad, autopistas y construcción, inmobiliarias y químicas. Por su parte, las cajas de ahorros también tenían un peso significativo en los sectores de agua, gas y electricidad y químico, si bien, sus inversiones se materializaban, sobre todo, en el sector inmobiliario.

El cuadro núm. 8 recoge la evolución del índice general de cotización de la Bolsa de Madrid y de siete índices sectoriales para el período 1985-1992. La elevada dispersión de las variaciones anuales de los índices evidencia el alto grado de riesgo de los rendimientos asociados a las diferencias de cotización. Sin embargo, el incremento medio anual acumulativo de las cotizaciones sectoriales es positivo en todos los casos, con un rango de variación situado entre el 2,25 por 100 para el sector siderometalúrgico y el 19,29 por 100 para el sector de la construcción. Los sectores cuyas cotizaciones han crecido más que el índice general son el eléctrico (13,65 por 100 anual acumulativo), construcción (19,29 por 100) y químico (13,84 por 100), que son precisamente aquellos en los que la banca privada, y en menor medida las cajas de ahorros, tienen concentradas sus inversiones. Por tanto, si a la rentabilidad nominal de la cartera de renta variable le sumamos la asociada a las diferencias de cotización, las acciones y participaciones industriales se convierten en una de las inversiones de mayor rentabilidad para las entidades de depósito.

En consecuencia, salvando las limitaciones del método utilizado para estimar la rentabilidad total de la cartera de renta variable, parece existir cierta evidencia de que el interés que las entidades de depósito han mantenido por la inversión en acciones y participaciones industriales a lo largo del período señalado ha estado determinado, en gran parte, por la revalorización de las cotizaciones bursátiles hasta 1991.

## 2. Liberalización, regulación de la solvencia y cartera de renta variable

El fuerte incremento de la competencia que se ha producido entre las entidades bancarias como consecuencia de la intensa liberalización llevada a cabo tras la incorporación de España a la Comunidad Europea, las ha obligado a diseñar nuevas estrategias que las sitúen en una posición de mercado más sólida (6). Las grandes entidades, por una parte, podrían haber buscado nuevas oportunidades de negocio para compensar la reducción de márgenes que deriva de la desregulación, favoreciendo su vocación universal y su presencia en el sector real de la economía. Por el contrario, un buen número de pequeñas y medianas entidades, con unos recursos insuficientes para desarrollar una estrategia de negocio universal, habrían encontrado en la especialización, ya sea de mercado o de producto, la forma de mantener ciertas ventajas competitivas (7). Esta especialización podría haberse traducido, con algunas excepciones como la señalada para algunos bancos de inversión, en un estancamiento de aquellas parcelas de negocio que presentan un mayor nivel de riesgo, como sucede con la inversión en renta variable. En consecuencia, las diferentes estrategias de mercado que las grandes entidades, por una parte, y las pequeñas y medianas, por otra, han seguido para hacer frente al crecimiento de la competencia que deriva de la liberalización del negocio bancario, podrían ser un factor relevante que explicara la evolución divergente de la posición en renta variable de unas y otras (8).

Otro factor importante que ha afectado de manera simétrica a bancos y cajas, pero que al menos hasta 1992 no ha incidido en las posiciones en renta variable de la forma que cabría esperar, es el refuerzo de las exigencias de recursos propios que se ha producido en España desde 1985. El endurecimiento de la regulación sobre recursos propios se ha producido de forma paralela a la liberalización del negocio bancario, y se justifica por el hecho de que los mayores grados de libertad e integración de

los mercados conllevan un aumento importante del grado de riesgo de la actividad financiera. Una parte de la teoría de la empresa bancaria analiza las respuestas de la banca ante cambios en la regulación de la solvencia, y predice que cuando los requerimientos de fondos propios se hacen más estrictos y se penalizan las inversiones con más alto grado de riesgo, las entidades tenderán a deshacerse de los activos con un resultado más incierto (9).

Traducido al caso español, la penalización que el coeficiente selectivo de recursos propios de 1985 introdujo para las inversiones en acciones y participaciones, tendría que haber llevado a una reducción de estas posiciones. Sin embargo, como hemos comprobado, el impacto de esta norma sobre la cartera de renta variable de nuestras entidades fue inapreciable, puesto que, al menos hasta 1991, el peso sobre el balance total fue en aumento.

### 3. Naturaleza de las entidades, factores específicos y cartera de renta variable

En el particular comportamiento de las cajas de ahorros encontramos dos hechos adicionales que podrían haber influido de manera específica en sus decisiones de cartera. En primer lugar, hasta mediados de la década de los ochenta las cajas habían desarrollado un negocio fundamentalmente minorista, con fuerte presencia en el mercado hipotecario y escasa implantación en las grandes empresas; a partir de la liberalización, las entidades de ahorro más grandes necesitaban introducirse en el negocio al por mayor para colocar los importantes volúmenes de recursos de los que disponían, por lo que parecía necesario que penetrasen en el capital de empresas no financieras con objeto de conocer desde dentro el sistema productivo y evaluar con un mayor nivel de confianza el grado de riesgo de las nuevas actividades. Por tanto, la hipótesis sobre «asimetrías en la información económico-financiera de las empresas» existente entre prestamistas y prestatarios, que las entidades bancarias pretenderían reducir, podría justificar, en parte, el mayor interés que las grandes cajas han manifestado por la renta variable en comparación con los grandes bancos, ya que éstos han mantenido históricamente una presencia importante en el capital de empresas no financieras (10). En segundo lugar, la Ley de Organos Rectores de las Cajas de Ahorros (LORCA), de 1985, que llevó a los órganos de gobierno de estas entidades una importante delegación de representantes de los municipios en los que mantienen oficinas, propició una mayor implicación de éstas en las empresas de carácter regional y local, pues dichos representantes veían en las cajas un eficaz instrumento de potenciación del desarrollo regional (11).

En el caso de la banca, aparecen otros dos factores específicos que podrían haber influido de manera importante en su posición en renta variable. En

primer lugar, la crisis industrial de la segunda mitad de los setenta y primeros ochenta tuvo un fuerte impacto en sus cuentas de resultados, arrastrando a un buen número de bancos de pequeña y mediana dimensión, por lo que, en la etapa de expansión, la banca privada habría sido mucho más cautelosa en la selección de sus inversiones accionarias y bastante más sensible ante cambios en la coyuntura económico-bursátil (12). En segundo lugar, la formación de grupos financieros en torno a los grandes bancos, y la internacionalización de la banca española, procesos ambos que se aceleran en la segunda mitad de los ochenta, podría explicar el mayor crecimiento de las acciones y participaciones en instituciones financieras y de los valores extranjeros frente a las acciones y participaciones en entidades no financieras (13).

En consecuencia, estas circunstancias particulares que han rodeado la evolución reciente de bancos y cajas, podrían explicar, en parte, el crecimiento más intenso de la posición en renta variable en las entidades de ahorro, y las alteraciones en la composición de la cartera que se han producido en el caso de la banca privada.

## VI. CONCLUSIONES

En este trabajo hemos realizado algunas consideraciones sobre la evolución reciente de la cartera de acciones y participaciones de las entidades de depósito en España. Las conclusiones provisionales más importantes que del mismo se desprenden son las siguientes:

1. Entre 1971 y 1992, el interés de la banca y las cajas de ahorros por la inversión en renta variable ha evolucionado de forma claramente procíclica; en consonancia con este comportamiento, entre 1987 y 1992 el peso de la cartera de acciones y participaciones en el balance total de las entidades ha sido creciente.

2. El *trade-off* rentabilidad nominal-riesgo de la cartera de renta variable frente a inversiones alternativas no parece explicar el interés de las entidades por esta forma de inversión. No obstante, si a la rentabilidad nominal de los títulos se le añaden las plusvalías/minusvalías, efectivas o latentes, obtenidas por la evolución de las cotizaciones bursátiles, la inversión en renta variable se torna en una de las más atractivas desde el punto de vista de la rentabilidad.

3. Al analizar la evolución de la cartera en esta última etapa atendiendo a la naturaleza y dimensión de las entidades, se observan algunas diferencias de comportamiento, que podrían venir explicadas, sobre todo, por las desiguales estrategias seguidas por las entidades para hacer frente a la mayor competencia que deriva de la liberalización del negocio bancario.

4. Las grandes entidades podrían haber potenciado su vocación universal, teniendo una mayor presencia en los mercados de capitales. Las entidades de menor tamaño habrían encontrado en la especialización sus ventajas competitivas, por lo que la mayoría se habrían alejado de un tipo de negocio que comporta un alto grado de riesgo.

5. Las cajas de ahorros, con escasa tradición en esta forma de hacer banca, han sido, en términos relativos, más activas que la banca privada en las tomas de posición en el capital de empresas no financieras. La necesidad de adquirir información desde dentro sobre los sectores reales de la economía, junto con la influencia de la LORCA en el desarrollo regional, podría justificar su mayor protagonismo.

6. La banca privada, por su parte, ha mostrado un interés especial por los títulos emitidos por instituciones financieras y por el resto del mundo. La crisis industrial de finales de los setenta, la formación de grandes grupos financieros y el proceso de internacionalización de la banca podrían estar detrás de este comportamiento.

7. El endurecimiento de las normas de solvencia a partir de 1985, no parece haber afectado, al menos hasta 1992, de manera negativa en el interés que las entidades de depósito han manifestado por un tipo de inversión que se encuentra penalizado por las mayores exigencias de recursos propios, aunque no es descartable, como indica la teoría bancaria, que en un futuro próximo desanime la adquisición de títulos de renta variable.

## NOTAS

(\*) Los autores agradecen el apoyo financiero prestado por la Fundación FIES para la realización de un trabajo sobre las participaciones accionarias de las entidades de depósito españolas en el período 1962-1992. En este artículo se recogen algunas de sus ideas y conclusiones más importantes.

(1) La serie temporal de variaciones del PIB se ha suavizado con la estimación de las medias móviles de cinco años.

(2) La ley de utilidad marginal decreciente del dinero indica este mismo resultado.

(3) La utilización de medidas de dispersión como indicadores del grado de riesgo de una inversión es frecuentemente utilizada en la literatura financiera. Véase, por ejemplo, SINKEY (1989, página 393).

(4) TORRERO (1991, págs. 28 y sigs.) realiza una primera evaluación del *trade-off* rentabilidad-riesgo de la cartera de renta variable frente a la inversión crediticia en el sistema bancario español para el período 1971-1990. Para estimar la rentabilidad de la cartera de acciones y participaciones considera exclusivamente las variaciones del índice general de la Bolsa de Madrid.

(5) Los seis grandes bancos son el BCH, BBV, Argentaria, Santander, Banesto y Popular; las cinco cajas son Cajamadrid, Bancaja, Ibercaja, Kutxa y Unicaja. Es necesario advertir que la estimación de los porcentajes se ha realizado a partir de las memorias anuales de las propias entidades, que no presentan los datos de forma completamente homogénea, por lo que los porcentajes de distribución sectorial sólo pueden ser considerados como una aproximación a la composición real de la cartera.

(6) Véase BLANCH y otros (1990).

(7) Véase CHULIÁ (1990).

(8) Véase la influencia de la liberalización en los posicionamientos estratégicos de las entidades en CANALS (1990).

(9) Véase el modelo teórico desarrollado por MINGO y WOLKOWITZ (1977).

(10) Esta hipótesis ha sido formulada, entre otros, y para el caso de los bancos universales, por STEINHERR y GILBERT (1989).

(11) Para el caso de Andalucía, véase MARTÍN (1990).

(12) Véase la incidencia de las relaciones banca-industria en la crisis bancaria española en CUERVO (1988, págs. 49 y sigs.).

(13) Un amplio análisis del proceso de internacionalización de la banca en España se encuentra en BERGÉS y otros (1990). Véase también GUAL y VIVES (1991), *ensayo III*.

## REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

BERGÉS, A., y otros (1990), *Internacionalización de la banca: el caso español*, Espasa-Calpe, Madrid.

BLANCH, J.; GARRIDO, A., y SANROMÁ, E. (1990), «Las relaciones banca-industria y su incidencia sobre la eficiencia bancaria», *Economía Industrial*, marzo-abril, págs. 85-94.

CANALS, J. (1990), *Estrategias del sector bancario en Europa*, Ariel, Barcelona.

CHULIÁ, C. (1990), «Las participaciones del sistema bancario en las empresas no financieras», *Papeles de Economía Española*, núm. 44, págs. 73-86.

CUERVO, A. (1988), *La crisis bancaria en España*, Ariel, Barcelona.

GUAL, J., y VIVES, X. (1991), *Ensayos sobre el sector bancario español*, FEDEA.

MARTÍN, M. (1990), «Las cajas de ahorros y la financiación de la economía andaluza», *Revista de Estudios Regionales*, número 28, septiembre-diciembre, págs. 69-100.

MINGO, J. J., y WOLKOWITZ, B. (1977), «The Effects of Regulation on Bank Balance Sheet Decisions», *Journal of Finance*, número 32, diciembre, págs. 160-161.

SINKEY, J. F., Jr. (1989), *Commercial Bank Financial Management in the Financial Services Industry*, MacMillan, New York.

STEINHERR, A., y GILBERT, P. L. (1989), «The impact of financial market integration on the European banking industry», Centre for European Policy Studies (CEPS), *Research Report*, número 1, Bruselas.

TORRERO, A. (director) (1991), *Relaciones banca-industria. La experiencia española*, Biblioteca de Economía, Espasa-Calpe, Madrid.