

LAS PARTICIPACIONES EMPRESARIALES DE LA BANCA Y LAS CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS, 1992-1998

Francisco Javier SÁEZ FERNÁNDEZ
Manuel MARTÍN RODRÍGUEZ

I. INTRODUCCIÓN

EN los últimos años, la literatura especializada ha venido prestando una atención creciente al estudio de las relaciones banca industria. Este interés se ha orientado, fundamentalmente, en una doble vertiente: por un parte, en el análisis que dichas relaciones pueden tener en el desarrollo económico de un país (enfoque macroeconómico), y por otra, en sus efectos sobre la estructura económica y financiera de las entidades (enfoque microeconómico).

El presente trabajo se encuadra en esta segunda orientación, analizando la evolución de las participaciones empresariales de la banca y las cajas de ahorros españolas a lo largo del período 1992-1998, con el apoyo de las principales hipótesis teóricas que explican las decisiones de balance de las entidades bancarias. El estudio se realiza a partir de los balances y cuentas de resultados públicos e individuales de las entidades, agrupándolas en cinco categorías en función del tamaño. En el segundo apartado, se revisa la literatura teórica y empírica más destacada en el campo de las relaciones banca industria. En el tercero, se analizan los cambios que se han producido en el contexto económico y financiero internacional a lo largo del período y las respuestas estratégicas que las entidades financieras han desarrollado frente a ellos, con especial atención a sus

decisiones sobre la cartera de participaciones empresariales. En el cuarto, se analiza la evolución de la cartera de participaciones de las entidades de depósito españolas a lo largo de estos años, en función de la naturaleza jurídica y del tamaño de las entidades. En el quinto, se explica esta evolución, con base en un estudio de rentabilidad y riesgo de inversiones alternativas. Y en el sexto se analiza la distribución sectorial de las participaciones empresariales de los grandes bancos y cajas de ahorros españolas. Al final de trabajo, se resumen las principales conclusiones del estudio.

La muestra de cajas incluye a todas las entidades del sector, mientras que la de bancos se ha depurado con objeto de eliminar aquellas entidades que por su situación específica o por el carácter atípico de su negocio pudieran distorsionar los resultados de la investigación. No obstante, después de utilizar distintos criterios de depuración (eliminación de bancos extranjeros, supresión de antiguos bancos públicos, etcétera), finalmente sólo se ha prescindido de aquellas entidades cuyos activos totales eran inferiores a 1.500 millones de pesetas y que no presentaban actividad alguna. La depuración de la muestra no generaba mejores resultados y, por el contrario, restaba representatividad a la pluralidad bancaria española. En cualquier caso, y como consecuencia de esa diversidad, los resultados

de los bancos son menos robustos que los de las cajas.

Para el análisis por categorías de tamaño se han ordenado los bancos y las cajas por separado en función de los activos totales, y se han agrupado del siguiente modo: el primer grupo incluye las seis entidades de mayor dimensión; el resto de entidades a partir de la séptima se ha dividido en cuartiles, correspondiendo a cada cuartil un grupo. Se han obtenido, en consecuencia, cinco grupos de tamaño para cada tipo de entidad.

II. LA LITERATURA TEÓRICA Y EMPÍRICA SOBRE LAS RELACIONES BANCA INDUSTRIA

Como se ha dicho anteriormente, la literatura económica y financiera ha analizado las relaciones banca industria desde dos ángulos diferentes: con un enfoque macroeconómico, que centra su atención en la búsqueda de los nexos que pudieran existir entre las características estructurales de los mercados financieros y el crecimiento económico, y desde una perspectiva microeconómica o de la empresa bancaria, que pone el acento en las causas que explican la forma e intensidad que adquieren dichas relaciones y en los efectos que pueden producir en las entidades.

Desde la perspectiva macroeconómica, Cameron (1972 y 1992) ha analizado la relación existente entre industrialización y sistema financiero en diferentes países y etapas de desarrollo económico, sin llegar a un resultado absolutamente concluyente. Así, aunque en algunos países como Inglaterra, Alemania o Rusia las instituciones financieras desempeñaron un pa-

pel esencial en el desarrollo económico, en otros como Italia o España la implicación directa de la banca en la promoción de actividades industriales fue una condición necesaria, pero no suficiente, para impulsar el crecimiento.

En una línea similar, las investigaciones de Tortella (1972 y 1974) y Torrero (1989), han destacado el papel que la banca ha desempeñado en el desarrollo económico español; el primero de ellos desde mediados del siglo XIX y el segundo durante el franquismo, y en ambos casos en cooperación con el Estado.

Con un enfoque fundamentalmente estadístico, los trabajos de Goldsmith (1969), McKinnon (1973) y Shaw (1973) han proporcionado abundante evidencia sobre la relación existente entre crecimiento económico y desarrollo del sistema financiero, si bien, estos trabajos adolecen del necesario soporte teórico.

Desde una perspectiva fundamentalmente teórica, Pagano (1993) ha desarrollado un modelo general que vincula positivamente el crecimiento económico y el desarrollo del sistema financiero, concluyendo que éste puede afectar a la tasa de crecimiento por diferentes vías: a través de los costes de intermediación, por sus efectos sobre la tasa de ahorro y sobre la fracción de ahorro canalizada hacia la inversión y por el impacto sobre la productividad marginal del capital.

Más recientemente, Jayaratne y Strahan (1996), apoyándose en trabajos teóricos como el de Pagano (1993), proporcionan evidencia sobre cómo los mercados financieros pueden afectar al crecimiento económico a partir de la experiencia liberalizadora de Estados Unidos en materia de expansión de la red de sucursa-

les, y encuentran que el principal mecanismo de transmisión de los impulsos financieros es el incremento del volumen y calidad de los préstamos bancarios que se produce a partir de la liberalización.

Desde la perspectiva de la empresa bancaria, los resultados teóricos y empíricos han sido bastante más precisos y concluyentes. Las razones que explican la existencia de intermediarios financieros, el mecanismo y los criterios de asignación de créditos y otros productos y servicios bancarios, la estructura óptima del balance, o el diseño de un marco regulador adecuado, son campos en los que la literatura ha producido avances muy significativos. Los trabajos de Santomero (1984) y de Bhattacharya y Thakor (1993) proporcionan una excelente revisión de la literatura en este campo.

La teoría bancaria aporta diferentes argumentos que pueden explicar el interés de los intermediarios financieros por las participaciones empresariales. La hipótesis básica es que, como para cualquier otro activo, las entidades evalúan la rentabilidad y el riesgo de las participaciones empresariales e invierten en ellas hasta el punto en que, para un determinado nivel de riesgo, la rentabilidad marginal de las participaciones iguala a la de activos financieros alternativos. Se trata, en definitiva, de un típico problema de selección de cartera que los intermediarios tratarán de resolver considerando toda la gama de activos rentables entre sus alternativas de inversión.

Uno de los argumentos que más se utilizan para explicar el interés de la banca por las participaciones empresariales es el de la información asimétrica. Las imperfecciones de los mercados financieros, hacen que la canti-

dad y calidad de información sobre los niveles de rentabilidad y riesgo de diferentes proyectos de inversión sean muy distintas para prestamistas y prestatarios, por lo que, para el prestamista, la participación en el capital de empresas no financieras y el control corporativo de éstas puede convertirse en un instrumento altamente eficaz de reducción de tales asimetrías (1).

Mayer (1990) considera esta posibilidad como una ventaja de los sistemas financieros basados en intermediarios frente a los basados en mercados de capitales. Al analizar los casos de ocho países desarrollados, este autor observa un conjunto de «hechos estilizados», representativos de un alto nivel de eficacia en la financiación empresarial, y concluye que la existencia de información asimétrica y la posibilidad que tiene la banca de tomar participación en el capital de empresas no financieras hacen que los sistemas basados en intermediarios expliquen mejor esos «hechos» y que en los mismos se alcancen mayores niveles de desarrollo.

Otro importante argumento es el de la existencia de economías de gama o alcance en el negocio bancario. Esta literatura es muy poco concluyente y no existe suficiente evidencia de que dichas economías se presenten de forma sistemática. Sin embargo, el estudio de Tachibanaki, Mitsui y Kitagawa (1990) muestra que las economías de gama parecen ser más importantes conforme aumenta el peso de las participaciones empresariales en el balance de las entidades.

En España, los trabajos que se han ocupado de las relaciones banca industria desde esta perspectiva tienen un carácter marcadamente empírico. En esta línea, y por citar sólo algunos de los

ejemplos más recientes, destacan: el de Sáez, Martín y Carbó (1994), en el que se analiza la incidencia del ciclo económico y bursátil sobre la cartera de participaciones empresariales de bancos y cajas de ahorros, y se introducen variables como la dimensión, el riesgo y la rentabilidad como factores explicativos adicionales; el de Martín, Carbó y Sáez (1995), en el que se estudian los determinantes económicos, financieros e institucionales que explican la evolución de la cartera de acciones y participaciones de bancos y cajas de ahorros a lo largo del período 1962-1992; el de Cals (1998), en el que se analizan las razones que explican el activo papel que en los últimos años han desempeñado las cajas de ahorros en los mercados de renta variable y en la toma de participaciones empresariales; y el de Sanchis, Puig y Soriano (1998), en el que se describe la distribución sectorial de la cartera de participaciones de los principales bancos y cajas de ahorros españoles en el período 1990-1997 (2).

III. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA, DESARROLLO TECNOLÓGICO Y CARTERA DE PARTICIPACIONES

La intensificación del proceso de globalización económica que se ha producido en la década de los noventa ha tenido su máxima expresión en el ámbito financiero. Las reformas institucionales impulsadas por gobiernos y organismos internacionales, y el desarrollo de nuevas tecnologías de la información y la comunicación, han favorecido la integración de los mercados financieros nacionales, aumentando la com-

petencia por la captación de fondos en el ámbito internacional.

En la Unión Europea, este proceso se ha acrecentado con el avance hacia la unión económica y monetaria, habiéndose alcanzado unos niveles de integración bancaria y financiera muy similares a los de una economía nacional.

El fuerte aumento de la competencia ha producido una importante reducción de los márgenes de intermediación bancarios, que en algunos países, como España, han llegado a superar el 30 por 100 en términos de activos totales (3).

Por otra parte, el impulso a las políticas de estabilidad en el proceso de avance hacia la moneda única ha provocado una importante reducción de los tipos de interés nominales y reales, particularmente en la segunda mitad de los noventa, y de forma más acusada en aquellos países que partían de unos niveles de divergencia nominal más acentuados. La caída de los tipos de interés se ha traducido en una importante reducción de la rentabilidad de los productos bancarios tradicionales (créditos en sus diversas modalidades), y ello, unido al estrechamiento de márgenes y al avance en el proceso de titulación financiera, también consecuencia de la presión competitiva, ha llevado a las entidades bancarias a desarrollar nuevas líneas de negocio, con el objetivo último de mantener sus indicadores de rentabilidad. Y entre estas nuevas líneas, la inversión bursátil ha surgido como una opción atractiva.

Por otra parte, la presión competitiva derivada de la globalización económica y las políticas de saneamiento de las finanzas públicas que se han desarrollado han forzado la privatización de

empresas públicas, normalmente mediante el procedimiento de «ofertas públicas de venta», por lo que los mercados de capitales han desempeñado un papel muy activo en este proceso. En España, la política de privatizaciones ha alcanzado una escala muy elevada, afectando a lo que en su día fueron importantes iniciativas públicas. El tamaño de algunas de estas empresas, su carácter estratégico, las oportunidades de negocio que representaban o el valor simbólico que incorporaban, han aconsejado la constitución de núcleos estables de accionistas que aseguren el éxito de la operación privatizadora. Y en estos núcleos de accionistas los grandes bancos y cajas de ahorros españoles han tenido una presencia muy activa.

Por último, debe destacarse que el progresivo desarrollo de las tecnologías de la información y las telecomunicaciones ha necesitado importantes sumas de recursos financieros que, en muchos casos, han sido aportados por las entidades bancarias en forma de participaciones en el capital de las empresas, dadas las extraordinarias expectativas de revalorización que existían.

En el caso español, todo ello se ha traducido en un extraordinario crecimiento de los valores en circulación, particularmente de obligaciones y títulos de renta variable (las primeras han pasado de representar el 26,7 por 100 del PIB en 1992 al 64,6 por 100 en 1998, y las segundas del 52,3 por 100 al 132,0 por 100 del PIB entre esos mismos años), y en una presencia mucho más activa de las entidades de depósito en los mercados de capitales (sus carteras de acciones y de acciones de empresas no financieras han crecido, respectivamente, un 120,83 y un 112,96 por 100 a lo largo del período), aunque esta

mayor actividad no se ha visto reflejada, sin embargo, en un aumento de la importancia de la cartera de acciones y participaciones de dichas entidades en relación con el volumen de títulos en circulación, debido al fuerte crecimiento de estos últimos, que ha sido del 212,05 para el caso de las acciones y del 163,42 por 100 para las acciones de empresas no financieras (cuadro n.º 1).

Por otra parte, hay que destacar que, aunque la tendencia en el comportamiento de bancos y cajas ha sido similar, se observa que éstas han sido bastante más

activas que aquéllos en los mercados de acciones y participaciones.

Con algunos matices, estas mismas tendencias se pueden observar en casi todos los países que se recogen en el cuadro número 2 a lo largo del período 1992-1997. Salvo en Italia y Estados Unidos, en el resto de casos se ha producido un incremento notable del peso de la cartera de valores en el balance total de las entidades bancarias y un aumento muy considerable de la cartera de acciones y participaciones (4).

IV. NATURALEZA, DIMENSIÓN DE LAS ENTIDADES Y PARTICIPACIONES EMPRESARIALES

Entre 1992 y 1998, los bancos y las cajas de ahorros españolas han mantenido un comportamiento significativamente distinto en lo referente a la cartera de acciones y participaciones. Mientras que los primeros apenas han incrementado la importancia de los títulos de renta variable en el conjunto de sus activos, las segundas han multiplicado su peso

CUADRO N.º 1

VALORES EN CIRCULACIÓN Y CARTERA DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO ESPAÑOLAS

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Porcentaje de variación 1992-1998
Valores en circulación y activos financieros totales de la economía española (porcentaje sobre el PIB)								
Valores a corto plazo	21,7	20,7	20,5	19,2	20,2	17,2	14,1	-35,0
Obligaciones	26,7	41,3	42,3	45,4	48,8	55,6	64,6	141,9
Valores de renta variable	52,3	65,4	67,2	67,4	83,9	107,9	132,0	152,4
TOTAL VALORES	100,7	127,4	130,0	132,0	152,9	180,7	210,7	109,2
TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS	466,7	535,9	527,0	526,2	550,3	587,7	629,2	34,8
Cartera de acciones y porcentajes sobre el total de acciones en circulación								
Acciones en circulación (mill. €)	140.528	169.150	182.863	197.309	247.740	330.136	438.524	212,1
En poder de bancos	9,57	9,21	9,11	9,40	7,81	6,42	5,49	78,9
En poder de cajas	2,60	2,55	2,59	3,01	3,01	3,37	3,07	268,0
En poder de cooperativas	0,08	0,08	0,10	0,18	0,20	0,12	0,12	369,7
TOTAL ENTIDADES DE DEPÓSITO ..	12,25	11,84	11,80	12,58	11,02	9,92	8,67	120,8
Cartera de acciones de empresas no financieras y porcentajes sobre el total de acciones de empresas no financieras								
Acciones en circulación ENF (mill. €)	96.995	111.438	119.289	129.328	163.671	195.557	255.507	163,4
En poder de bancos	6,35	6,39	6,54	6,57	5,45	4,40	3,63	50,5
En poder de cajas	2,98	2,93	2,70	3,11	3,32	4,38	3,83	239,1
En poder de cooperativas	0,08	0,08	0,11	0,21	0,18	0,14	0,14	370,5
TOTAL ENTIDADES DE DEPÓSITO ..	9,40	9,41	9,35	9,89	8,95	8,92	7,60	113,0

Fuente: Banco de España. Cuentas financieras de la economía española, y elaboración propia.

CUADRO N.º 2

**CARTERA DE VALORES Y DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO
EN ALGUNOS PAÍSES DE LA OCDE (PORCENTAJE SOBRE ACTIVOS TOTALES)**

	VALORES						ACCIONES Y PARTICIPACIONES					
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Francia	12,5	14,6	15,6	16,3	18,9	19,8	0,0	3,0	3,1	3,0	2,8	2,7
Alemania (a).....	16,5	18,8	19,9	19,7	20,4	21,5	2,7	2,9	3,1	3,4	3,5	3,7
Italia	14,5	14,5	15,7	13,9	14,2	12,2	1,9	1,8	2,0	2,0	2,1	2,2
Japón (b)	13,7	13,8	14,3	14,3	14,4	14,3	3,7	3,9	4,4	4,6	4,7	4,8
España (a)	17,4	17,0	19,5	19,5	19,6	18,3	3,4	3,3	3,3	3,5	3,7	4,2
Suiza	11,0	13,5	13,9	14,5	16,0	17,1	1,7	2,7	3,3	3,5	3,9	4,8
Reino Unido (b)	13,0	16,1	17,5	18,5	18,5	19,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Estados Unidos (b).....	24,2	25,8	22,8	21,4	20,3	20,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

(a) En 1993 se produce un cambio de metodología en la elaboración de las series.

(b) Sólo bancos comerciales.

Fuente: OCDE, Bank Profitability.

por más de dos a lo largo de estos años y, sobre todo, a partir de 1995, hasta el punto de que en 1998 las carteras de acciones y otros títulos de renta variable y de otras participaciones de las cajas de ahorros tenían más peso relativo que las de la banca privada (5) (cuadro n.º 3).

El mayor interés de las cajas de ahorros por los títulos de renta variable se ha centrado, sobre todo, en la categoría de otras participaciones, que corresponden, fundamentalmente, a participaciones en empresas no financieras, cuyo importe ha pasado de 343.000 millones de pesetas en 1992 a 1,24 billones en 1998, mientras que las participaciones en entidades de crédito, aun habiendo crecido de forma significativa desde 1992, apenas han superado los 150.000 millones en 1998.

Los bancos, por su parte, han aumentado más la cartera de participaciones en entidades de crédito que la de otras participaciones (las primeras han pasado de 774.000 millones en 1992 a 1,15 billones en 1998, y las segundas de 1,38 a 1,67 billones

entre esos mismos años), sin alcanzar en ningún caso los elevados incrementos experimentados por el sector de cajas de ahorros.

Las razones que pueden explicar ese distinto comportamiento de bancos y cajas son de muy diverso orden, pudiendo señalarse, como más importantes, y sin perjuicio de los argumentos que posteriormente se desarrollarán, las dos siguientes: el mayor interés que los grandes bancos españoles han mostrado por su expansión internacional, lo que les ha llevado a tomar importantes paquetes accionariales de bancos extranjeros, en detrimento de otro tipo de acciones y participaciones; y la escasa importancia que las participaciones empresariales de las cajas de ahorros españolas tenían a la altura de 1992, lo que no parecía sostenible en un entorno de completa liberalización financiera, fuerte competencia y reducción de márgenes, sobre todo si las cajas querían diversificar sus actividades, aprovechar las oportunidades de negocio que ofrecían las privatizaciones de empresas públicas y explotar las ventajas

de información asociadas a las participaciones empresariales.

Tradicionalmente, el interés de los bancos y las cajas de ahorros españolas por las participaciones financieras y empresariales se ha limitado, fundamentalmente, a las grandes entidades. Éstas eran las únicas que, por su elevado volumen de negocio, podían desarrollar estrategias claras de diversificación y universalización con las que aprovechar al máximo las potenciales economías de escala y alcance de sus operaciones. Esta realidad, sin embargo, ha dejado de ser tan evidente en el caso de la banca privada a lo largo del período 1992-1998, y se ha visto sensiblemente alterada en el caso de las cajas de ahorros.

El ligero crecimiento del peso de la cartera de renta variable de la banca privada se ha originado, fundamentalmente, en el grupo de los seis grandes bancos, que en 1998 ya representaban el 67 por 100 de los activos totales del sector. En el resto de grupos, las tendencias son muy variables, destacando el importante, aunque decreciente, peso de la car-

CUADRO N.º 3

DISTRIBUCIÓN DE LA CARTERA DE VALORES BANCOS Y CAJAS DE AHORROS
(Porcentaje sobre AT)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
BANCOS							
1. Acciones y otros títulos de renta variable	0,26	0,24	0,37	0,19	0,25	0,39	0,41
2. Participaciones	0,72	0,65	0,47	0,57	0,72	0,62	0,97
2.1. En entidades de crédito.....	0,14	0,24	0,16	0,18	0,14	0,13	0,32
2.2. Otras participaciones.....	0,58	0,41	0,31	0,40	0,58	0,49	0,65
3. Participaciones en empresas del grupo	2,73	2,43	2,81	2,84	2,70	2,78	2,52
3.1. En entidades de crédito.....	1,25	1,13	1,12	1,10	1,23	1,36	1,26
3.2. Otras participaciones.....	1,48	1,30	1,69	1,74	1,48	1,42	1,26
4. TOTAL CARTERA DE RENTA VARIABLE (1+2+3) ..	3,71	3,32	3,64	3,61	3,68	3,80	3,90
5. TOTAL PARTICIPACIONES (2+3)	3,45	3,08	3,27	3,41	3,43	3,41	3,49
6. TOTAL PARTICIPACIONES EN ENTIDADES DE CRÉDITO (2.1+3.1)	1,39	1,37	1,27	1,28	1,37	1,49	1,58
7. TOTAL OTRAS PARTICIPACIONES (2.2+3.2).....	2,06	1,71	2,00	2,14	2,06	1,92	1,91
8. TOTAL CARTERA DE VALORES	19,17	19,72	21,52	20,88	20,24	17,75	18,74
CAJAS							
1. Acciones y otros títulos de renta variable	0,59	0,76	0,69	0,60	0,78	1,30	1,50
2. Participaciones	0,51	0,45	0,42	0,52	0,86	1,37	1,40
2.1. En entidades de crédito.....	0,03	0,02	0,02	0,04	0,05	0,05	0,04
2.2. Otras participaciones.....	0,48	0,43	0,40	0,48	0,81	1,32	1,36
3. Participaciones en empresas del grupo	0,82	0,95	1,04	1,28	1,16	1,25	1,26
3.1. En entidades de crédito.....	0,16	0,21	0,26	0,30	0,25	0,24	0,25
3.2. Otras participaciones.....	0,66	0,74	0,78	0,97	0,91	1,01	1,01
4. TOTAL CARTERA DE RENTA VARIABLE (1+2+3) ..	1,92	2,15	2,14	2,39	2,80	3,92	4,16
5. TOTAL PARTICIPACIONES (2+3)	1,33	1,39	1,45	1,80	2,02	2,62	2,66
6. TOTAL PARTICIP. EN ENTIDADES DE CRÉDITO (2.1+3.1)	0,19	0,23	0,28	0,34	0,30	0,29	0,29
7. TOTAL OTRAS PARTICIPACIONES (2.2+3.2).....	1,14	1,17	1,18	1,45	1,71	2,33	2,37
8. TOTAL CARTERA DE VALORES	24,47	21,37	24,76	24,85	24,61	23,01	20,51

Fuente: AEB y CECA, y elaboración propia.

tera de renta variable del grupo 4, en el que se sitúan algunos bancos de negocios e inversión, y el menor y bastante irregular peso de la cartera de acciones de los grupos 2, 3 y 5, con tendencia decreciente en los últimos años del período.

La elevada heterogeneidad del sector de la banca privada, donde conviven entidades muy grandes con bancos que no alcanzan los 10.000 millones de pesetas de balance, bancos nacionales y extranjeros, universales y especializados, de origen privado y público, con una dilatada historia y de reciente crea-

ción, etc., y las transformaciones tan importantes que el sector ha experimentado en la última década, con procesos de integración y concentración, apertura exterior, privatización de entidades públicas, etc., determinan la inexistencia de pautas claras en el comportamiento del peso de la cartera de renta variable de la banca privada (cuadro n.º 4).

Por lo que se refiere a la composición de la cartera de renta variable de la banca privada, entre 1992 y 1998 se ha producido, como anteriormente se indicó, una notable alteración en el peso de sus componentes, con una

pérdida de importancia relativa de la rúbrica «otras participaciones», tanto en empresas de fuera del grupo como, de forma más acusada, en empresas del grupo, y un crecimiento significativo del peso de las participaciones en entidades de crédito. Esta alteración ha sido protagonizada por las grandes entidades, que a lo largo del período han ido construyendo sus grupos bancarios internacionales, al tiempo que se desprendían de participaciones industriales poco rentables y se introducían en nuevos sectores con fuerte potencial de crecimiento, como posteriormente se comprobará. El resto de grupos

CUADRO N.º 4

CUOTA DE MERCADO Y PESO DE LA CARTERA DE RENTA VARIABLE DE LOS BANCOS

	CUOTA DE MERCADO (PORCENTAJE SOBRE AT DEL SECTOR)						PESO DE LA CARTERA DE RENTA VARIABLE (PORCENTAJE SOBRE AT)					
	Total	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Grupo 4	Grupo 5	Total	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Grupo 4	Grupo 5
1992	100	56,24	34,22	6,80	2,18	0,56	3,71	4,36	3,18	0,67	5,47	1,17
1993	100	58,31	33,17	6,10	1,99	0,43	3,32	3,87	2,77	0,82	4,50	1,49
1994	100	58,44	32,83	6,26	2,08	0,38	3,64	4,38	2,88	0,94	3,73	0,83
1995	100	58,68	33,14	5,59	2,16	0,43	3,61	4,39	2,68	0,34	5,19	2,36
1996	100	58,97	32,64	5,82	2,11	0,46	3,68	4,26	3,13	1,11	3,07	2,95
1997	100	59,95	31,70	6,00	1,98	0,37	3,80	4,33	3,29	1,21	3,93	2,54
1998	100	67,08	25,56	5,40	1,64	0,32	3,90	5,04	1,45	1,63	3,58	1,29

Fuente: AEB, y elaboración propia.

presenta unas tendencias muy irregulares en la composición de su cartera de acciones (cuadro número 5).

Las cajas de ahorros, por su parte, inmersas también en un contexto de cambios importantes y en un proceso de concentración empresarial, han presentado, sin embargo, un comportamiento bastante más regular. El peso de la cartera de renta variable de estas entidades prácticamente no ha dejado de crecer desde 1992, y la relación entre peso de la cartera y tamaño de

las entidades parece bastante lineal. Como en el caso de los bancos, las grandes cajas han sido las protagonistas más destacadas de su importante inmersión en el mercado de renta variable, aunque en este sector todos los grupos de tamaño exhiben un crecimiento muy significativo de la cartera de acciones.

El peso de la cartera puramente especulativa de las cajas de ahorros (acciones y otros títulos de renta variable) es muy superior al de la banca, y las participaciones en entidades de cré-

dito, aun siendo apreciables y crecientes en el grupo de grandes cajas, carecen de importancia en el resto de grupos (cuadro número 6). Esto último es consecuencia, fundamentalmente, de que las cajas de mayor tamaño han aprovechado las oportunidades que ofrece el marco legal y las importantes sumas de recursos de que disponen para adquirir algunos bancos regionales o especializados, con objeto de aumentar su presencia en ciertas zonas geográficas o en determinados segmentos de mercado.

CUADRO N.º 5

DIMENSIÓN Y DISTRIBUCIÓN DE LA CARTERA DE RENTA VARIABLE (RV) DE LOS BANCOS
(Porcentaje sobre AT)

	TOTAL		GRUPO 1		GRUPO 2		GRUPO 3		GRUPO 4		GRUPO 5	
	1992	1998	1992	1998	1992	1998	1992	1998	1992	1998	1992	1998
1. Cartera RV (2+3+4).....	3,71	3,90	4,36	5,04	3,18	1,45	0,67	1,63	5,47	3,58	1,17	1,29
2. Acciones y otros títulos RV.....	0,26	0,41	0,28	0,38	0,22	0,47	0,18	0,24	0,53	1,43	0,56	0,73
3. Particip. fuera de grupo.....	0,72	0,97	1,16	1,35	0,15	0,24	0,02	0,12	0,51	0,20	0,14	0,21
3.1. En entidades de crédito.	0,14	0,32	0,24	0,46	0,01	0,02	0,00	0,07	0,00	0,06	0,00	0,00
3.2. Otras participaciones	0,58	0,65	0,93	0,88	0,15	0,21	0,02	0,06	0,51	0,14	0,14	0,21
4. Particip. en empresas Grupo ..	2,73	2,52	2,91	3,32	2,80	0,75	0,47	1,26	4,43	1,94	0,47	0,35
4.1. En entidades de crédito..	1,25	1,26	0,87	1,72	2,09	0,25	0,17	0,75	1,46	0,01	0,00	0,00
4.2. Otras participaciones	1,48	1,26	2,04	1,60	0,71	0,50	0,30	0,51	2,97	1,94	0,47	0,35

Fuente: AEB, y elaboración propia.

CUADRO N.º 6

CUOTA DE MERCADO Y PESO DE LA CARTERA DE RENTA VARIABLE DE LAS CAJAS DE AHORROS

	CUOTA DE MERCADO (PORCENTAJE SOBRE AT DEL SECTOR)						PESO DE LA CARTERA DE RENTA VARIABLE (PORCENTAJE SOBRE AT)					
	Total	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Grupo 4	Grupo 5	Total	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Grupo 4	Grupo 5
1992	100	48,85	28,30	12,29	7,63	2,93	1,92	2,82	1,20	0,85	0,97	0,91
1993	100	50,34	26,00	11,94	8,36	3,35	2,15	3,04	1,32	1,18	1,26	0,99
1994	100	50,30	25,54	12,26	8,49	3,42	2,14	2,94	1,41	1,36	1,14	1,22
1995	100	49,21	26,30	12,80	8,16	3,53	2,39	3,61	1,31	1,24	1,06	0,88
1996	100	49,43	25,96	12,87	8,27	3,47	2,80	3,95	1,79	1,86	1,20	1,18
1997	100	49,52	25,17	13,22	8,58	3,51	3,92	5,07	3,24	2,61	2,16	1,80
1998	100	50,77	24,34	13,22	8,33	3,34	4,16	5,28	3,15	3,27	2,64	1,87

Fuente: CECA, y elaboración propia.

Casi todos los componentes de la cartera de renta variable de los distintos grupos de cajas han ganado peso en el conjunto del balance a lo largo del período 1992-1998 (cuadro n.º 7). Han sido especialmente significativos los incrementos de la rúbrica «otras participaciones» fuera del grupo en las categorías de tamaño 1, 2 y 3, y la rúbrica de «acciones y otros títulos de renta variable» en los grupos 4 y 5. Esto podría significar, por lo que a la gestión de la cartera de renta variable se refiere, que las cajas de

mayor tamaño se habrían inclinado más por la implicación directa en el capital y en la gestión de las empresas no financieras, mientras que las más pequeñas habrían optado por una línea de negocio mucho más especulativa. Asimismo, es destacable el incremento del peso de la cartera de otras participaciones en empresas del grupo en las categorías de tamaño 2 y 4.

En consecuencia, los datos agregados y por grupos de tamaño de bancos y cajas de ahorros parecen indicar que, a lo largo de

la etapa 1992-1998, éstas han sido mucho más activas que aquéllos en la toma de participaciones empresariales. Los grandes bancos se han preocupado por consolidar sus grupos financieros internacionales y por inversiones empresariales muy puntuales, mientras que el resto de bancos ha modificado sus posiciones en acciones y participaciones, aparentemente, sin una estrategia clara de inversión. Las cajas, por su parte, con menos tradición en este tipo de negocio, con un volumen de recursos intensamente

CUADRO N.º 7

DIMENSIÓN Y DISTRIBUCIÓN DE LA CARTERA DE RENTA VARIABLE (RV) DE LAS CAJAS DE AHORROS
(Porcentaje sobre AT)

	TOTAL		GRUPO 1		GRUPO 2		GRUPO 3		GRUPO 4		GRUPO 5	
	1992	1998	1992	1998	1992	1998	1992	1998	1992	1998	1992	1998
1. Cartera RV (2+3+4).....	1,92	4,16	2,82	5,28	1,20	3,15	0,85	3,27	0,97	2,64	0,91	1,87
2. Acciones y otros títulos RV	0,59	1,50	0,54	1,12	0,69	1,83	0,56	2,14	0,69	1,88	0,51	1,34
3. Particip. fuera de grupo.....	0,51	1,40	0,83	2,18	0,27	0,67	0,08	0,72	0,15	0,29	0,22	0,40
3.1. En entidades de crédito	0,03	0,04	0,04	0,04	0,05	0,04	0,00	0,04	0,00	0,01	0,01	0,15
3.2. Otras participaciones	0,48	1,36	0,79	2,14	0,22	0,63	0,08	0,68	0,15	0,28	0,21	0,25
4. Particip. en empresas Grupo ..	0,82	1,26	1,45	1,98	0,24	0,66	0,21	0,41	0,13	0,48	0,18	0,13
4.1. En entidades de crédito	0,16	0,25	0,31	0,43	0,01	0,03	0,01	0,19	0,00	0,00	0,05	0,00
4.2. Otras participaciones	0,66	1,01	1,14	1,54	0,24	0,63	0,20	0,21	0,13	0,48	0,13	0,13

Fuente: CECA, y elaboración propia.

creciente, sobre todo por la ganancia de cuota de depósitos a la banca, y con una mayor necesidad de diversificar sus actividades, han podido encontrar en las participaciones empresariales una buena oportunidad de inversión y un magnífico instrumento para reducir las asimetrías de información propias de la intermediación financiera. Todos los grupos de tamaño han asumido riesgos crecientes en los mercados de acciones y participaciones y, en términos generales, dichos riesgos han sido tanto mayores cuanto más grande ha sido el tamaño de la entidad. A estas razones cabría añadir, como posteriormente se verá, que las cajas han mostrado interés por participar directamente en actividades económicas estratégicas de sus respectivos ámbitos de actuación.

V. TAMAÑO, RENTABILIDAD Y RIESGO DE INVERSIONES ALTERNATIVAS Y CARTERA DE PARTICIPACIONES

La teoría bancaria indica que, aun existiendo argumentos adicionales que pudieran explicar su comportamiento, la inversión en acciones y participaciones debe estar sujeta a similares criterios de racionalidad, en términos del binomio rentabilidad-riesgo, que el resto de inversiones financieras bancarias. La presente sección realiza una contrastación de esta hipótesis para el caso de la banca y las cajas de ahorros españolas a lo largo del período en estudio, utilizando como medida de la rentabilidad anual de un determinado activo el porcentaje que representan sus productos financieros sobre su montante de inversión, y como medida global del riesgo la variabilidad de ese porcentaje, medida por el valor medio del período de la desviación típica correspondiente al conjunto de entidades del sector

o de aquellas entidades que integran un determinado grupo (6).

El análisis realizado de la rentabilidad y el riesgo asociados a tres modalidades de inversión bancaria (inversión crediticia, IC, cartera de renta variable, RV, y cartera de participaciones, Part.) arroja unos resultados poco clarificadores. En efecto, en el caso de los bancos, y para el conjunto del sector, la rentabilidad media del período más alta corresponde a la inversión crediticia (9,07 por 100), seguida de la cartera de renta variable (8,06 por 100) y de la cartera de participaciones (4,15 por 100). Los niveles de riesgo más elevados corresponden, sin embargo, a las carteras de acciones y participaciones, muy por encima del indicador de riesgo correspondiente a la inversión crediticia (cuadro número 8).

Por otra parte, el análisis por grupos de tamaño parece indicar la existencia de una correlación inversa entre dimensión de las entidades y rentabilidad de la inversión crediticia, así como entre tamaño y rentabilidad de la

CUADRO N.º 8

RENTABILIDAD Y RIESGO DE LA INVERSIÓN CREDITICIA, DE LA CARTERA DE RENTA VARIABLE Y DE LAS PARTICIPACIONES DE LOS BANCOS

	TOTAL			GRUPO 1			GRUPO 2			GRUPO 3			GRUPO 4			GRUPO 5		
	IC	RV	Part	IC	RV	Part	IC	RV	Part	IC	RV	Part	IC	RV	Part	IC	RV	Part
1992	11,7	6,3	4,0	10,6	6,9	4,0	13,1	4,4	3,5	11,9	7,2	16,3	12,5	11,0	7,3	28,0	5,3	7,2
1993	11,6	7,3	2,8	11,0	5,6	2,7	12,3	12,1	3,9	12,3	3,6	3,8	12,6	4,2	7,9	12,1	2,1	76,7
1994	9,5	10,4	6,5	9,2	8,9	6,4	9,9	14,9	5,1	9,8	7,9	14,3	9,0	8,6	9,5	9,3	0,4	4,8
1995	9,3	9,0	4,0	8,8	7,2	3,8	10,1	13,8	5,4	10,3	7,5	1,7	9,4	12,1	13,7	9,7	1,7	2,8
1996	8,9	7,5	4,0	8,7	4,5	3,4	9,2	15,1	7,9	8,9	6,4	2,9	9,6	5,9	43,3	9,8	0,7	0,2
1997	6,6	7,3	4,0	6,4	5,7	3,6	7,0	11,3	7,5	6,7	9,7	1,4	6,7	6,0	26,6	9,4	1,6	0,0
1998	5,9	8,6	3,7	6,1	7,9	3,4	5,5	14,9	0,0	5,5	5,7	1,3	7,0	14,5	58,0	8,4	0,8	2,1
Media (a)	9,1	8,1	4,2	8,7	6,7	3,9	9,6	12,4	4,8	9,3	6,8	5,9	9,6	8,9	23,7	12,4	1,8	13,4
Sdev (b)	11,3	20,1	14,3	1,7	3,6	35,7	9,8	25,4	11,9	2,9	22,2	8,8	4,3	12,5	5,2	18,9	7,1	69,0

(a) Media simple del período 1992-1998

(b) Media simple de las desviaciones estándar de cada grupo en el período 1992-1998

Fuente: AEB, y elaboración propia.

cartera de participaciones, mientras que no aprecia ninguna regularidad entre dimensión y rentabilidad de la cartera de renta variable. En efecto, con la excepción del grupo 3, cuanto mayor es el tamaño medio del grupo, menor es la rentabilidad de la inversión crediticia y, con la excepción del grupo 5, cuanto mayor es la dimensión media, menor es la rentabilidad de la cartera de participaciones.

Los mayores índices de rentabilidad de las pequeñas y medianas entidades podrían estar asociados, para el caso de la inversión crediticia, a las características de su mercado. Éstas suelen especializarse en un determinado ámbito geográfico, gozando de un cierto poder de mercado, o en un cierto tipo de clientes (particulares, PYME, etc.), con menos poder de negociación que las grandes empresas, que suelen trabajar con grandes grupos financieros. Por su parte, la mayor rentabilidad de la cartera de participaciones podría estar asociada a la propia naturaleza de las participaciones de estas entidades, en muchos casos pequeñas

y medianas empresas que no cotizan en Bolsa y que contaron con el apoyo decidido de la entidad financiera en el momento de su lanzamiento, al esperar importantes beneficios de la operación.

En el caso de las cajas (cuadro n.º 9), los resultados agregados son parecidos, puesto que la rentabilidad media del período de la inversión crediticia es superior a la de la cartera de acciones y participaciones, y los niveles de riesgo son inversos a los de rentabilidad. En cambio, el análisis por grupos resulta menos concluyente, no pudiendo identificarse con claridad ningún patrón de comportamiento.

En consecuencia, el análisis del binomio rentabilidad-riesgo no parece explicar el peso creciente de la cartera de acciones y participaciones en el balance de las entidades de depósito españolas durante el período 1992-1998, y el análisis por grupos tampoco parece explicar la regularidad empírica según la cual el peso de la cartera de participaciones es creciente con el tamaño de las entidades.

Los resultados anteriores no reflejan, sin embargo, las posibles ventajas que las entidades de crédito pueden obtener de su cartera de participaciones. Así, además de las razones señaladas en epígrafes anteriores y las que se aportan en el siguiente, las entidades podrían percibir que su participación accionarial en empresas no financieras es beneficiosa, al fomentar una estrecha relación que permite incrementar el volumen de operaciones con el grupo, iniciar proyectos conjuntos o tomar posiciones estratégicas en el mercado de bienes y servicios.

VI. OPORTUNIDADES DE NEGOCIO Y CARTERA DE PARTICIPACIONES EMPRESARIALES

En este apartado se analiza la distribución sectorial de la cartera de participaciones empresariales de los grandes bancos y cajas de ahorros españoles y su evolución a lo largo de la etapa 1995-1998. El grupo bancos está integrado por el BBV, Santan-

CUADRO N.º 9

RENTABILIDAD Y RIESGO DE LA INVERSIÓN CREDITICIA, DE LA CARTERA DE RENTA VARIABLE Y DE LAS PARTICIPACIONES DE LAS CAJAS DE AHORROS

	TOTAL			GRUPO 1			GRUPO 2			GRUPO 3			GRUPO 4			GRUPO 5		
	IC	RV	Part	IC	RV	Part	IC	RV	Part	IC	RV	Part	IC	RV	Part	IC	RV	Part
1992	11,8	4,6	3,6	12,1	4,4	3,7	11,1	5,1	3,4	12,2	5,0	2,8	12,3	5,9	6,5	12,9	3,9	0,6
1993	12,0	4,3	2,9	11,8	4,4	2,8	12,0	4,1	3,4	12,6	2,7	0,6	12,6	4,4	5,7	12,5	3,5	4,0
1994	10,1	5,1	4,2	9,9	5,7	4,4	10,2	4,0	4,3	10,7	2,6	1,2	10,4	5,1	3,0	10,6	3,1	5,2
1995	9,6	4,2	3,8	9,5	4,0	3,9	9,1	5,0	4,3	10,3	3,6	1,6	10,0	6,2	2,6	10,0	3,4	5,5
1996	9,0	4,9	4,1	9,0	5,3	4,2	8,7	4,0	4,0	9,6	2,8	1,7	9,3	6,3	4,1	9,5	3,0	4,7
1997	7,3	4,1	3,6	7,2	4,2	3,4	7,1	4,7	4,7	7,7	2,7	3,2	7,3	3,2	1,5	7,6	2,4	4,6
1998	5,7	4,6	4,0	5,6	4,3	4,0	5,7	6,3	4,7	6,0	3,2	2,8	6,1	4,8	1,7	6,1	2,3	4,0
Media (a)	9,4	4,5	3,8	9,3	4,6	3,8	9,1	4,7	4,1	9,8	3,2	2,0	9,7	5,1	3,6	9,9	3,1	4,1
Stdev (b)	0,9	6,5	19,6	0,8	4,8	3,3	1,5	5,4	4,3	1,4	3,3	13,6	1,1	16,2	9,3	0,9	2,5	5,4

(a) Media simple del período 1992-1998

(b) Media simple de las desviaciones estándar de cada grupo en el período 1992-1998

Fuente: CECA, y elaboración propia.

der, BCH, Banesto, Argentaria y Popular; y el de cajas por La Caixa, Cajamadrid, Caixa de Catalunya, Bancaja, Bilbao Bizcaia Kutxa (BBK) y Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM).

En el caso de la banca, los sectores industriales y de servicios que acaparan la mayor parte de las participaciones son los siguientes: energía, construcción e inmobiliarias, telecomunicaciones, agricultura y alimentación, autopistas e informática (cuadro número 10). No obstante, entre 1995 y 1998 se han producido algunas variaciones, entre las cuales merecen destacarse las siguientes:

a) Las participaciones en agricultura y alimentación reducen su peso a menos de una tercera parte en el conjunto de la cartera, y su valor contable disminuye a menos de la mitad (desde 46.000 a 22.000 millones de pe-

setas). Ello se debe, en buena medida, a la venta por parte del BCH de sus participaciones en la Sociedad General Azucarera de España, S. A., y en Campofrío Alimentación, S. A.

b) Disminuye ligeramente el valor contable de las participaciones en Autopistas, hasta situarse en algo más de 29.000 millones, pero su peso en la cartera total se reduce a casi la mitad. El BCH se ha desprendido de su participación en Autopistas del Mare Nostrum, y esa reducción se ha compensado con el incremento del valor contable de la participación del Popular y del BBV en Autopistas Vasco-Aragonesas.

c) Las participaciones en construcción e inmobiliarias aumentan en más de 125.000 millones de pesetas, y su peso en la cartera total crece de manera importante. Ello se debe, funda-

mentalmente, al incremento del valor contable de las participaciones de la banca en las empresas constructoras y a la reordenación del patrimonio inmobiliario del Grupo Argentaria en torno a sociedades instrumentales, que ha hecho crecer el valor de estas participaciones en casi 70.000 millones de pesetas.

d) El valor contable de las participaciones en energía crece en casi 38.000 millones de pesetas, pero su peso en la cartera total se reduce ligeramente. Las empresas eléctricas y Repsol han sido los grandes protagonistas de los cambios. En particular, el BCH amplió de forma importante su participación en Unión Eléctrica Fenosa, desde el 5 al 10 por 100 del capital, y tomó el 3,85 por 100 de Endesa en una de las operaciones de privatización. Por su parte, el BBV amplió su participación en Repsol desde el 5,14 hasta el 10 por

CUADRO N.º 10

DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LAS PARTICIPACIONES EMPRESARIALES DE LOS GRANDES BANCOS
(Valores teórico-contables (*) en millones de pesetas y porcentajes sobre el total)

	VALOR CONTABLE				PORCENTAJES			
	1995	1996	1997	1998	1995	1996	1997	1998
1. Agricultura y alimentación	46.153	36.157	26.046	22.130	8,20	5,39	3,21	2,37
2. Aguas	885	2.928	1.370	1.826	0,16	0,44	0,17	0,20
3. Autopistas	3.079	29.617	40.849	29.265	5,88	4,41	5,03	3,14
4. Construcción e inmobiliarias ..	145.406	220.455	224.673	271.782	25,84	32,86	27,67	29,14
5. Distribución	10.010	10.933	16.345	11.589	1,78	1,63	2,01	1,24
6. Energía	170.652	178.313	208.366	273.202	30,32	26,58	25,66	29,30
7. Informática	10.455	417	24.493	27.751	1,86	0,06	3,02	2,98
8. Siderurgia, metalurgia y minería	2.407	12.316	18.730	17.699	0,43	1,84	2,31	1,90
9. Química	4.762	6.109	10.703	12.812	0,85	0,91	1,32	1,37
10. Otras industrias	8.384	9.012	7.242	6.571	1,49	1,34	0,89	0,70
11. Telecomunicaciones	111.034	139.706	207.743	223.225	19,73	20,83	25,59	23,94
12. Transportes	4.692	4.046	5.823	3.134	0,83	0,60	0,72	0,34
13. Ocio y turismo	3.807	6.615	6.591	9.370	0,68	0,99	0,81	1,00
14. Otros servicios	11.068	14.210	12.990	22.191	1,97	2,12	1,60	2,38
TOTAL	562.794	670.833	811.962	932.548	100,00	100,00	100,00	100,00

(*) Los valores teórico-contables se han calculado multiplicando el porcentaje de participación que mantiene la entidad por la cifra de capital y reservas de la sociedad participada.

Fuente: Memorias anuales de las entidades, y elaboración propia.

100, y redujo sus participaciones en Iberdrola y Sevillana.

e) Las participaciones en informática se han multiplicado casi por tres, hasta aproximarse a los 28.000 millones de pesetas, superando en 1998 el valor de las participaciones en el sector de agricultura y alimentación. Este fuerte crecimiento se ha debido a la creación de nuevas empresas de servicios informáticos, en las que los bancos mantienen porcentajes muy elevados del capital.

f) El sector de telecomunicaciones ha sido, junto con el de construcción, el gran receptor de recursos de capital procedentes de la banca. El valor contable de las participaciones superó los 223.000 millones de pesetas en 1998. El BBV dobló su participación en Telefónica hasta contabilizar 78.000 millones de pesetas, y Argentaria hizo al-

go similar, elevando el valor de su participación hasta 118.000 millones. El Santander mantiene su participación en Airtel (13,7 por 100), y otras entidades mantienen importantes paquetes en sociedades como Hispasat, Canal Plus-Sogecable, etcétera.

Las cajas, por su parte, tienen participaciones muy significativas en los sectores de energía, telecomunicaciones, construcción e inmobiliarias y autopistas, y menos importantes en el sector de aguas (cuadro n.º 11). Los movimientos más notables que se han producido entre 1995 y 1998 son los siguientes:

a) El valor de las participaciones en energía se ha multiplicado por seis, hasta alcanzar la cifra de 240.000 millones de pesetas. Este fuerte incremento ha sido protagonizado casi exclusivamente por La Caixa, que ha aumentado su participación

en Hidroeléctrica del Cantábrico, desde el 6,1 al 11,64 por 100 de su capital, hasta superar los 20.000 millones; ha entrado con fuerza en el capital de Repsol (10 por 100), contabilizando casi 100.000 millones de pesetas en nuevas participaciones, y ha reordenado sus participaciones en el sector del Gas, con un incremento en el valor contable de más de 70.000 millones de pesetas.

b) Telecomunicaciones ha experimentado un crecimiento similar, hasta situarse en 207.000 millones. Nuevamente La Caixa, y en este caso junto con Cajamadrid, han sido las protagonistas del empuje, al incrementar desde el 2 al 5 por 100 y desde el 0 hasta el 3,1 por 100, respectivamente, sus participaciones en Telefónica.

c) El valor de las participaciones en el sector de la construc-

CUADRO N.º 11

DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LAS PARTICIPACIONES EMPRESARIALES DE LAS CAJAS
(Valores teórico-contables (*) en millones de pesetas y porcentajes sobre el total)

	VALOR CONTABLE				PORCENTAJES			
	1995	1996	1997	1998	1995	1996	1997	1998
1. Agricultura y alimentación.....	24	32	45	87	0,01	0,01	0,01	0,01
2. Aguas.....	21.736	20.764	28.929	31.086	10,90	4,17	3,53	3,49
3. Autopistas	31.301	97.709	187.879	177.005	15,70	19,64	22,90	19,86
4. Construcción e inmobiliarias ..	42.794	166.311	189.686	196.801	21,46	33,43	23,12	22,08
5. Distribución	5.759	3.536	13.623	5.385	2,89	0,71	1,66	0,60
6. Energía	40.985	111.550	220.613	240.270	20,55	22,42	26,89	26,96
7. Informática	745	392	157	196	0,37	0,08	0,02	0,02
8. Siderurgia, metalurgia y minería	2.135	3.142	3.522	3.601	1,07	0,63	0,43	0,40
9. Química	0	0	0	0	0,00	0,00	0,00	0,00
10. Otras industrias	305	532	935	297	0,15	0,11	0,11	0,03
11. Telecomunicaciones.....	35.476	85.922	162.640	207.068	17,79	17,27	19,83	23,24
12. Transportes	121	69	0	101	0,06	0,01	0,00	0,01
13. Ocio y turismo	12.884	3.600	3.675	14.809	6,46	0,72	0,45	1,66
14. Otros servicios	5.130	3.926	8.630	14.406	2,57	0,79	1,05	1,62
TOTAL	199.395	497.485	820.333	891.112	100,00	100,00	100,00	100,00

(*) Los valores teórico-contables se han calculado multiplicando el porcentaje de participación que mantiene la entidad por la cifra de capital y reservas de la sociedad participada.

Fuente: Memorias anuales de las entidades, y elaboración propia.

ción e inmobiliarias se han multiplicado por 4,6, aproximándose a los 200.000 millones de pesetas. La compra por parte de La Caixa de Inmobiliaria Colonial, y de Diagonal Sarriá por Cajamadrid, explican gran parte de ese incremento.

d) Autopistas también ha experimentado una fuerte expansión, multiplicando el valor de sus participaciones por 5,7, hasta alcanzar la cifra de 177.000 millones. La Caixa ha sido, una vez más, la gran protagonista de esta expansión, al aumentar su participación en ACESA desde el 7,9 hasta el 36,51 por 100, computando más de 100.000 millones en participaciones. Junto a La Caixa, Caixa de Catalunya también ha entrado en el capital de ACESA, con más de 13.000 millones de aportación, y la CAM se ha hecho con el 5 por 100 de Autopistas del Mare Nostrum, invirtiendo casi 10.000 millones de pesetas. La BBK ha mantenido su participación en Europistas (14,67 por 100), Autopistas Vasco-Aragonesas (19,14 por 100) y Eurovías (13,3 por 100).

e) Finalmente, el valor de las participaciones en el sector de aguas ha crecido casi un 50 por

100, a consecuencia, fundamentalmente, del incremento del valor contable de la participación de La Caixa en Aguas de Barcelona, por lo que este sector ha perdido un notable peso en el conjunto de la cartera.

En definitiva, la estrategia seguida por bancos y cajas en cuanto al desarrollo de su cartera de participaciones tiene algunos elementos en común, pero también importantes matices diferenciadores. Unos y otras han mostrado un interés creciente por los sectores de electricidad, petróleo y telefonía, produciéndose la entrada o aumento de posición en el capital de las empresas, en muchos casos, cuando se llevaban a cabo procesos de privatización, y con el objetivo importante, aunque no único, de crear núcleos estables de accionistas en grupos tan importantes como Endesa, Repsol o Telefónica. Algunos de estos sectores, por otra parte, son los que han experimentado mayor revalorización bursátil desde 1992, convirtiéndose, en consecuencia, en una excelente oportunidad de negocio para sus accionistas (cuadro n.º 12). Las cajas han ampliado su participación en los sectores del Gas, Inmobiliario y

Autopistas; en este último, en contra de la tendencia seguida por la banca, que ha tendido a desprenderse de algunas posiciones en este sector, así como de otras en la rama de alimentación. Por otra parte, debe destacarse que las cajas que tienen una fuerte presencia regional, como BBK, Bancaja y CAM, y de forma muy especial la primera, muestran una cierta inclinación a participar en iniciativas empresariales de carácter regional o local, contribuyendo, de este modo, a la consolidación del tejido empresarial de su comunidad autónoma.

VII. CONCLUSIONES

La literatura bancaria aporta argumentos que explican las decisiones de balance de las entidades de crédito, entre las cuales se encuentran las relativas al tamaño y la composición de la cartera de acciones y participaciones. Las principales hipótesis que subyacen a estas decisiones remiten al análisis rentabilidad-riesgo de inversiones alternativas, al problema de la asimetría de la información sobre los flujos de caja futuros asociados a un proyec-

CUADRO N.º 12

ÍNDICE SECTORIAL DE LA BOLSA DE MADRID (1985 = 100)

Sectores	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Bancos y financieras.....	265,0	360,8	318,1	349,6	463,8	816,9	1.028,5
Eléctricas	215,5	356,8	300,3	407,7	608,6	673,8	986,1
Alimentación	151,4	191,5	177,0	173,8	240,8	428,3	587,3
Construcción.....	288,1	518,3	476,9	396,6	459,0	825,9	1.418,4
Inversión	163,0	228,1	210,0	255,0	399,8	515,5	836,1
Metal-mecánica	114,2	185,8	199,6	169,1	244,4	325,0	305,9
Petróleo-químicas.....	217,6	315,6	293,0	312,3	378,4	488,1	571,0
Comunicación	189,4	296,9	241,6	271,4	455,3	632,7	936,7
Otras industrias y servicios.....	63,7	90,6	88,4	95,2	107,1	133,3	199,2
General	214,2	322,7	285,0	320,0	444,7	632,5	867,8

Fuente: Bolsa de Madrid.

to de inversión, y al tamaño de las entidades como condición necesaria para la diversificación de riesgos. Estas hipótesis, sin embargo, no explican completamente la evolución de la cartera de acciones y participaciones de los bancos y las cajas de ahorros españolas a lo largo del período 1992-1998. En efecto, otras alternativas de inversión, como los créditos ordinarios, presentan unos índices de rentabilidad nominales superiores a los de la cartera de acciones y participaciones, mientras que su grado de riesgo ha sido considerablemente menor.

Los profundos cambios que se han producido en el marco económico y financiero internacional, que se han traducido en un fuerte incremento de la competencia y en una reducción de los márgenes de intermediación, han podido influir muy poderosamente en la evolución de la cartera de participaciones de las entidades de depósito españolas, al igual que ha sucedido en otros países desarrollados. La caída de los tipos de interés y el proceso de titulización de las finanzas, han convertido a los títulos de renta variable en unos activos mucho más atractivos para la inversión bancaria.

El tamaño de las entidades, ha sido un factor clave en la evolución de la cartera de acciones y participaciones, de forma que, en el caso de la banca, sólo las grandes entidades han desempeñado un papel relevante en estos mercados, mientras las cajas han sido tanto más activas cuanto mayor es su dimensión.

En la evolución de la cartera de acciones y participaciones de bancos y cajas se observan algunas similitudes e importantes diferencias, destacando el hecho de que los grandes bancos parecen haberse preocupado más

por la consolidación de sus grupos financieros nacionales e internacionales, dejando en un segundo plano, con algunas excepciones notables, la participación en el capital de empresas no financieras. El incremento que se observa en la cartera de participaciones empresariales de la banca se ha producido, en buena medida, por el aumento del valor contable de participaciones tradicionales y por la entrada puntual en el capital de antiguas empresas públicas privatizadas.

Las cajas, por su parte, han sido bastante más activas en los mercados de renta variable, asumiendo riesgos crecientes en operaciones puramente especulativas, al tiempo que han desempeñado un papel importante en los procesos de privatización, en la consolidación de sus grupos empresariales y en la promoción de nuevas actividades.

Los bancos se han salido de sectores maduros y tradicionales (alimentación y autopistas) a la vez que han impulsado sectores de alta tecnología (telefonía móvil, cable, informática). Las cajas, por su parte, también han estado atentas a estas nuevas empresas, y han consolidado su posición en el sector de construcción e inmobiliarias. Unos y otras han entrado con fuerza en empresas procedentes del sector público y fuerte potencial de crecimiento, constituyendo núcleos estables de accionistas y aprovechando las excelentes oportunidades de negocio que se presentaban.

NOTAS

(1) Una visión muy completa de los efectos que derivan de la existencia de información asimétrica en los mercados financieros se recoge en HUBBARD (1990).

(2) Con un enfoque diferente, el trabajo de ZOIDO (1998) analiza el impacto de las participaciones bancarias sobre ciertos rasgos de las empresas participadas (valor bursátil, rentabilidad, coste de la financiación, liquidez, etcétera)

(3) Sobre los efectos de la integración bancaria europea en los márgenes y costes de intermediación, véase MARTÍN y SÁEZ (1997).

(4) La banca comercial del Reino Unido y la de los Estados Unidos tienen fuertes restricciones para invertir en títulos de renta variable.

(5) La distinción entre acciones y otros títulos de renta variable, participaciones y participaciones en empresas del grupo se realiza con arreglo a lo dispuesto en la circular 4/1991 del Banco de España. Las acciones representan partes del capital de otras sociedades que no suponen ningún vínculo especial con la matriz, e incluyen también las cuotas participativas y las participaciones en fondos de inversión; las participaciones incluyen derechos sobre el capital de otras sociedades con las que existe un vínculo duradero y las participaciones en empresas del grupo corresponden a las entidades con las que se mantiene unidad de decisión. Para mayor detalle, véase norma vigésimo octava de la circular.

(6) Es evidente que esta medida de la rentabilidad es muy discutible, pues no considera aspectos tan importantes como la tasa de morosidad para el caso de la inversión crediticia o las pérdidas y ganancias de capital en el caso de las carteras de acciones y participaciones. No obstante, es una medida muy común en el análisis financiero. Por otra parte, la utilización de la desviación típica como medida del riesgo de un activo financiero tampoco está exenta de problemas. Para conocer sus principales ventajas e inconvenientes en el ámbito bancario véase, por ejemplo, SINKEY (1989).

BIBLIOGRAFÍA

- BHATTACHARYA, S., y THAKOR, A. V. (1993), «Contemporary Banking Theory», *Journal of Financial Intermediación*, n.º 3, páginas 2-50.
- CALS, J. (1998), «Las participaciones empresariales de las cajas de ahorros españolas», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, número 74-75, págs. 89-108.
- CAMERON, R. (ed.) (1972), *Banking and Economic Development: Some Lessons of History*, Oxford University Press, Londres.
- (ed.) (1992), *Financing Industrialization*, Edward Elgar Publishers, Cambridge.
- GOLDSMITH, R. W. (1969), *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven, CT.
- HUBBARD, R. G. (ed.) (1990), *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, The University of Chicago Press, Chicago.
- JAYARATNE, J., y STRAHAN, P. E. (1996), «The finance-growth nexus: evidence from bank branch deregulation», *Quarterly Journal of Economics*, págs. 639-669.
- MARTÍN, M.; CARBÓ, S., y SÁEZ, F. J. (1995), *Las participaciones accionarias de las entidades de depósito españolas, 1962-*

1992, Fundación FIES, *Documento de Trabajo*, 114/1995.

MARTÍN, M., y SÁEZ, F. J. (1997), «Desregulación e intensificación de la competencia. El impacto del mercado único bancario sobre la competitividad del sistema bancario español», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 59, págs. 3-20.

MAYER, C. (1990), «Financial systems, corporate finance, and economic development», en R. G. Hubbard, *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, The University of Chicago Press, Chicago.

MCKINNON, R. I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington, D.C.

PAGANO, M. (1993), «Financial markets and growth. An overview», *European Economic Review*, n.º 37, págs. 613-622.

SÁEZ, F. J.; MARTÍN, M., y CARBÓ, S. (1994), «Ciclo económico, dimensión y cartera

de renta variable de las entidades de depósito españolas», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 48, págs. 228-235.

SANCHIS, J. R.; PUIG, F., y SORIANO, J. F. (1998), «Las relaciones banca-industria en España. Un estudio empírico sobre las participaciones de las entidades de crédito en el capital de las empresas no financieras», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 63-64, págs. 83-102.

SANTOMERO, A. (1984), «Modelling the banking firm. A Survey», *Journal of Money, Credit and Banking*, 16, 4, págs. 576-602.

SHAW, E. S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, Nueva York.

SINKEY, J. F. (1989), *Commercial Bank Financial Management in the Financial Services Industry*, McMillan, Nueva York.

TACHIBANAKI, T.; MITSUI, K., y KITAGAWA, H. (1990), *Economies of scope and in-*

ter-corporate share ownership in the Japanese banking industries, European Association for Research in Industrial Organization Conference, Lisboa, septiembre.

TORRERO, A. (ed.) (1989), *Banca e industrialización en España*, Banesto, Madrid.

TORTELLA, G. (1972), «Spain 1829-1874», en R. Cameron (ed.), *Banking and Economic Development: Some Lessons of History*, Oxford University Press, Londres, páginas 91-121.

— (dir.) (1974), *La banca española en la Restauración*, 2 vols. Banco de España, Madrid.

ZOIDO, M. E. (1998), «Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas», *Investigaciones Económicas*, XXII (3), páginas 427-467.

Resumen

En los últimos años, la literatura especializada ha venido prestando una atención creciente al estudio de las relaciones banca industria. Este interés se ha orientado, fundamentalmente, en una doble vertiente: por un parte, en el análisis que dichas relaciones pueden tener en el desarrollo económico de un país (enfoque macroeconómico), y por otra, en sus efectos sobre la estructura económica y financiera de las entidades (enfoque microeconómico).

El presente trabajo se encuadra en esta segunda orientación, analizando la evolución de las participaciones empresariales de la banca y las cajas de ahorros españolas a lo largo del período 1992-1998. El estudio se realiza a partir de los balances y cuentas de resultados públicos e individuales de las entidades, agrupándolas en cinco categorías en función del tamaño. Se revisa la literatura teórica y empírica más destacada en el campo de las relaciones banca industria y se analizan los cambios que se han producido en el contexto económico y financiero internacional a lo largo del período. A partir de aquí, se analiza el comportamiento de su cartera de valores, en función de la naturaleza jurídica y el tamaño de las entidades, con base en un estudio de rentabilidad y riesgo de inversiones alternativas. Asimismo, se analiza la distribución sectorial de las participaciones empresariales de una muestra de grandes bancos y cajas de ahorros.

Palabras clave: relaciones banca-industria, participaciones empresariales, bancos, cajas de ahorros.

Abstract

In the last few years the specialized literature has been devoting growing attention to the study of banking-industry relations. This interest is primarily focussed on a dual aspect: on the one hand, on the impact that these relations may have on a country's economic development (macroeconomic approach), and on the other, on their effects on the economic and financial structure of the entities (microeconomic approach).

This study slots into the latter approach through analyzing the trends in Spanish bank and savings bank business holdings over the period 1992-1998. The study is done on the basis of the public and individual balance sheets and profit and loss accounts of the entities, arranging them into five categories according to size. We review the most outstanding theoretical and empirical literature in the field of banking-industry relations and we examine the changes that have taken place in the international economic and financial context in the course of the period. After this we analyze the performance of their securities portfolio, in accordance with the legal nature and size of the entities, based on a study of the profitability and risk of alternative investments. Likewise, we analyze the sectorial distribution of the business holdings of a sample of the leading banks and savings banks.

Key words: banking-industry relations, business holdings, banks, savings banks.

JEL classification: G-21, G-24.