

## **V REUNIÓN DE ECONOMÍA MUNDIAL UNIVERSIDAD DE SEVILLA**

---

---

### **LAS PARTICIPACIONES EMPRESARIALES DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO Y SU VINCULACIÓN CON EL SECTOR TURÍSTICO.**

**Luis González  
Luis Felipe Mendieta  
Antonio Mora**

---

---

Mayo 2003

#### **RESUMEN**

La investigación realizada toma como punto de partida el fuerte incremento registrado en la cartera de valores de las principales entidades de depósito españolas para hacer frente a la caída de los márgenes de intermediación a lo largo de la década de los noventa. Se demuestra que la composición sectorial de las participaciones en empresas no financieras no es arbitraria, sigue un perfecto criterio que establece un patrón común a todas ellas y que hace que estas inversiones se concentren en tres sectores mayoritariamente: energía, telecomunicaciones e inmobiliarias. ¿Cuál es el papel que el sector turístico desempeña en dichas carteras?. Prácticamente no se observan participaciones significativas de ninguna entidad como consecuencia de la escasa rentabilidad que

tradicionalmente ha ofrecido el sector. El reto planteado por el declive de la banca tradicional es doble, ya que es necesario mantener la solvencia del sistema financiero al mismo tiempo que se reestructura la industria bancaria para conseguir la estabilidad financiera a largo plazo.

Palabras clave: modelo continental, cartera de valores, inversión no financiera, riesgo y volatilidad.

## Índice de contenidos

<b>1. LAS INVERSIONES EMPRESARIALES DE LA BANCA DESDE UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA</b>	<b>6</b>
<b>2. DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LA CARTERA DE VALORES DE LA BANCA ESPAÑOLA</b>	<b>10</b>
2.1. <i>Cartera de valores. Definición, Tipología y Evolución.....</i>	<i>10</i>
2.2. <i>Distribución sectorial de la cartera de valores.....</i>	<i>11</i>
2.3. <i>Cartera de valores y rentabilidad de la actividad bancaria.....</i>	<i>14</i>
<b>3. LA VOLATILIDAD Y LAS PARTICIPACIONES EMPRESARIALES</b>	<b>16</b>
<b>4. CONSIDERACIONES FINALES</b>	<b>22</b>
<b>5. BIBLIOGRAFÍA</b>	<b>24</b>

## Índice de gráficos

Gráfico 1: Evolución cartera de valores.....	11
Gráfico 2: Distribución sectorial inversiones empresariales .....	12
Gráfico 3: Rentabilidad comparada entre Empresas no financieras, Sector servicios y Sector turístico	13
Gráfico 4: Evolución de los rendimientos del IGBM 1941-1999.....	18
Gráfico 5: Evolución de los rendimientos IGBM 1990-2000 .....	19

## Índice de tablas

Tabla 1: Distribución sectorial participaciones de la banca.....	9
Tabla 2: Propensión inversora Banca Española .....	10
Tabla 3: Inversiones hoteleras principales entidades de depósito.....	13
Tabla 4: Control de los grandes Tour Operadores en Andalucía .....	14
Tabla 5: Desviación típica y rentabilidad Índices Sectoriales .....	19
Tabla 6: Evolución de rentabilidad y riesgo principales inversiones de la banca .....	20

## 1. LAS INVERSIONES EMPRESARIALES DE LA BANCA DESDE UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

Durante la revolución industrial inglesa, la presencia de la banca no resultó tan importante como consecuencia de la existencia de una clase empresarial pujante. La mayor parte de las necesidades de capital a largo plazo, fueron cubiertas con la rápida acumulación de riqueza de los propios empresarios. Por el contrario, en Europa se hizo necesaria la ayuda de la banca para impulsar la mayoría de las iniciativas empresariales. Por lo tanto, de los recursos proporcionados por la banca tradicionalmente se han distinguido los dos siguientes modelos a nivel internacional: el modelo continental y el modelo anglosajón.

En el *modelo continental* (Alemania, Francia, España e Italia) la relación entre la banca e industria es importante, completa y directa. En él, la banca asume el papel de empresario, promoviendo negocios y acumulando importantes carteras de valores industriales. Por ello, en este modelo la financiación bancaria a largo plazo de proyectos empresariales adquiere especial relevancia, limitando con ello el recurso tanto a los fondos propios como al mercado de valores. Como resultado de esta forma de actuar, los mercados de valores suelen estar formados por pocas empresas y con un grado de liquidez reducido. Además, estas grandes empresas presentan una estructura de propiedad caracterizada por una excesiva concentración del accionariado. En Japón, el comportamiento de la banca presenta rasgos diferenciales, aunque puede ser englobado dentro del modelo continental. Las fuerzas de ocupación obligaron a sustituir a los *zaibatsu* por los condicionantes políticos y bélicos asociados. Sin embargo, estos fueron sustituidos por un nuevo grupo económico: los *Keiretsu*. No son más que conglomerados mixtos caracterizados por: variedad de las industrias que lo forman, participaciones cruzadas y negocios e inversiones comunes. Más de la mitad de las cien principales compañías son miembros de los seis principales Keiretsu (Mitsubishi, Mitsui, Dai-Ichi, Kangyo, Sumitomo, Sanwa y Funyo). En ellos, la banca juega el papel crucial asegurando la solvencia de las empresas que lo forman en el largo plazo, y participando en el control y gestión del grupo. Además pueden adquirir participaciones directas en el capital hasta un máximo de un 5%.

En el *modelo anglosajón* (Estados Unidos y Reino Unido) el papel de la banca en la industria queda limitado exclusivamente a la financiación a corto plazo. En la permanencia de esta limitación, la regulación financiera existente ha jugado un papel crucial. Los recursos necesarios para la financiación de proyectos empresariales a largo plazo, se obtienen del mercado de valores y mediante la retención de beneficios. La banca, por lo tanto, funciona bajo la creencia de que sus activos deben ser lo suficientemente líquidos y realizables a corto plazo, porque la mayor parte del pasivo está sujeta a una disponibilidad inmediata. De esta forma de actuar, se van a deducir dos consecuencias. La primera, es que a diferencia de lo que sucedía en el modelo continental, los mercados de valores van a estar formados por un elevado número de empresas que se van a beneficiar de la liquidez existente. Además, la concentración del accionariado es mucho menor, lo que hace que la gestión de la empresa recaiga en manos de directivos profesionales, que la gestionan con arreglo a la disciplina impuesta por los mercados. Ahora bien, a priori no es posible determinar cuál de los dos modelos es preferible para cada país. Esto dependerá de sus propios condicionantes históricos. Además no se han encontrado evidencias acerca de cuál de los dos favorece en mayor medida el crecimiento económico. En cualquier caso, ambos modelos se han tenido que enfrentar a recurrentes críticas a lo largo de los

últimos años. Con respecto al modelo continental, se critica el peligro en el que se pone a la estabilidad del sistema financiero en su conjunto como consecuencia de la forma de actuar de la banca. Se considera la existencia de una posibilidad de riesgo de contagio de los malos resultados obtenidos por las empresas participadas a la cuenta de resultados del banco en cuestión, mediante la retirada masiva de depósitos como medida de seguridad. En cambio, al modelo anglosajón se le critica básicamente por su falta de solidaridad. Actuación que se manifiesta mucho más en las fases recesivas del ciclo económico. Durante estas fases, las empresas tienen menos posibilidades de financiación como consecuencia tanto de las restricciones de liquidez existentes como por los malos resultados obtenidos.

En España, el verdadero origen de la implicación de la banca en la industria lo encontramos en las *Leyes Bancarias de 1856*. En ellas, se apostaba por una verdadera especialización entre: Bancos de emisión y Sociedades de crédito. Los Bancos de emisión se van a caracterizar porque van a estar autorizados para emitir billetes, la mayor parte de los recursos ajenos los obtienen a corto plazo en forma de billetes y cuenta corriente, y porque se van a especializar en operaciones a corto: préstamos y descuentos. Por el contrario, las Sociedades de crédito son el reflejo de la influencia extranjera, en concreto francesa, en la banca española. Además constituyen el origen de la banca universal en España. En cuanto a su financiación, los recursos ajenos van a ser obtenidos a largo plazo: las dos principales partidas son el capital y las reservas. Como consecuencia de ello, sus activos tienen un plazo de maduración mayor: promoción de empresas, suscripciones y préstamos renovables. Estas entidades volcaron su actividad crediticia al servicio de las Compañías ferroviarias. Como es lógico, el turismo todavía no existía<sup>1</sup>. Nada de extrañar si consideramos la importantes garantías y ventajas otorgadas por la Ley de Ferrocarriles de 1855. Va a ser en el primer tercio del siglo XX cuando se da un gran impulso a la actividad bancaria, como consecuencia del nacimiento de la mayor parte de los grandes bancos del sistema financiero español. En 1901 se crearon el Banco Hispano-Americano y el de Vizcaya, en 1902 el Banco Español de Crédito (Banesto), en 1918 el Banco de Urquijo, en 1919 el Banco Central, en 1926 el Banco Popular y por último, en 1929 el Banco Exterior. Todos ellos, con un marcado carácter industrial desde el momento inicial de su creación. Un análisis más pormenorizado nos lleva a analizar cuáles van a ser los sectores en los que participaban principalmente. De ellos, destacamos los cinco primeros por su representatividad: Ferrocarriles (24,31%), Eléctricas (23,83%), Tabacos (11,007%), Siderurgia (10,76%) y la Minería (4,8%). Entre las empresas en las que tienen mayor participación en términos globales destacan: Caminos de Hierro del Norte de España (245,1 mill.), Ferrocarriles de Madrid, Zaragoza y Alicante (236,1 mill.), General Tabacos de Filipinas (2225 mill.), FECSA (179 mill.) y, por último, Hispano Americana de Electricidad (120 mill.). Primeras iniciativas turísticas en las que se refleja la forma de pensar de la época y principalmente de lo que se consideraba ser la primera motivación de los turistas extranjeros para visitar España: *el patrimonio artístico, monumental y pintoresco*. Es todavía pronto para pensar en el turismo de litoral. En este período se empezaron a organizar los primeros congresos internacionales de turismo<sup>2</sup>, se inauguró el Hotel Ritz de Madrid (1910) y se creó la primera agencia de viajes con la transformación de la Banca Marsans Rof e Hijos en Viajes Marsans (en 1920). La evolución de la relación Banca-Industria en la década de los

---

<sup>1</sup> El primer viaje turístico organizado tuvo lugar en 1841 cuando Thomas Cook fletó un tren desde Leicester hasta Loughborough para la celebración de un Congreso Antialcohólico.

<sup>2</sup> Zaragoza (1908), San Sebastián (1909) o Madrid (1912).

cuarenta-cincuenta responde al modelo de desarrollo impuesto tras la Segunda Guerra Mundial, la autarquía. El entorno altamente proteccionista así como el papel asumido por los poderes públicos, ha hecho que en España se fuese configurando un tejido industrial débil, de escasa dimensión pero muy rentable mientras se había mantenido la reserva total del mercado interior. Torrero, A. (1990). La década de los cuarenta fue particularmente difícil para todo el país y el turismo no podía ser una excepción. El turismo extranjero dejó prácticamente de acudir (en 1947 se recibieron tan solo 137.000 visitantes). Adicionalmente, la salida de los españoles al exterior estaba sujeta a grandes restricciones. Como consecuencia, el turismo no resultaba interesante para las inversiones empresariales de la gran banca española. Este marco hizo que esta relación se fuese fortaleciendo en el transcurso de estas dos décadas. Esta evolución quedó interrumpida en la década de los sesenta con la *Ley de Bases de Ordenación del Crédito y la Banca* de 1962, en la que apostó por la especialización de la tradicional banca mixta, a la que obligaba a convertirse en bancos comerciales puros o en bancos industriales y de negocios. conflictos de interés y/o prácticas discriminatorias en la asignación de recursos. En el Estatuto de los nuevos bancos industriales, regulado mediante el Decreto-Ley 53/1962, se estableció cual debía ser el fin primordial de las nuevas instituciones. Estas debían dirigir de una manera exclusiva a promover nuevas empresas industriales, animar la inversión de la iniciativa privada y por último, a colaborar en la financiación a largo plazo de las empresas. No podían competir con la banca comercial. Por el contrario, los bancos comerciales solamente podían constituir su cartera de valores con fondos públicos. No podían adquirir ni acciones, participaciones u obligaciones de otros bancos, ni de empresas industriales, comerciales o agrícolas.

Este intento de especialización fracasó y los grandes bancos comerciales siguieron siendo mixtos, participando en la financiación a largo plazo de las empresas mediante la renovación de los de a corto, y superando las limitaciones impuestas mediante ampliaciones de capital. Inicio de la fase de desarrollo del turismo de masas en España<sup>3</sup>.

Junto a este intento de especialización, la década de los sesenta vive una intensificación de las relaciones entre la banca y la industria gracias al establecimiento de un coeficiente de inversión obligatoria para el conjunto de la banca (cajas de ahorro en 1964 y bancos en 1972). Para su cobertura, el coeficiente se descomponía en dos subcoeficientes: uno de fondos públicos (50%) y otro de préstamos de regulación especial (30%).

En el subcoeficiente de fondos públicos se permitía como activos computables a todos aquellos emitidos o avalados por el Estado, entre los que se fueron incluyendo a los bonos de caja emitidos por la banca industrial y a la renta fija emitida por las compañías eléctricas, Telefónica, concesionarias de autopistas, empresas siderúrgicas, navieras y otras compañías industriales. Como reflejamos, a pesar de la importancia que el turismo comienza a tener durante estos años, no se favorece la inversión en este tipo de empresas.

El subcoeficiente de préstamos de regulación especial se dividía a su vez en tres tramos para financiar la construcción de viviendas (7%), la agricultura y la industria (17%) y las actividades sociales (6%). En 1973 el coeficiente de inversión obligatoria pasó a situarse en el 70%: 40% fondos públicos y 30% préstamos de regulación especial. Tampoco se favorece de forma especial la financiación de las empresas turísticas.

---

<sup>3</sup> Celebración en Madrid del Congreso de ASTA en 1957 (American Society of Travel Agents), Inicio vuelos charter a Canarias y Benidorm en 1957, Decreto-Ley de Nueva Ordenación Económica (en 1959) e inicio de la imagen de marca de la Costa del Sol.



En la décadas de los setenta-ochenta, el modelo de relación banca-industria va a estar condicionado por la crisis económica que afectó a sectores en los que España había basado en su desarrollo económico. Crisis industrial que, por otra parte, arrastró a un gran número de bancos que habían mantenido relaciones muy a estrechas con el mundo de la empresa debido principalmente a dos motivos: en primer lugar, al hundimiento de las cotizaciones; y en segundo lugar, a la situación económica de sus deudores. Como factor adicional, se une el propio comportamiento de la banca que en un intento de huida hacia delante trató de salvar el tejido productivo ampliando su financiación. La consecuencia final, fue un cambio de estrategia hacia un aumento del peso de las inversiones crediticias. Cambio que, por otra parte, se vio respaldado tanto por el comportamiento de los tipos nominales como reales. El modelo turístico que se diseñó en los años sesenta se consolida a lo largo de la década de los setenta: turismo familiar de sol y playa, elevada estancia media, concentración en su oferta (Gerona, Baleares, Canarias, Alicante y Málaga representan el 85% del total de las pernoctaciones extranjeras), y por último, concentración en la demanda (Alemanes y Británicos representan el 60% del gasto total). Como consecuencia de lo acaecido durante la década anterior, la década de los ochenta se va a caracterizar por importantes iniciativas que van a marcar el impulso liberalizador de esta etapa. Para empezar, las autoridades reguladoras eran conscientes de la necesidad de reducir los niveles del coeficiente de inversión obligatoria para aliviar el coste de oportunidad que suponía para los recursos de la banca. Con la nueva orientación, lo que se perseguía era favorecer la financiación conseguida por el sector público.

A comienzos de la década de los noventa, la distribución sectorial de las participaciones empresariales de la banca queda reflejada en la siguiente tabla.

*Tabla 1: Distribución sectorial participaciones de la banca*

Sector	% Total
Agua, Gas, Electricidad	14,25
Agricultura, Alimentación	3,75
Comercio	3,35
Autopistas, Construcción	13
Inmobiliarias	32,5
Mineras	0,9
Siderúrgicas	2,35
Químicas	12,85
Transportes, Comunicaciones	1,45
Otros	15,6

*Fuente: FIES.*

Esta evolución ha favorecido la configuración de un sector caracterizado por aspectos como un escaso grado de internacionalización, enormes dificultades de financiación que limitan posibilidades de crecimiento y una escasa rentabilidad. Estas circunstancias han hecho que la primera industria del país, aporta algo más de un 12% del PIB, este controlada por completo por los grandes operadores europeos en un momento de importantes cambios en la estructura tanto de demanda como de oferta del sector.

## 2. DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LA CARTERA DE VALORES DE LA BANCA ESPAÑOLA

### 2.1. Cartera de valores. Definición, Tipología y Evolución.

Debemos comenzar el análisis haciendo referencia a lo que se entiende por cartera de valores. Su definición la obtenemos de los propios Balances dónde aparecen las partidas que la integran. De forma que, va a estar formada por las Obligaciones y Valores de Renta Fija, por Acciones y Otros Títulos de Renta Variable, por Participaciones, y por último, por Participaciones en Empresas del Grupo. Una definición más amplia, debería incluir los títulos de Deuda Pública en poder de la entidad. ¿Qué títulos se incluyen en cada partida?<sup>4</sup>. En la partida Deudas del Estado, se incluye básicamente a los certificados del Banco de España, Letras del Tesoro y otras Deudas anotadas y cotizadas. En Obligaciones y Otros Valores de Renta Fija, se incluyen a todos aquellos títulos (coticen o no) emitidos principalmente por: entidades oficiales de crédito, entidades de crédito y por el sector privado (residente o no). En la partida Acciones y Títulos de Renta Variable, se incluyen a todas aquellas participaciones mantenidas por la entidad de crédito inferiores al 20% si la empresa no cotiza (3% si cotiza), con cuya sociedad no exista una vinculación duradera ni estén destinadas a contribuir a la actividad del Grupo. En Participaciones, se incluyen a todas aquellas mantenidas en sociedades que no tienen la consideración de grupo, pero con las que existe una vinculación duradera a la vez que están destinadas a contribuir a la actividad del Grupo. En la partida Participaciones en Empresas del Grupo, se agrupa a todas aquellas sociedades que aún teniendo la consideración de Grupo, no van a consolidarse al no estar su actividad directamente relacionada con la del resto de sociedades. Para hacernos una idea de la importancia de esta magnitud, entre 1990 y el año 2000 la cartera de valores de las principales entidades de depósito españolas (BBVA, SCH, Banco Popular, La Caixa y Caja de Madrid representan el 80% del total del sistema financiero) creció a una tasa anual del 43% hasta los 1,6 billones de euros. En media, aproximadamente el 16,40% del activo de los bancos y cajas es cartera de valores.

Tabla 2: Propensión inversora Banca Española

Entidades Financieras	Propensión inversora (en %)
SCH	25,64
BBVA	23,69
La Caixa	17,36
Caja Madrid	11,38
Banco Popular	3,96

*Propensión inversora = Cartera de valores/ Activo Total*

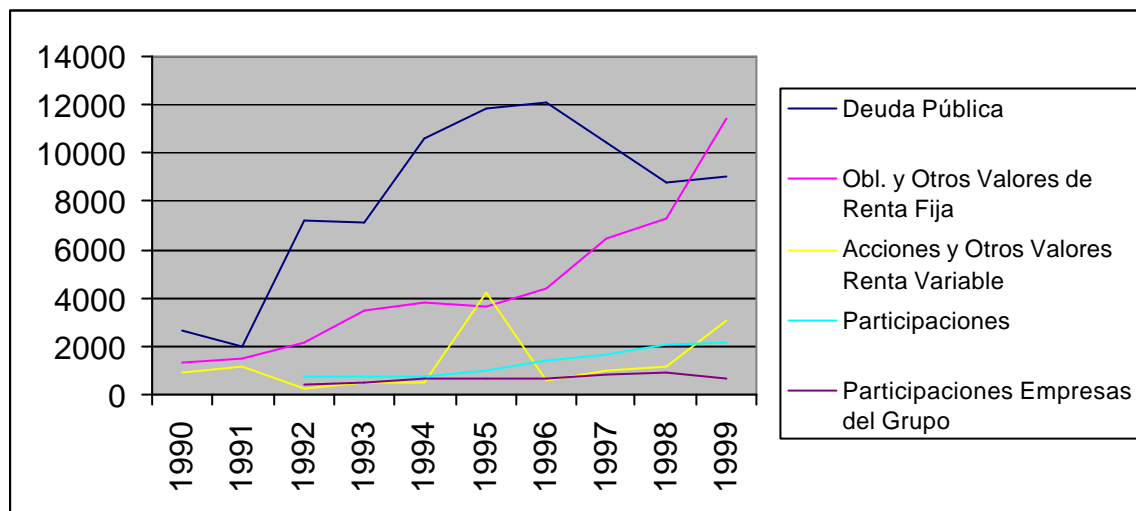
Fuente: Informes anuales SCH, BBVA, La Caixa, Caja Madrid y Banco Popular. Elaboración propia.

El siguiente gráfico muestra una evolución de las principales partidas. En 1992, primer año en el que en los balances muestran los valores de los distintos componentes, el 87% es renta fija (77%

<sup>4</sup> Circular 4/1991 del Banco de España establece las normas de valoración de dicha cartera.

es deuda pública). La renta variable apenas representaba un 13%. En el año 2000, la renta fija descendiende su importancia, aunque sigue siendo mayoritaria, hasta el 77%. Como consecuencia, la renta variable pasa a representar un 23% del total de la cartera de valores.

Gráfico 1: Evolución cartera de valores



Fuente: Informes anuales. Elaboración propia. Datos en miles de millones de pesetas.

¿Qué factores explican este fuerte crecimiento?. Se podría decir que fuerzas económicas fundamentales han debilitado la posición de la banca en el desarrollo de la intermediación financiera. La importancia de los depósitos como fuente de financiación ha ido disminuyendo progresivamente como consecuencia de la institucionalización del ahorro. Además, como consecuencia de la evolución de los tipos de interés, la rentabilidad de las actividades bancarias tradicionales (créditos fundamentalmente) se ha reducido. Como consecuencia de ello, la banca ha optado por una estrategia marcada por las siguientes dos características:

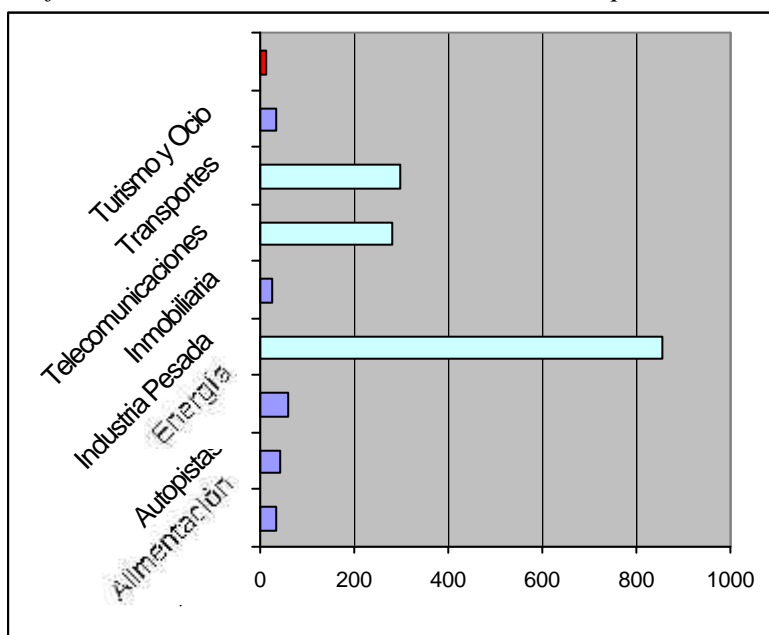
- a) Mantenimiento de su posición como intermediarios financieros participando en actividades bancarias no tradicionales. Hecho que nos sirve para explicar el enorme esfuerzo inversor realizado en sociedades financieras (Instituciones de Inversión Colectiva y Compañías de Seguros principalmente).
- b) Aumento de participación en empresas no financieras como consecuencia de la necesidad de mantener los niveles de beneficio anteriores a costa de asumir mayores niveles de riesgo. Estrategia que a lo largo de la década de los noventa se ha visto potenciada por dos factores adicionales como son la liberalización del sector servicios y el intenso proceso de privatizaciones.

## 2.2. Distribución sectorial de la cartera de valores

Hasta ahora el análisis realizado tiene en cuenta el aumento de la importancia de la cartera de valores en el balance de las entidades de depósito españolas. Lo que pretendemos a continuación es encontrar cuál es el patrón que guía estas inversiones desde el punto de vista sectorial. Con relación a la metodología empleada, queremos destacar que dentro de las participaciones recogidas en los balances solamente tomamos en cuenta las realizadas en el sector real de la

economía. Es decir, no tenemos en cuenta las mantenidas en Compañías de Seguros ni en otras Instituciones Financieras. Como reflejamos en el siguiente gráfico, se aprecia la existencia de tres sectores predominantes en cuanto recogen el 84,17% del total de la inversión realizada en el 2000: Energía con el 59,51%, Telecomunicaciones con el 20,82% e Inmobiliaria con el 19,65%. Si sumamos al grupo de cabeza las participaciones mantenidas en los siguientes sectores: Autopistas, Alimentación, Aguas y Transportes, obtenemos la práctica totalidad de la inversión realizada por los grupos bancarios (94,32%). Los sectores menos representativos son: Agrícola con el 0,11%, Sanidad con el 0,03%, y por último, Medio Ambiente con el 0,013% del total. Las inversiones en empresas turísticas apenas representan el 0,7% del total de las realizadas. En cuanto a las tres empresas que concentran la mayor inversión por sector destacamos: en el sector de la Energía la participación en Repsol-YPF del grupo BBVA (1.416 millones euros), en el sector de las Telecomunicaciones la participación en Telefónica del grupo BBVA (965 millones euros.), y por último, en el sector de la Inmobiliaria la participación del grupo La Caixa en Inmobiliaria Colonial (442 millones de euros).

Gráfico 2: Distribución sectorial inversiones empresariales



Datos en miles de millones. Fuente: Informes anuales. Elaboración propia.

El origen de las participaciones turísticas del sector financiero se remonta a principios de la década de los noventa, en la que como consecuencia de la crisis los bancos se vieron obligados a asumir la propiedad de numerosos hoteles. El resultado de esta obligada inversión fue el descubrimiento de que este sector podía aportar considerables beneficios. En consecuencia, numerosas entidades financieras empezaron a mostrar mayor interés por el sector hotelero. El incremento de las transacciones desde finales de la década de los noventa está enormemente relacionado con el rendimiento del sector hotelero que ha alcanzado una rentabilidad entre el 7% y el 10%. Junto a esta rentabilidad a corto plazo derivada del propio negocio vinculamos el hecho de que se trata de una inversión con un bajo nivel de riesgo ya que en el largo plazo la

inversión realizada se recupera gracias a las importantes plusvalías generadas por la venta del inmueble. En la siguiente tabla resumimos las principales participaciones:

Tabla 3: Inversiones hoteleras principales entidades de depósito

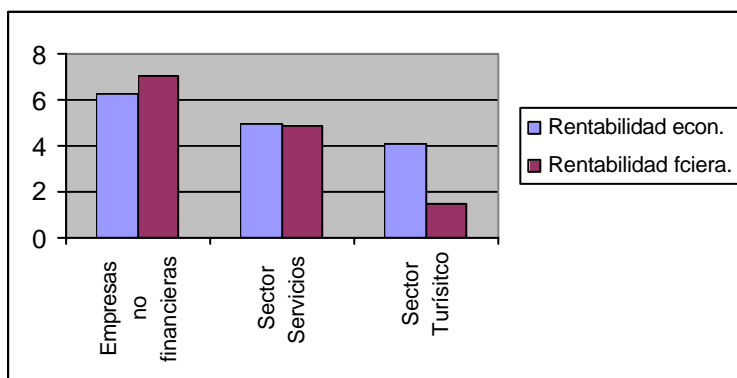
Compañía hotelera	Entidad financiera
Grubarges	BBVA
Occidental Hoteles	La Caixa
AC Hoteles	SCH
Sol Meliá	CAM
NH Hoteles	Bancaja/Caja Madrid
Hotel Arts	Deutsche Bank
Hoteles Playa	Unicaja
Hotel Antequera	Cajasur

Fuente: Edítur.

¿A qué es debida esta escasa importancia del sector turístico en la cartera de valores de las entidades de depósito?. Varios motivos explican esta realidad.

- Indudablemente por la rentabilidad ofrecida por el sector. Los datos económico-financieros disponibles más recientes del sector turístico hacen referencia al año 1995. La información nos aporta una fotografía estructural de los negocios cuyo tránsito en el tiempo es lento por definición. Esta aproximación nos es de gran utilidad y nos sirve para justificar el escaso interés mostrado por la banca hasta la actualidad para implicarse en negocios turísticos. Como reflejamos en el gráfico, la rentabilidad financiera media para el conjunto de empresas no financieras se sitúa en el 7,04%. Sin embargo, la rentabilidad ofrecida por el sector turístico es de apenas un 1,46% (muy inferior a la media del sector servicios que es de un 4,86%).

Gráfico 3: Rentabilidad comparada entre Empresas no financieras, Sector servicios y Sector turístico



Fuente: Encuesta de Servicios. INE.

- La excesiva dependencia de unos pocos mercados. Utilizando como ejemplo el caso de la Comunidad Autónoma andaluza comprobamos como casi el 90% del turismo internacional procede, según las estadísticas del SAETA, de tres países: Reino Unido (3.934.608 turistas), Alemania (3.934.608 turistas) y Francia (495.399 turistas).
- La sumisión del turismo internacional a los grandes Tour Operadores europeos. Continuando con el ejemplo de Andalucía comprobamos como casi el 50% del total de los flujos recibidos por Andalucía (este porcentaje llega al 62% en el caso de la costa de Almería) están controlados de manera directa por los grandes Tour Operadores. En concreto, el 92% de los mismos los gestionan apenas seis compañías (TUI, Thomas Cook, Globus Travel, First Choice, My Travel Group y Rewe) como reflejamos en la tabla adjunta:

Tabla 4: Control de los grandes Tour Operadores en Andalucía

TOUR OPERADOR	Málaga	Jerez	Almeria	Granada	Sevilla	Total	% en Total
TUI	822.206	66.348	73.393	0	34.576	996.523	23,1
Thomas Cook	710.068	106.384	88.117	34	8.008	912.611	21,1
Globus Travel	612.557	1.754	28.690	0	431	643.432	14,9
First Choice	554.971	215	44.230	0	1.744	601.160	13,9
My Travel Group	441.671	189	54.739	0	691	497.290	11,5
Rewe	212.869	0	45.693	0	25.597	284.159	6,6
Tiempo Libre	110.443	0	0	0	77.744	188.187	4,3
Grupo Marsans	183.749	152	0	0	248	184.149	4,3
Kuoni	8.063	0	0	0	0	8.063	0,2
Grupo Pestana	0	427	0	0	0	427	0,06
Iberojet	0	0	0	0	230	230	0,04

Fuente: SAETA, AENA y AC Nielsen. Elaboración propia.

- El fuerte endeudamiento de los grandes grupos empresariales como consecuencia de las dificultades de financiación de sus proyectos que encuentran. A diferencia de otros países en los que los grandes grupos empresariales del sector cotizan en Bolsa, en España no existe ningún Tour Operador que actualmente lo haga. Solamente cotizan unas cuantas empresas vinculadas a diferentes subsectores: compañías aéreas (Iberia), parques temáticos (Parques Reunidos), sistemas de distribución (Amadeus) y cadenas hoteleras (Sol Meliá y NH Hotels).

### 2.3. Cartera de valores y rentabilidad de la actividad bancaria

Con el análisis de la evolución de la cartera de valores y de su distribución hemos conseguido delimitar una estrategia actual que va a estar definida por los siguientes aspectos:

- 1) Una mayor preferencia por la renta variable para hacer frente con rápidas plusvalías a la caída del negocio tradicional.
- 2) El aumento de la competencia establece un límite a las comisiones que con total seguridad se acentuará en el futuro. Necesidad de compensar esta caída de ingresos con otras partidas.
- 3) La importancia de las participaciones empresariales, y en especial en empresas del sector tecnológico, con relación al activo total de las entidades analizadas con la finalidad de a través de ellas reducir sus gastos de explotación.

En este apartado, nuestra intención no es otra más que la de comprobar si las entidades con un mayor volumen de recursos propios son más rentables que las entidades con un menor nivel. Para ello, empleamos como indicador de rendimiento la rentabilidad sobre recursos propios (ROE). En el anexo incluimos la evolución de este indicador para cada una de las entidades analizadas: Banco Popular, BSCH, BBVA, La Caixa y CajaMadrid para el período 1992-1999. De las anteriores entidades, ¿cuál posee una mayor cartera de valores en la actualidad en su balance?. En primer lugar se sitúa el BSCH, seguido por el BBVA, La Caixa, CajaMadrid y Banco Popular. Con la excepción del Banco Popular, dado su particular orientación del negocio hacia actividades minoristas en exclusiva, el resto de entidades han aumentado a lo largo de la década de los noventa los recursos destinados a la cartera de valores. Sin embargo, ¿cuál fue la entidad que en 1999 obtuvo una mayor rentabilidad sobre recursos propios (ROE)?. El Banco Popular con un ROE del 26,78%. Es decir, de cada euro invertido por sus accionistas se han obtenido 26,77 céntimos de beneficio. Le siguen el BSCH (26,51%), BBVA (21,15%), La Caixa (19,37%) y CajaMadrid (12,54%). A primera vista parece que no existe una relación directa entre una mayor cartera de valores y una mayor rentabilidad. Sin embargo, eliminado el Banco Popular el orden que se establece de mayor a menor cartera coincide con el del ROE. Parece por tanto, que existe una relación positiva entre la cartera de valores y la rentabilidad obtenida por las entidades financieras.

### 3. LA VOLATILIDAD Y LAS PARTICIPACIONES EMPRESARIALES

El reto planteado por el declive de la banca tradicional es doble, ya que es necesario mantener la solvencia del sistema financiero al mismo tiempo que se reestructura la industria bancaria para conseguir la estabilidad financiera a largo plazo. Como hemos tenido la oportunidad de comprobar anteriormente, una gran parte de las inversiones realizadas por la gran banca española se produce en empresas que cotizan en los mercados de capitales. A estas inversiones, y en concreto al riesgo de mercado de las mismas, nos referimos con el análisis de la volatilidad realizado. ¿Qué entendemos por volatilidad? La volatilidad no es más que la variabilidad que presenta el rendimiento de un activo financiero. A esta variabilidad, es a lo que se conoce con el nombre de volatilidad. Por lo tanto, debemos considerarla como una medida de riesgo ya que nos muestra alteraciones en rendimientos.

Las características que la definen son principalmente: (Sill. K, 1993)

- 1) La volatilidad no va a ser constante a lo largo del tiempo.
- 2) La volatilidad es un fenómeno persistente. Pequeñas variaciones van a ser seguidas de pequeñas, y grandes de grandes.
- 3) La volatilidad es una variable que se va a ver afectada por el ciclo económico. La evidencia empírica muestra que suele ser mayor en las recesiones que en las épocas de expansión económica. Por eso, se considera que algunas variables como el crecimiento de la oferta monetaria, la producción industrial o la tasa de inflación entre otros pueden ayudar a explicar su evolución.
- 4) La volatilidad presenta variaciones estacionales que pueden ser interpretadas como una mayor afluencia de información a los mercados. (como por ejemplo el efecto Lunes).

A la hora de definir los principales indicadores que se utilizan para medir la volatilidad, debemos tener en cuenta una serie de matizaciones. En primer lugar, los resultados obtenidos variaran en función de la técnica que empleemos (desviación típica, estimador de Schwert, margen porcentual, histogramas). En segundo lugar, debemos considerar el período de tiempo para el cual queremos realizar la medición. Para el corto plazo, se deben utilizar indicadores que tengan en consideración todas las oscilaciones diarias.

Las consecuencias de una volatilidad elevada en los mercados de valores pueden ser importantes tanto para la actividad económica real como para el funcionamiento de los mercados de capitales. Uno de los canales a través de los que la volatilidad daña la actividad económica es mediante la reducción del gasto realizado tanto en el consumo como en la inversión. Los inversores van a percibir este aumento en la variabilidad de los precios como un aumento en el nivel de riesgo de sus inversiones. Ante esta situación, los inversores optarán por destinar sus fondos hacia activos con menor riesgo, o bien tratarán de inmunizar sus carteras mediante el empleo de futuros y opciones. Esta actuación vendría acompañada de dos efectos adicionales. En primer lugar, se producirá un aumento del coste de financiación de las empresas que cotizan en el mercado. Un segundo efecto se produciría en el mercado de las opciones. Una opción no es más que un contrato de compra de un determinado activo a un determinado precio y fecha. Por lo tanto, cuanto mayor volatilidad haya mayor será el precio de la opción ya que las ganancias serían ilimitadas. Además, episodios de alta volatilidad pueden tensionar los mecanismos de negociación y liquidación del mercado de valores, pudiendo provocar la quiebra



temporal de la negociación organizada como consecuencia de la pérdida de confianza del inversor en la solvencia del mismo.

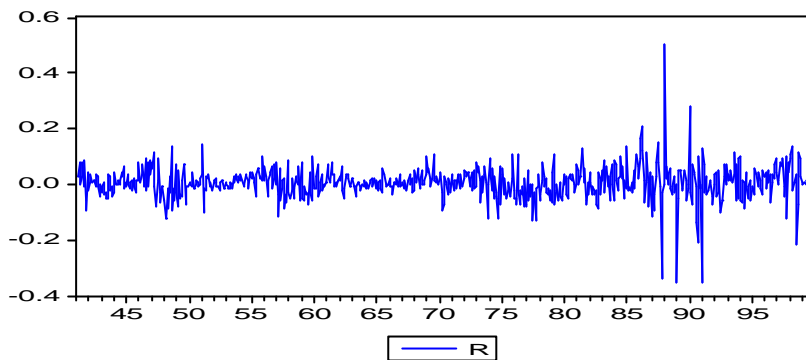
Por otra parte, las entidades financieras propietarias de dichas participaciones podrían incluso llegar a atravesar, en el caso extremo, problemas de solvencia. Problemas que pueden ser explicados en términos de un mayor coste de la financiación obtenida de los mercados financieros como consecuencia de un menor rating al tener un mayor riesgo los activos en los que se encuentran materializados sus inversiones. No debemos olvidar que una caída en la cotización de una acción representa una disminución del activo de la entidad financiera.

Un último efecto a considerar estaría relacionado con los cambios producidos en la valoración de las empresas. Cambios materializados en las grandes diferencias existentes entre el valor atribuido por sus fundamentales y el que le otorgan los mercados de capitales. Ante esta situación, las empresas podrían caer en una falsa euforia que les llevaría a llevar a cabo ambiciosos proyectos de inversión que no podrían ser financiados transcurrido el período de fuertes turbulencias.

El *objetivo* del presente apartado es el de determinar si la *Banca* con su mayor presencia en el sector real de la economía, esta incurriendo en un *mayor riesgo* mediante el estudio de la variabilidad de los rendimientos del mercado de valores español. Para un completo análisis, abordamos su estudio desde dos diferentes perspectivas: corto y largo plazo. Consideraciones adicionales nos llevan a hacer dos tipos de matizaciones. La primera de ellas relacionada con el motivo del porqué ha sido seleccionado el Índice General como índice de referencia frente a otro tipo de indicadores. El Índice General es un índice de precios que refleja la rentabilidad obtenida por el aumento o la disminución del precio de las acciones, corregido de la influencia que las ampliaciones de capital y el pago de los dividendos tiene sobre éstos. Por lo tanto, constituye el mejor indicador de su variabilidad. Además, su evolución está influida por las ponderaciones asociadas a cada sector. A lo largo de la década de los noventa, tres sectores van a determinar su evolución: Bancos y Financieras (32,56%), Eléctricas (23,19%) y Comunicaciones (15,48%). Sectores hacia los que la banca tiene principalmente dirigida su cartera. Por lo tanto, su evolución constituye un buen indicador de la tendencia seguida por dichas inversiones. Una segunda matización, estaría relacionada con el hecho de que la validez de este análisis queda limitada al ámbito de las inversiones que la banca realiza en empresas no financieras que cotizan en mercados oficiales.

Para el estudio de la volatilidad a largo plazo, contamos con una muestra representativa de la evolución del Índice General de la Bolsa de Madrid, que abarca el período comprendido entre los meses de enero de 1941 y el mes de diciembre de 1999 (696 observaciones). En el siguiente gráfico recogemos la evolución de los rendimientos desde 1941 hasta el año 1999. A simple vista, parece claro que la volatilidad que tenemos en la actualidad difiere substancialmente de los valores del pasado

Gráfico 4: Evolución de los rendimientos del IGBM 1941-1999

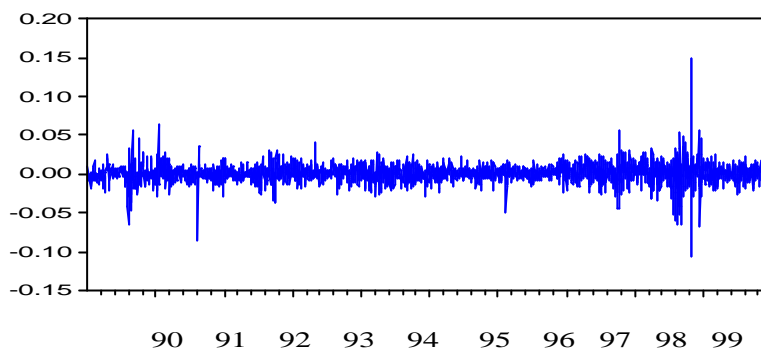


Fuente: Bolsa de Madrid. Elaboración propia.

Como apreciamos en el gráfico, en la evolución de la volatilidad se pueden diferenciar varios períodos. La década de los cuarenta, cincuenta y sesenta, se van a caracterizar por unos bajos niveles tal como podemos apreciar en la segunda columna de la tabla. Niveles que en los tres casos son inferiores a la considera como normal que viene representada por la media. La década de los setenta registraría una mayor variación en los rendimientos, pero acordes a la media. Mientras que la década de los ochenta y noventa, presenta una mayor explosividad. Lo cuál equivale a un mayor riesgo.

Para analizar la volatilidad a corto plazo, vamos a utilizar los rendimientos diarios asociados al Índice General de la Bolsa de Madrid para el período comprendido entre el 2 de enero de 1990 y el 30 de diciembre de 1999. Al excluir por motivos obvios sábados, domingos y días festivos, se obtiene una muestra que abarca un total de 2482 días (aproximadamente unos veinte días por mes). Desde un punto de vista gráfico, la década de los noventa se va a caracterizar por un aumento progresivo del riesgo de las participaciones empresariales de la banca española.

Gráfico 5: Evolución de los rendimientos IGBM 1990-2000



Fuente: Bolsa de Madrid. Elaboración propia.

Creemos que el análisis de volatilidades es posible particularizarlo mucho más. ¿Cómo? Analizando la variabilidad de los rendimientos de los sectores en los que las entidades bancarias materializan principalmente sus inversiones. Eléctricas, Comunicaciones, Construcción, Petróleo y Química, y por último, Bancos y Financieras. En la siguiente tabla establecemos un ranking en función del riesgo y de la rentabilidad de los distintos Índices Sectoriales.

Tabla 5: Desviación típica y rentabilidad Índices Sectoriales

INDICE	Desviación Típica	Ranking Riesgo	Rentabilidad	Ranking Rentabilidad
	(Volatilidad)		(tasa anual %)	
Indice General	0,057577		26,3	
Sectorial Comunicaciones	0,074739	3	76,4	1
Sectorial Eléctricas	0,060381	8	38,21	2
Sectorial Construcción	0,078367	2	11,9	8
Sectorial Petróleo y Química	0,058692	9	21,97	4
Sectorial Minero-Siderometalúrgica	0,078484	1	20,61	6
Sectorial Cartera e Inversión	0,066311	7	21,37	5
Sectorial Otras Industrias y Servicios	0,066535	6	6,61	9
Sectorial Bancos y Financieras	0,069691	4	25,36	3

Fuente: Bolsa de Madrid

De los sectores en los que los bancos y las cajas concentran principalmente sus participaciones, la inversión más arriesgada durante la década de los noventa ha sido la realizada en Construcciones (0,074739), seguida de Comunicaciones (0,074739), Bancos y Financieras (0,069691), Eléctricas (0,060381) y Petróleo y Químicas (0,058692). Como podemos comprobar, las inversiones turísticas (agrupadas bajo el Índice otras industrias y servicios) aparecen entre las tres menos arriesgadas. Desde la óptica de la rentabilidad, la inversión más rentable ha sido la realizada en el sector de las Comunicaciones con una tasa de revalorización anual del 76,4%, seguida de Eléctricas (40%), Bancos y Financieras (25,36%) y Construcción (11,9%).

Entre las empresas en los bancos y cajas de ahorro participaban en 1999 es posible replicar el análisis anterior. Estas eran: Acerinox, Acesa, Aguas de Barcelona, Bodegas y Bebidas, Endesa, Faes, Gas Natural, , Hidroeléctrica del Cantábrico, Iberdrola, Iberpistas, Indra Sistemas, Inmobiliaria Colonial, Inmobiliaria Vallehermoso, Metrovacesa, Repsol, Sogecable, Telefónica, Vidrala y Zeltia. En la siguiente tabla resumimos la rentabilidad anual y la desviación típica para cada sociedad en el período 1991-1999.

Tabla 6: Evolución de rentabilidad y riesgo principales inversiones de la banca

INDICE	Desviación Típica	Ranking Riesgo	Rentabilidad	Ranking Rentabilidad
	(Volatilidad)		(tasa anual %)	
Iberpistas	0,041348	21	16,02	15
Inmobiliaria Colonial	0,123607	4	-28,12	21
Hidroeléctrica Cantábrico	0,06945	16	35,44	9
Endesa	0,06769	18	52,25	7
Repsol	0,066288	20	46,01	8
Telefónica	0,083672	10	143,76	3
Gas Natural	0,100996	9	92,25	5
Acerinox	0,106474	6	70,41	6
Metrovacesa	0,079923	12	3,18	19
Sogecable	0,280188	1	144,79	2
Indra Sistemas	0,142041	3	95,03	4
Iberdrola	0,067131	19	25,85	11
Vidrala	0,104503	8	29,4	10
Zeltia	0,154439	2	202,86	1
Azucarera Española	0,072216	14	17,39	14
Bodegas y Bebidas	0,071814	15	11,21	16
Campofrío	0,105059	7	18,09	13
Faes	0,083648	11	-7,25	20
Inm. Vallehermoso	0,110749	5	7,23	18
Aguas de Barcelona	0,073232	13	18,42	12
Acesa	0,068536	17	9,44	17

Fuente: Bolsa de Madrid. Elaboración propia.

Desde el punto de vista de la volatilidad, la inversión más arriesgada realizada por las entidades bancarias españolas ha sido la realizada en Sogecable por el BBVA, con una desviación de 0,280188. La segunda más arriesgada ha sido la realizada en Zeltia por el BSCH, con una

desviación de 0,154439. En tercer lugar, se sitúa la realizada en Indra Sistemas por Caja de Madrid con una desviación de 0,142041. Por el lado contrario, es decir entre las inversiones con menores posibilidades de pérdidas, encontramos las siguientes participaciones: Iberdrola con una desviación de 0,067131 (por el BBVA), Repsol con una desviación de 0,066288 (por La Caixa y el BBVA) y por último, Iberpistas con una desviación de 0,041348 (por La Caixa).

Desde la óptica de la rentabilidad, las tres participaciones en las que las entidades bancarias han obtenido una mayor plusvalía latente han sido: Zeltia (con una rentabilidad anual de un 202,86%), Sogecable (con una rentabilidad anual del 144,79%) y Telefónica (con una rentabilidad anual del 143,76%). Por tanto, las mayores plusvalías han sido obtenidas en las tres sociedades que la evolución de sus cotizaciones han determinado una mayor posibilidad de pérdidas. La tres inversiones que deberían ser calificadas como de menos rentables serían: Metrovacesa (con una rentabilidad anual del 3,18%), Faes (con una rentabilidad anual del -7,25%) e Inmobiliaria Colonial (con una rentabilidad anual del -28,12%).

#### 4. CONSIDERACIONES FINALES

Nuestra intención al elaborar el presente documento ha sido la de reflejar la importancia adquirida por la cartera de valores tanto en el balance como en la cuenta de pérdidas y ganancias de las entidades analizadas. El turismo a pesar de suponer más de un 12% del PIB no tiene igual importancia dentro de las mismas. El origen de la implicación del sector financiero con el real se remonta, a nivel internacional, al papel asumido por la banca en la financiación de la revolución industrial. En España, como hemos tenido la oportunidad de desarrollar, el nacimiento de esta interrelación lo situamos en la aparición de las sociedades de crédito (Leyes Bancarias de 1856) y de los bancos industriales (Ley de Bases de Ordenación del Crédito y de la Banca de 1962) y en la creación del coeficiente de inversión obligatoria para el conjunto de la banca (cajas de ahorro en 1964 y bancos en 1972). El turismo como industria en pleno nacimiento, no centraba la atención de los reguladores que buscaban orientar los recursos hacia sectores más consolidados. Esta evolución histórica ha hecho que la cartera de valores de la banca se concentre principalmente en tres sectores: energía (59,51%), telecomunicaciones (20,82%) e inmobiliaria (19,65%).

La importancia de los recursos comprometidos nos conducen a plantear la necesidad de controlar los riesgos del grupo bancario. La maximización del valor para el accionista implica tener en cuenta la relación entre la rentabilidad obtenida y el riesgo al que sus recursos quedan expuestos. Parece por tanto contrastado tal y como ha quedado reflejado en el documento, que el período en el que la banca ha aumentado sus participaciones empresariales ha sido el de mayor volatilidad desde la década de los años cuarenta.

Queremos concluir la investigación realizada haciendo referencia a una serie de criterios aportados por Keynes y que deberían constituir un patrón para inversiones empresariales de la banca española.

1) Es preferible la inversión en acciones a la compra de bonos, ya que estos títulos reflejan los activos reales de las empresas. Las razones empleadas pueden ser resumidas en:

- Los bonos no ofrecen la posibilidad de ofrecer mayor rentabilidad que la pactada.
- Los directivos buscan beneficiar a los accionistas, de forma que amortizan los bonos en el peor momento para los bonistas.
- El aumento de las reservas beneficia más a los accionistas (aumento de patrimonio) que a los bonistas (aumento de las garantías).

Además esta inversión ofrece mejores resultados al estar a salvo del deterioro de la capacidad adquisitiva. Por lo tanto, la cartera de valores de la banca debe estar formada principalmente por acciones. Lo que es más, estas deben ser los suficientemente representativas en el mercado en el que coticen.

2) La inversión debe ser realizada con un horizonte a largo plazo. Keynes reconoció que el aprovechamiento de las fluctuaciones a corto plazo era un empeño “vano y peligroso”, por el fuerte componente psicológico de los mercados. No es necesario correr riesgos ya que en el largo plazo el mercado acabará corrigiendo y reconociendo la sobrevaloración o la infravaloración del valor a corto. Por lo tanto, la cartera de valores de la banca debe estar fundamentada en tendencias económicas no en movimientos especulativos.

3) La inversión debe realizarse diversificando diversificando las carteras para reducir los riesgos de las posibles fluctuaciones. Para Keynes es clave elegir sectores y títulos que presenten

revalorización potencial por estar infravalorados en relación a su valor intrínseco. Por lo tanto, la cartera de valores de la banca debe buscar la máxima rentabilidad mediante una adecuada diversificación.

## 5. BIBLIOGRAFÍA

- Arasa, C., Andreu, J.M. (1993): “*Banca Universal vs Banca Especializada*”. Secretaria de Hacienda. Madrid.
- Banco Popular (2000): “*Informe anual*”.
- BBVA (2000): “*Informe anual*”.
- Bengoechea, J. (1994): “*El catalizador del cambio en el negocio bancario. La desintermediación*”. Perspectivas del Sistema Financiero Nº 48.
- Berlin, M. (2000): “*Why Don't Banks take Stock?*”. Business Review. Federal Reserve Bank of Philadelphia. May/June.
- Blanch, J., Garrido, A., Sanromá, E. (1990): “*Las relaciones Banca-Industria y su incidencia sobre la eficiencia bancaria*”. Economía Industrial Nº 272.
- BSCH (2000): “*Informe anual*”.
- Caja Madrid (2000): “*Informe anual*”.
- Chuliá, C. (1990): “*Las participaciones del sistema bancario en las empresas no financieras*”. Papeles de Economía Española Nº 44.
- Editur (2002): “*Internacionalización de la empresa turística española*”. Nº 2.227.
- Editur (2002): “*El papel de los bancos y las cajas de ahorro en el sector hotelero español*”. Nº 2.231.
- Editur (2002): “*Banca en la hotelería*”. Nº 2.231.
- Edwards, F.R., Mishkin, F.S. (1995): “*El declive de la banca tradicional: implicaciones para la estabilidad financiera y la política de regulación*”. Moneda y Crédito Nº 200.
- Emmons, W.R., Schmid, F.A. (1998): “*Universal Banking, Control Rights and Corporate Finance in Germany*”. Federal Reserve Bank of St. Louis. Economic Review. July/August.
- Huescar, A. (2002): “*Turismo: crisis, gestión, recuperación*”. Economistas. Nº92.
- La Caixa (2000): “*Informe anual*”.
- Muñoz Guarasa, M. (2002): “*Inversiones exteriores y competitividad: un análisis de las actividades de servicios en España*”. Economistas. Nº92.
- Mora, A. (1991): “*Los grupos industriales de los grandes bancos*”. Economistas Nº47.
- Mora, A. (1997): “*Tendencias y perspectivas del mercado de valores*”. Cuadernos de Información Económica Nº119.
- Pellicer, M. (1993): “*Evolución de la regulación financiera en España*”. Boletín Económico del ICE Nº723.
- Ramón Rodríguez, A.B. (2002): “*La internacionalización de las empresas turísticas*”. Economistas. Nº92.
- Sebastián, A., Suárez, J.L. (1992): “*Análisis de la rentabilidad histórica de la inversión en acciones, deuda pública y renta fija privada en el mercado de capitales español*”. Bolsa de Madrid. Estudios Bursátiles.
- Segura, J. (1993): “*Mercados y regulación*”. Boletín económico del ICE Nº723.
- Serra Ramoneda, A. (1994): “*Sobre los modelos de relaciones Banca-Industria*”. Perspectivas del Sistema Financiero Nº48.
- Torrero, A. (1991): “*Relaciones Banca-Industria. La Experiencia Española*”. Espasa Calpe. Madrid.



- Torrero, A. (1993): “*La regulación de las exigencias de capital en el sistema bancario. A propósito de la experiencia norteamericana y el acuerdo de Basilea*”. Revista de Economía Aplicada Nº 1.
- Vogeler, C., Hernández, E. (2000): “*El mercado turístico: estructura, operaciones y procesos de producción*”. Centro de Estudios Ramón Areces. Madrid.