

EL SECTOR TURÍSTICO Y LAS PARTICIPACIONES EMPRESARIALES DE LA BANCA

*Luis González García**

Universidad de Málaga

*Luis Felipe Mendieta***

Universidad de Alcalá

*Antonio Mora Sánchez**

Universidad de Málaga

RESUMEN

La investigación realizada toma como punto de partida el fuerte incremento registrado en la cartera de valores de las principales entidades de crédito españolas, en el período 1990-2000, para mantener sus niveles de rentabilidad. Se analizan las participaciones empresariales de las cinco principales entidades de depósito (que concentran el 80% del total del sistema financiero) durante la década de los noventa: BBVA, SCH, Banco Popular, La Caixa y Caja de Madrid. Las inversiones no financieras de la banca presentan un alto nivel de concentración en tres sectores: energía, telecomunicaciones e inmobiliarias o constructoras, sectores con una vinculación elevada con el sector turístico. Se analizan también sus participaciones directas en empresas del sector, tratando de identificar sus estrategias y si las mismas contribuyen a los objetivos de rentabilidad del conjunto de las entidades a corto y largo plazo. Por último se estudian las consecuencias de las estrategias sobre el nivel de riesgo del conjunto del sistema.

Palabras clave: entidades de depósito, inversiones, turismo, riesgo y volatilidad.

Fecha de recepción: 25 de septiembre de 2003.

Fecha de aceptación: 15 de diciembre de 2003.

* Escuela Universitaria de Turismo. Universidad de Málaga. Edificio de Hostelería y Turismo. Campus de Teatinos s/n. 29071 MÁLAGA (España). E-mail: lgonzalez@uma.es y ams@uma.es

** E-mail: pimend@hotmail.com

ABSTRACT

This paper shows how the banks are trying to keep their levels of returns of earnings increasing their investments in non-financial companies. We examine the strategy of five banks during the period 1990-2000: BBVA, SCH, Banco Popular, CajaMadrid and La Caixa. They concentrate their securities in: energy, telecommunication and real state sector. Tourism is a very important sector in the economy of Spain (represents approximately 12% of GDP). Why do they not invest so much in tourism? We try to find an explanation in this paper. We conclude the analysis introducing the fact that central banks must control: the risk.

Key words: banks, investment, tourism, risk and volatility.

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

En España, el origen de las inversiones de la banca en empresas no financieras 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 caracterizan porque están autorizados a emitir billetes; la mayor parte de los recursos ajenos los obtienen a corto plazo en forma de billetes y cuentas corrientes y porque se especializan en operaciones a corto plazo: préstamos y descuentos. Por el contrario, las Sociedades de crédito son el reflejo de la influencia extranjera en la banca española, siendo estas el origen de la banca universal en España. En cuanto a su financiación, los recursos ajenos los obtienen a largo plazo, siendo las dos principales partidas el capital y las reservas. Como consecuencia de ello, sus activos tienen un plazo de maduración mayor, destacando la promoción de empresas, las suscripciones y los préstamos renovables. Estas *entidades volcaron* su actividad crediticia al servicio de las *Compañías ferroviarias*. El turismo en sentido moderno, como actividad económica, todavía no existía¹.

En el primer tercio del siglo XX, 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, 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 de su creación, destacando entre sus participaciones sectoriales: Ferrocarriles (24,31%), Eléctricas (23,83%), Tabacos (11%), Siderurgia (10,76%) y la Minería (4,8%).

En las primeras décadas del siglo XX se materializan en España las primeras iniciativas turísticas que reflejan la mentalidad de la época, considerando a nuestro patrimonio artístico y monumental como la principal motivación de los turistas extranjeros para visitar nuestro país.

¹ 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.

En este período se organizan los primeros congresos internacionales de turismo², se inaugura el Hotel Ritz de Madrid (1910) y se crea 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 entre los bancos y las empresas de sectores no financieros en la década de los cuarenta-cincuenta respondía a la autarquía económica de este período del siglo XX. El entorno altamente proteccionista, así como el papel asumido por los poderes públicos, consolidó en España un sector industrial débil, de escasa dimensión pero rentable mientras se mantuvo la reserva total del mercado interior³. Las décadas de los cuarenta y los cincuenta fueron años particularmente difíciles para todo el país y el turismo no podía ser una excepción. El turismo extranjero dejó prácticamente de existir (en 1947 se recibieron tan sólo 137.000 visitantes) y también la salida de los españoles al exterior estaba sujeta a fuertes restricciones. Como consecuencia, las escasas actividades turísticas no tenían interés para las inversiones empresariales de la banca española.

La *Ley de Bases de Ordenación del Crédito y la Banca* de 1962, apostó por la especialización de la banca mixta tradicional a la que obligaba a convertirse en bancos comerciales puros o en bancos industriales y de negocios. En el Estatuto de los nuevos bancos industriales se estableció cual debía ser el fin primordial de las nuevas instituciones, éstas debían dirigirse 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 pudiendo 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 la financiación a corto plazo, y superando las limitaciones impuestas mediante ampliaciones de capital. En la década de los años sesenta se inicia la fase de desarrollo del turismo de masas en España⁴. En éstos años se produce además una intensificación de las relaciones entre la banca y la industria al establecerse 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 otros 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. Sin embargo, a pesar de la importancia que las actividades económicas relacionadas con el turismo comienzan a tener durante estos años, no se favorece la inversión en este tipo de empresas.

2 Zaragoza (1908), San Sebastián (1909) o Madrid (1912).

3 Véase, para un estudio más pormenorizado, Torrero (1991).

4 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.

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 favorecía con estos cambios de una forma especial la financiación de las *empresas turísticas*.

Desde mediados de los años setenta y en la década de los años ochenta del siglo XX, el modelo de relación banca-industria estuvo condicionado por la crisis económica que afectó a los sectores en los que España había centrado su crecimiento económico. La crisis de los sectores industriales arrastraron a un gran número de bancos que habían mantenido relaciones muy estrechas con las empresas, debido principalmente a dos motivos: en primer lugar, al hundimiento de las cotizaciones; y en segundo lugar, a la situación económica de sus deudores. También el propio comportamiento de la banca, que en un intento de huida hacia delante, trataba de salvar a sus participados ampliando su financiación. La consecuencia final fue un cambio de estrategia reduciendo los bancos sus participaciones accionariales en las empresas y aumentando su financiación. En el Sector Turístico se consolidan las tendencias de los años sesenta con un turismo familiar de sol y playa, elevada estancia media, concentración en su oferta y con una intensa concentración en la demanda.

En la década de los ochenta se inicia un proceso de desregulación y liberalización económica que afecta directamente a las entidades bancarias y que se consolida en los años noventa igualando sus actividades y funciones entre bancos y cajas de ahorros y reduciendo, hasta su eliminación, los coeficientes de inversión obligatoria. Como resultado de este proceso, a comienzos de la década de los noventa, la distribución sectorial de las participaciones empresariales de la banca queda reflejada en la Tabla 1.

Tabla 1
DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LAS PARTICIPACIONES DE LA BANCA (1990)

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 de las participaciones empresariales de los bancos favoreció la configuración de un sector turístico caracterizado por un escaso grado de internacionalización, con dificultades de financiación que limitaban sus posibilidades de crecimiento y ello facilitó y potenció su control por los grandes operadores europeos.

2. DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LA CARTERA DE VALORES DE LOS GRUPOS BANCARIOS

2.1. Cartera de valores. Definición, Tipología y Evolución

La cartera de valores comprende las siguientes partidas: Deuda Pública, Obligaciones y valores de renta fija, Acciones y Otros Títulos de Renta Variable, Participaciones y Participaciones en Empresas del Grupo.

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 existía una vinculación duradera ni estén destinadas a contribuir a la actividad del Grupo Bancario. 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 sociedades que aun teniendo la consideración de Grupo, no van a consolidarse al no estar su actividad directamente relacionada con la del resto de sociedades.

Tabla 2
PROPENSIÓN INVERSORA DE LAS CINCO GRANDES ENTIDADES BANCARIAS ESPAÑOLAS (2000)

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

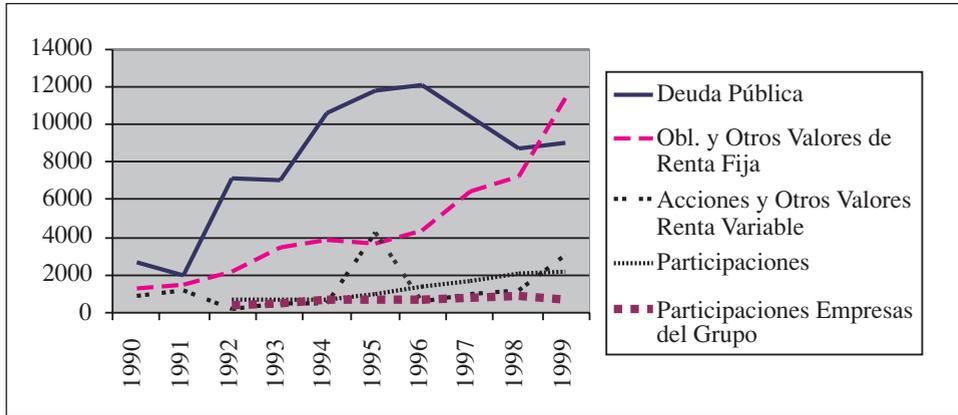
Propensión inversora = Cartera de valores/ Activo Total

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

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, que representaban 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 estudiados, lo constituía la cartera de valores.

El Gráfico 1 muestra la evolución de las principales partidas de la cartera de valores. En 1992, el 87% es renta fija, (el 77% deuda pública) y la renta variable apenas representaba un 13%. En el año 2000, la renta fija desciende en 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 DE LA CARTERA DE VALORES DE LAS CINCO GRANDES ENTIDADES BANCARIAS (1990-2000)



Datos en miles de millones de pesetas.

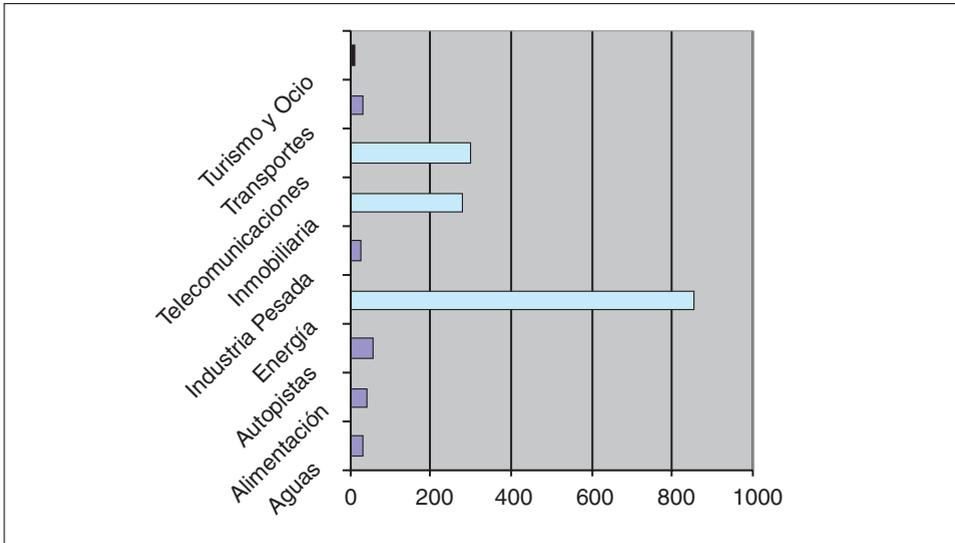
Fuente: Informes anuales. Elaboración propia.

Los factores que explican el acelerado crecimiento de la cartera de valores de los grandes grupos bancarios españoles se relacionan con las variables económicas que 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 como consecuencia de la evolución de los tipos de interés, la rentabilidad de las actividades bancarias tradicionales (créditos fundamentalmente) se ha reducido, por lo que la banca adoptó una estrategia para lograr el mantenimiento de su posición como intermediario financiero participando en actividades bancarias no tradicionales, circunstancia que explica el enorme esfuerzo inversor realizado en sociedades financieras (Instituciones de Inversión Colectiva y Compañías de seguros principalmente), y el aumento de la 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. Esta estrategia a lo largo de la década de los noventa se vio potenciada por dos factores adicionales; la liberalización del sector servicios y las privatizaciones de empresas públicas.

2.2. Distribución sectorial de la cartera de valores

Analizamos la distribución sectorial de las inversiones aunque 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 se observa en el Gráfico 2, se aprecia la existencia de tres sectores predominantes, que suponen el 84,17% del total de la inversión realizada en el año 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 man-

Gráfico 2
DISTRIBUCIÓN SECTORIAL INVERSIONES EMPRESARIALES DE LAS CINCO GRANDES ENTIDADES BANCARIAS (2000)



Datos en miles de millones.

Fuente: Informes anuales. Elaboración propia.

tenidas 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 0,01% del total. Las inversiones en empresas turísticas apenas representaban 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 Inmobiliaria la participación del grupo La Caixa en Inmobiliaria Colonial (442 millones de euros).

El 90% del total de las inversiones realizadas por la banca en el sector turístico se concentra en el sector hotelero. El 10% restante se distribuye mas o menos de forma equilibrada entre: parques temáticos (un ejemplo lo encontramos en la participación de Bancaja en Terra Mítica), transporte (la más destacada es la inversión del BBVA en Iberia) y agencias de viaje de escasa dimensión (como la agencia propiedad de Ibercaja).

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 de los bancos se vieron obligados a asumir la propiedad de numerosos hoteles. El resultado de esta inversión obligada fue el descubrimiento de que este sector podía aportar considerables beneficios, y por ello muchas entidades financieras comenzaron a mostrar mayor interés

por el sector hotelero. El incremento de las transacciones desde finales de la década de los noventa está 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, destacamos que se trata de una inversión con un nivel bajo de riesgo ya que en el largo plazo la inversión realizada se recupera con las plusvalías generadas por la venta del inmueble. En la Tabla 3 se recogen las principales participaciones en el sector hotelero de las entidades bancarias.

Tabla 3
INVERSIONES HOTELERAS DE LAS ENTIDADES BANCARIAS (2000)

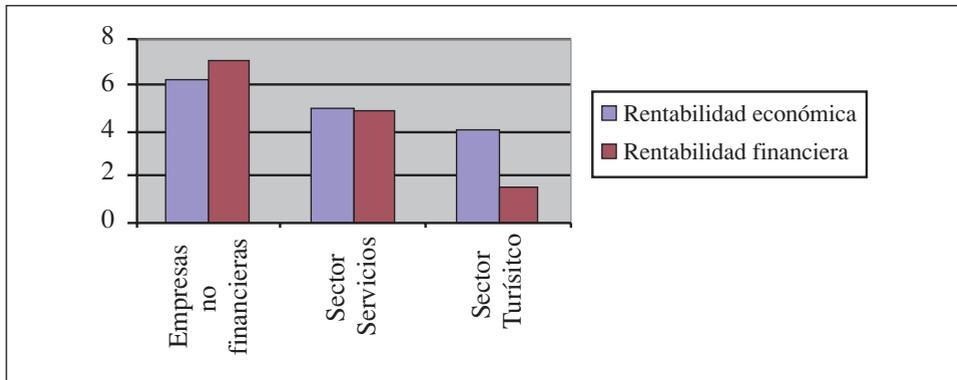
Compañía hotelera	Entidad financiera
Grubarges	BBVA
Occidental Hoteles	La Caixa
AC Hoteles	SCH
Sol Meliá	CAM
NH Hoteles	Bancaja/Caja Madrid
Hotel Arts	Deutsche Bank
Hoteles Playa	Unicaja
Hotel Antequera	Cajasur

Fuente: Editur.

La escasa participación del sector turístico en su conjunto en la cartera de valores de las entidades de depósito se justifica por:

- En primer lugar, por la rentabilidad ofrecida por el sector. En la década de los noventa, y como se refleja en el Gráfico 3, para 1995 la rentabilidad financiera media para el conjunto de empresas no financieras se sitúa en el 7,04%. Sin

Gráfico 3
RENTABILIDAD COMPARADA ENTRE EMPRESAS NO FINANCIERAS, SECTOR SERVICIOS Y SECTOR TURÍSTICO (1995)



Fuente: Encuesta de Servicios. INE.

Tabla 4
CONTROL DE LOS GRANDES TOUR OPERADORES EN ANDALUCÍA

TOUR OPERADOR	Málaga	Jerez	Almería	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.

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%).

- La excesiva dependencia del sector de muy pocos mercados emisores. Tomando como representativo del conjunto nacional el caso de Andalucía, comprobamos como casi el 90% del turismo internacional procede, según SAETA, de tres países: Reino Unido, Alemania y Francia.
- La situación del turismo internacional respecto a su vinculación con los grandes tour operadores europeos. En el caso de Andalucía, casi el 50% del total de los flujos recibidos están controlados de manera directa por los grandes tour operadores. En concreto, el 92% de los mismos los gestionan seis compañías (TUI, Thomas Cook, Globus Travel, First Choice, My Travel Group y Rewe), como muestra la Tabla 4.
- El elevado endeudamiento de los grandes grupos empresariales como consecuencia de las dificultades de financiación que encuentran sus proyectos. 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 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). Desde una perspectiva internacional, las entidades bancarias tiene una presencia significativa en el sector turístico como se recoge en la Tabla 5.

Tabla 5
PARTICIPACIÓN DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS EN EL SECTOR
TURÍSTICO INTERNACIONAL (2000)

Sociedad	Sector	Accionistas
TUI	Tour Operador	Westdeutsche Landesbank (100%)
My Travel Group	Tour Operador	Morgan Stanley (8,52%), Deutsche Bank (3,12%)
Kuoni	Tour Operador	M & G Investment Ltd. (5%)
First Choice	Tour Operador	Prudential Plc (10%), Barclays (4%), Morley Fund (3%)
Choice Hotels	Cadena hotelera	Baron Capital (17,95%), Barclays Global Investors (4,13%)
Accor	Cadena hotelera	CDC Ixis (3,2%)
Marriott	Cadena hotelera	Southeastern asset (8,08%)

En porcentaje de participación.

Fuente: Informes anuales de las distintas compañías. Elaboración propia.

3. LA VOLATILIDAD Y LAS PARTICIPACIONES EMPRESARIALES

Las inversiones realizadas por las entidades bancarias españolas se producen en empresas que cotizan en los mercados de capitales. A estas inversiones, y en concreto al riesgo de mercado de las mismas, aplicamos con el análisis de la volatilidad. La volatilidad se define como la variabilidad que presenta el rendimiento de un activo financiero considerándose como una medida del riesgo, ya que nos muestra alteraciones en los rendimientos de los activos.

En la elección de los indicadores que se utilizan para medir la volatilidad, debemos tener en cuenta, en primer lugar, que los resultados obtenidos varían en función de la técnica utilizada (desviación típica, estimador de Schwert, margen porcentual, histogramas); en segundo lugar, debemos considerar el período de tiempo para el cual queremos realizar la medición. A 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. La volatilidad afecta negativamente a la actividad económica porque provoca una disminución del gasto realizado tanto en consumo como en inversión, ya que los inversores perciben 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 a la inversión en activos con menor riesgo, o bien tratarán de inmunizar sus carteras mediante el empleo de futuros y opciones, por lo que se producirá un aumento del coste de financiación de las empresas que cotizan en el mercado, y en el mercado de opciones, cuanto mayor sea la volatilidad, mayor será el precio de la opción. 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 participaciones en empresas no financieras podrían atravesar eventualmente problemas de solvencia derivados de un

mayor coste de la financiación obtenida en los mercados por una bajada en su rating de la entidad al tener un mayor riesgo los activos en los que se encuentran materializados sus inversiones.

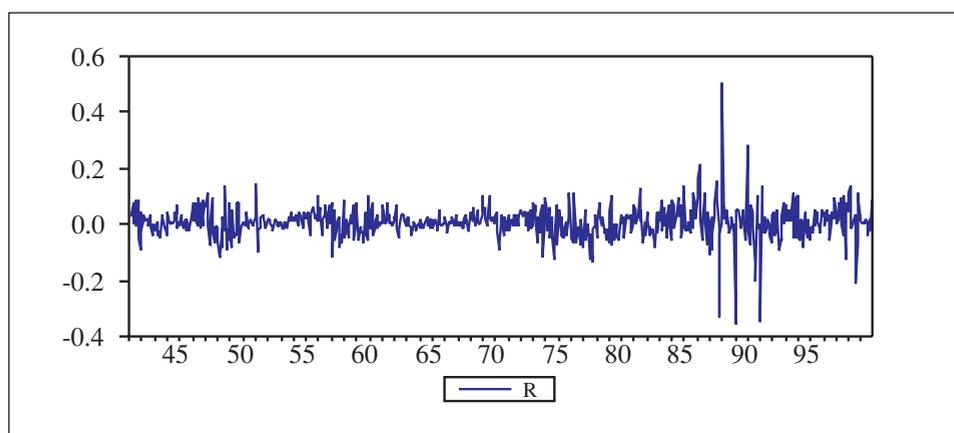
Un último efecto a considerar se relaciona con las alteraciones que se producen en la valoración de las empresas. Estos cambios se materializan en las grandes diferencias existentes entre el valor atribuido por sus fundamentales y el que le otorgan los mercados de capitales.

Nuestro objetivo es el de determinar si las grandes entidades bancarias españolas con mayor presencia en el sector real de la economía, están incurriendo en un *mayor riesgo* medido por la variabilidad de los rendimientos del mercado de valores español a corto y largo plazo, utilizando el Índice General de la bolsa de Madrid como índice de referencia, ya que 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 determinan su evolución: Bancos y Financieras (32,56%), Eléctricas (23,19%) y Comunicaciones (15,48%), sectores en los que la banca tiene las participaciones mayoritarias de su cartera. Por lo tanto, su evolución constituye un buen indicador de la tendencia seguida por dichas inversiones. El análisis se limita a 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). El Gráfico 4 recoge la evolución de los rendimientos desde 1941 hasta el año 1999.

Gráfico 4
EVOLUCIÓN DE LOS RENDIMIENTOS DEL IGBM (1941-1999)

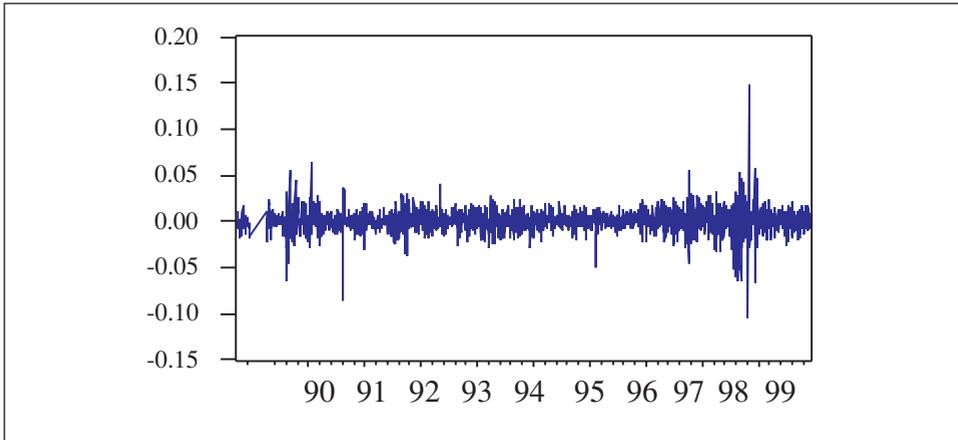


Fuente: Bolsa de Madrid. Elaboración propia.

En la evolución de la volatilidad se pueden diferenciar tres períodos. La década de los cuarenta, cincuenta y sesenta caracterizadas por unos bajos niveles de volatilidad, que en los tres casos son inferiores a la normal, representada por la media. La década de los setenta registró una mayor variación en los rendimientos, pero cercanos a la media. Mientras que la década de los ochenta y noventa, presenta una volatilidad mayor, lo que equivale a un mayor riesgo.

Para analizar la volatilidad a corto plazo, empleamos la desviación típica de 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 2.482 días (aproximadamente unos veinte días por mes). El Gráfico 5 refleja que la década de los noventa se caracteriza 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.

El análisis de volatilidades permite una mayor concreción, analizándose así 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 Tabla 6 establecemos un ranking en función del riesgo y de la rentabilidad de los distintos Índices Sectoriales.

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 Construcción (0,078367), 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,

Tabla 6
DESVIACIÓN TÍPICA Y RENTABILIDAD ÍNDICES SECTORIALES
(1991-1999)

<i>INDICE</i>	<i>Desviación Típica</i>	<i>Ranking Riesgo</i>	<i>Rentabilidad</i>	<i>Ranking Rentabilidad</i>
	<i>(Volatilidad)</i>		<i>(tasa anual %)</i>	
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.

Tabla 7
EVOLUCIÓN DE RENTABILIDAD Y RIESGO DE LAS PRINCIPALES
INVERSIONES DE LA BANCA (19991-1999)

<i>INDICE</i>	<i>Desviación Típica</i>	<i>Ranking Riesgo</i>	<i>Rentabilidad</i>	<i>Ranking Rentabilidad</i>
	<i>(Volatilidad)</i>		<i>(tasa anual %)</i>	
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.

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%).

En la Tabla 7 realizamos de nuevo el análisis para las empresas en las que los bancos y cajas de ahorro participaban en 1999 de forma significativa. 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. La Tabla 7 resume la rentabilidad anual y la desviación típica para cada sociedad en el período 1991-1999.

Desde el punto de vista de la volatilidad, la inversión más arriesgada realizada por las entidades bancarias española fue la de 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 un 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 (BBVA), Repsol con una desviación de 0,066288 (La Caixa y el BBVA) y por último, Iberpistas con una desviación de 0,041348 (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. Las 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

La cartera de valores ha adquirido una importancia destacable tanto en el balance como en la cuenta de pérdidas y ganancias de las cinco entidades bancarias españolas analizadas. El turismo a pesar de suponer más de un 12% del PIB no tiene igual importancia dentro de estas participaciones. El origen de la implicación del sector financiero con el real se encuentra, a nivel internacional, en el papel asumido por la banca en la financiación del crecimiento industrial. En España, esta interrelación se inicia con las sociedades de crédito (Leyes Bancarias de 1856), se consolida con los bancos industriales (Ley de Bases de Ordenación del Crédito y de la Banca de 1962) y 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 sector en crecimiento, no centraba la atención de los reguladores que buscaban orientar los recursos hacia sectores industriales 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%), aunque una vinculación importante de forma indirecta con la actividad turística.

La importancia y cuantía de los recursos comprometidos en las participaciones en empresas no financieras exigen un mayor control de los riesgos de los grupos bancarios. 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. Por último, el período en el que la banca aumentó significativamente sus participaciones empresariales fue el de mayor volatilidad desde la década de los años cuarenta.

5. BIBLIOGRAFÍA

- ARASA, C., ANDREU, J.M. (1993): *Banca Universal vs Banca Especializada*, Secretaría 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* N° 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* N° 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* N° 44.
- EDITUR (2002): «Internacionalización de la empresa turística española», N° 2.227.
- EDITUR (2002): «El papel de los bancos y las cajas de ahorro en el sector hotelero español», N° 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* N° 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* N° 92.
- LA CAIXA (2000): «Informe anual».
- MUÑOZ GUARASA, M. (2002): «Inversiones exteriores y competitividad: un análisis de las actividades de servicios en España», *Economistas* N° 92.
- MORA, A. (1991): «Los grupos industriales de los grandes bancos», *Economistas* N° 47.
- MORA, A. (1997): «Tendencias y perspectivas del mercado de valores», *Cuadernos de Información Económica* N° 119.
- PELLICER, M. (1993): «Evolución de la regulación financiera en España», *Boletín Económico del ICE* N° 723.

- RAMÓN RODRÍGUEZ, A.B. (2002): «La internacionalización de las empresas turísticas», *Economistas* N° 92.
- 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* N° 723.
- SERRA RAMONEDA, A. (1994): «Sobre los modelos de relaciones Banca-Industria», *Perspectivas del Sistema Financiero* N° 48.
- 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* N° 1.
- VOGELER, C., HERNÁNDEZ, E. (2000): *El mercado turístico: estructura, operaciones y procesos de producción*, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid.