

**RENTABILIDAD Y CREACION DE VALOR DE  
136 EMPRESAS ESPAÑOLAS EN EL  
PRIMER SEMESTRE DE 2009 Y EN 2008**

Pablo Fernández

Vicente J. Bermejo

El CIIF, Centro Internacional de Investigación Financiera, es un centro de carácter interdisciplinar con vocación internacional orientado a la investigación y docencia en finanzas. Nació a principios de 1992 como consecuencia de las inquietudes en investigación financiera de un grupo interdisciplinar de profesores del IESE, y se ha constituido como un núcleo de trabajo dentro de las actividades del IESE Business School.

Tras más de diez años de funcionamiento, nuestros principales objetivos siguen siendo los siguientes:

- Buscar respuestas a las cuestiones que se plantean los empresarios y directivos de empresas financieras y los responsables financieros de todo tipo de empresas en el desempeño de sus funciones.
- Desarrollar nuevas herramientas para la dirección financiera.
- Profundizar en el estudio de los cambios que se producen en el mercado y de sus efectos en la vertiente financiera de la actividad empresarial.

Todas estas actividades se proyectan y desarrollan gracias al apoyo de nuestras empresas patrono, que además de representar un soporte económico fundamental, contribuyen a la definición de los proyectos de investigación, lo que garantiza su enfoque práctico.

Dichas empresas, a las que volvemos a reiterar nuestro agradecimiento, son: Aena, A.T. Kearney, Caja Madrid, Fundación Ramón Areces, Grupo Endesa, Royal Bank of Scotland y Unión Fenosa.

<http://www.iese.edu/ciif/>

# RENTABILIDAD Y CREACION DE VALOR DE 136 EMPRESAS ESPAÑOLAS EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2009 Y EN 2008

Pablo Fernández<sup>1</sup>

Vicente J. Bermejo<sup>2</sup>

## Resumen

En el primer semestre de 2009, la rentabilidad de la bolsa española fue del 6,9%, y 81 empresas (entre 136) tuvieron rentabilidad positiva. Considerando conjuntamente los años 2008 y 2009, sólo cuatro empresas (Funespaña, CAF, Viscofán y Tecnocom) tuvieron rentabilidad positiva.

La destrucción de valor para los accionistas de las 136 empresas fue de 5 millardos de euros en el semestre (420 millardos en 2008).

El descenso de 2008-2009 ha sido similar a los de 2002, 1947 y 1956, y menor que el de 1973-1982.

Se muestra un hecho preocupante: el aumento de la rentabilidad adicional que los inversores internacionales exigen a los bonos del Estado español con respecto a los emitidos por el Estado alemán. Este diferencial fue prácticamente cero en 2003-2006 y aumentó sustancialmente en 2008 y 2009.

El último Anexo contiene algunos apuntes sobre la “crisis”.

Clasificación JEL: G12, G31, M21

**Palabras clave:** creación de valor, IBEX 35, rentabilidad para los accionistas y capitalización bursátil.

<sup>1</sup> Profesor de Dirección Financiera, Cátedra PricewaterhouseCoopers de Finanzas Corporativas, IESE

<sup>2</sup> Asistente de Investigación, IESE

## RENTABILIDAD Y CREACION DE VALOR DE 136 EMPRESAS ESPAÑOLAS EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2009 Y EN 2008

### 1. Datos de 2009

En el primer semestre de 2009, la rentabilidad de la bolsa española fue del **6,9%**. Hubo 81 empresas (entre 136) con rentabilidad positiva (en 2008, sólo tres). Considerando conjuntamente los años 2008 y 2009, **cuatro** empresas (Funespaña, CAF, Viscofán y Tecnocom) tuvieron rentabilidad positiva, y la rentabilidad promedio de las 136 empresas fue del **-43%**. La Tabla 1 compara la rentabilidad del IBEX 35 con la de otros índices internacionales.

**Tabla 1**

Rentabilidad de algunos índices mundiales en 2008 y 2009 (incluye dividendos)

	IBEX 35	S&P500	EuroStoxx 50	FT100	DAX	CAC	Topix
<b>1<sup>er</sup> semestre 2009</b>	<b>6,9%</b>	3,2%	3,4%	-1,6%	-0,3%	0,9%	8,2%
1 <sup>er</sup> trimestre 2009	<b>-15,8%</b>	-9,7%	-11,2%	-9,4%	-13,3%	-12,7%	-8,8%
2008	<b>-36,5%</b>	-37,0%	-41,2%	-28,3%	-40,6%	-40,3%	-41,8%
8/nov./2007* - 31/mzo./2009	<b>-48,8%</b>	-44,0%	-48,9%	-34,8%	-46,9%	-47,9%	-47,3%

\* El IBEX 35 alcanzó el 8 de noviembre de 2007 su máximo histórico.

La **destrucción de valor para los accionistas** de las 136 empresas del continuo fue de 5 millardos de euros en el primer semestre de 2009, 420 millardos en 2008 (sólo Fenosa y Funespaña crearon valor para sus accionistas<sup>1</sup>) y 15 millardos en 2007.

Los **Anexos 1 y 2** contienen la información relativa a las 136 empresas españolas del mercado continuo que cotizaban en diciembre de 2007, en 2008 y en junio de 2009. La Tabla 2 es un resumen de algunos resultados.

---

<sup>1</sup> La creación de valor en un período es la capitalización al principio del período multiplicada por la diferencia entre la rentabilidad para los accionistas y la rentabilidad exigida. Por consiguiente, existe creación de valor para los accionistas en un período cuando la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad exigida.

## Tabla 2

### Algunos resultados de este trabajo

En millones de euros	IS 2009	IT 2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Número de empresas analizadas	136	136	136	125	123	119	123	125
Empresas que crearon valor	68	3	2	29	102	99	97	108
Mayor creación de valor	Santander 15.161	Bankinter 651	Fenosa 1.505	Telefónica <b>26.828</b>	Santander 16.234	Santander 10.404	Telefónica 8.077	Telefónica 15.382
Mayor destrucción de valor	Cepsa -11.539	Santander -13.012	Arcelor <b>-58.067</b>	BBVA -8.820	EADS -7.284	Telefónica -5.842	Santander -3.777	Inditex -5.270
Creación de valor total	<b>-5.016</b>	<b>-94.332</b>	<b>-419.996</b>	<b>-15.173</b>	156.496	78.125	49.778	68.838
Rentabilidad media	<b>9,3%</b>	<b>-10,6%</b>	<b>-45,4%</b>	<b>- 6,4%</b>	50,0%	42,2%	26,7%	35,1%
Rentabilidad media ponderada por cap.	<b>3,4%</b>	<b>-16,5%</b>	<b>-40,1%</b>	<b>+ 6,4%</b>	45,9%	23,4%	20,9%	31,9%
Mayor rentabilidad	Vueling 130%	Jazztel 69,4%	Fenosa 19%	CAF 105,5%	Inmocaral 390%	Sniace 389%	Mecalux 101%	Sogecable 223%
Menor rentabilidad	SOS Cuétara -69,7%	Reyal Urbis -60,7%	Astroc <b>-92,0%</b>	Astroc <b>-87,4%</b>	Jazztel -22%	Miquel y Costas -31%	Avanzit -25%	Jazztel -37%
Números de empresas con rentabilidad > 0	<b>81</b>	<b>31</b>	<b>3</b>	<b>51</b>	111	108	110	116

Fuente de los datos: Datastream y elaboración propia.

El **Anexo 1** muestra que sólo dos de las 136 empresas crearon valor para sus accionistas en 2008. En 2007, Telefónica fue la empresa que más valor creó para sus accionistas (seguida de Arcelor, Iberdrola, Acciona y Gas Natural), y 94 empresas destruyeron valor (proporcionaron a sus accionistas una rentabilidad inferior a la rentabilidad exigida). La destrucción de valor de las 136 empresas en 2008 fue de 420 millardos de euros.

El **Anexo 2** muestra que la empresa más rentable para sus accionistas en IS2009 fue Vueling (en 2008 fue Unión Fenosa; en 2007, fue CAF; en 2006, Inmocaral, y en 2005, Sniace). Un total de **48** empresas tuvieron una rentabilidad negativa para sus accionistas en IS2009 (133 en 2008, 74 en 2007 y sólo 12 en 2006). La rentabilidad media en IS2009 fue del **9,3%** (la media ponderada por capitalización fue del **3,4%**). La rentabilidad media en 2008 fue del **-45,4%** (la media ponderada por capitalización fue **-40,1%**). La rentabilidad media de 2007 también fue negativa (**-6,4%**), pero la media ponderada por capitalización fue positiva (**6,4%**), debido a la mayor rentabilidad de las empresas grandes, especialmente Telefónica.

La capitalización de las 136 empresas pasó de 857 millardos de euros en 2007 a 505 en 2008, a 419 en marzo de 2009 y a 514 en junio de 2009. En junio de 2009, las diez mayores empresas supusieron el 66% de la capitalización total, mientras que las 46 empresas más pequeñas sólo representaron el 1% de la capitalización total.

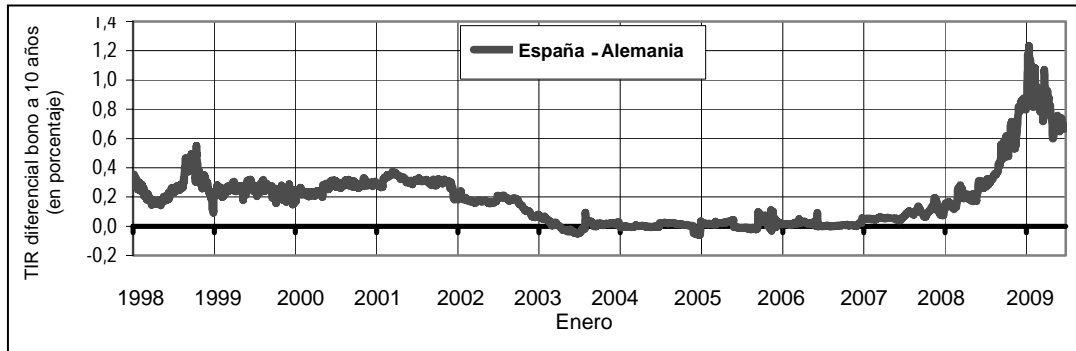
La Figura 1 muestra un hecho preocupante: la rentabilidad adicional que los inversores internacionales exigen a los bonos del Estado español con respecto a los emitidos por el Estado alemán. El diferencial se redujo a cero en 2003, fue prácticamente cero hasta 2006, aumentó sustancialmente en 2007 y 2008 y sigue siendo muy grande en 2009.

Esta “crisis” no la ha provocado un meteorito caído en la Península Ibérica: es la consecuencia de muchas decisiones tomadas por directivos y consejeros de instituciones financieras y

empresas, así como de la pasividad y de las mentiras de algunos reguladores, auditores y políticos. Para recuperar la credibilidad y restablecer la confianza de consumidores e inversores (de dentro y de fuera de nuestras fronteras), es preciso y urgente que los responsables asuman sus responsabilidades.

### Figura 1

Rentabilidad exigida (TIR) a los bonos del Estado a 10 años de España y de Alemania



## 2. Ha habido descensos de cotizaciones superiores a los de 2008-2009

La Figura 2 muestra la evolución del IBEX 35 en los últimos 22 años: el descenso de las cotizaciones en 2008-2009 (de 16.000 a 7.000) vino precedido por una subida (de 6.000 a 16.000) y de un descenso (de 13.000 a 6.000). No es nada nuevo: lo que sube acaba bajando, y viceversa<sup>2</sup>.

La Figura 3 se obtiene de la Figura 2 (basta dividir el IBEX de cada día entre el valor máximo del IBEX anterior) y permite comprobar que el descenso de 2008-2009 ha sido similar al de 2002 (enloquecimiento debido a Internet).

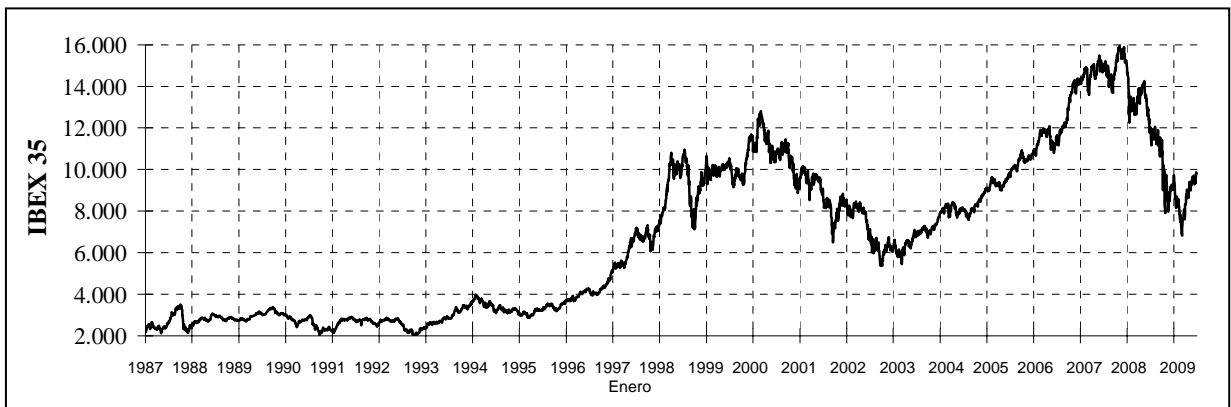
La Figura 4 permite comprobar que el descenso de 2008-2009 ha sido similar al de 2002, al de 1947 y al de 1956. Pero ha sido mucho menor que el iniciado en 1973 (y, además, acompañado de alta inflación).

---

<sup>2</sup> Esto es cierto para índices bursátiles y carteras diversificadas. Para valores individuales, la segunda parte ("viceversa") no se cumple siempre: hay cotizaciones de acciones que descienden y ya no vuelven a subir porque la empresa desaparece.

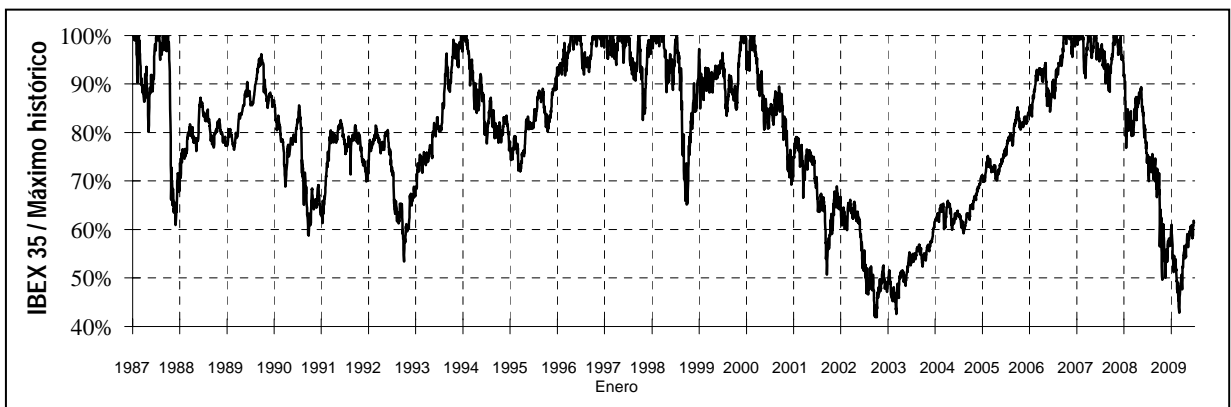
**Figura 2**

Evolución del IBEX 35 en los últimos 22,5 años. Datos diarios



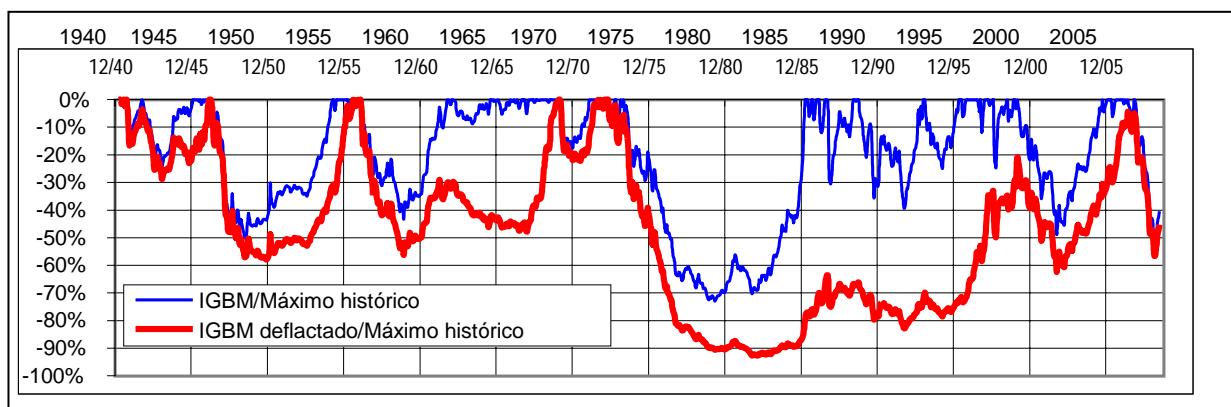
**Figura 3**

IBEX 35 de cada día/máximo histórico



**Figura 4**

IGBM de fin de cada mes/máximo histórico



Pero el IGBM y el IBEX 35 NO representan a la economía española, sino que reflejan principalmente la evolución en bolsa de cinco empresas (Telefónica, Santander, BBVA, Iberdrola y Repsol), cuya capitalización supuso el 65% de la del IBEX 35 en 2008. Por otro lado, éstas son las empresas del IBEX que tienen la mayor parte de su negocio (más de un 60%) fuera de España.

### 3. Algunas lecciones que serán útiles para preparar las próximas crisis

- 1) A pesar de los recientes descensos de la bolsa, la inversión (diversificada) en acciones ha seguido siendo (a largo plazo) mejor opción que la inversión en renta fija. Sólo los accionistas que compraron al final de 1997 y 2001 (burbuja de Internet) y en 2005-2006 (burbuja inmobiliaria-bancaria) han ganado menos que si hubieran invertido en bonos del Estado.
- 2) Sigue siendo mejor comprar acciones tras un descenso que tras una subida de las cotizaciones.
- 3) No es sostenible el producir durante varios años más del doble de la demanda final.
- 4) No deberían poder publicarse impunemente hechos relevantes como el siguiente: *«El consejo considera necesario en defensa del interés social, hacer expreso que no existe ningún hecho o circunstancia significativa en la evolución de los negocios o en la situación patrimonial de [la empresa] que justifique la reciente evolución negativa de la cotización»*. Este fue publicado en diciembre de 2007 por una empresa cuya cotización ya había caído un 57% desde el máximo y que cayó más de un 90% a partir de entonces.



## Anexo 1

Creación de valor en IS 2009 y en 2008-2009 de 136 empresas españolas del mercado continuo (millones de euros)

	IS 09	2008-2009		IS 09	2008-2009		IS 09	2008-2009
1 Santander	15.161	-38.378	47 Parquesol Inmb.	29	-604	93 Renta 4	-23	-170
2 Arcelormittal	8.694	-49.383	48 Corp. Dermoestética	25	-154	94 Tubos Reunidos	-23	-665
3 Critería Caixa	1.462	-7.701	49 Azkoyen	24	-76	95 Fersa Ener.	-25	-274
4 Inditex	1.206	-7.201	50 Dinamia	21	-137	96 Sotogrande	-26	-391
5 Bankinter	1.027	-1.798	51 Miquel y Costas	19	-21	97 Vocento	-27	-1.416
6 Sacyr Vallehermoso	972	-5.330	52 Unipapel	17	-96	98 Grífol	-27	-988
7 ACS	888	-2.803	53 Lab. Rovi	17	-274	99 Astroc	-27	-657
8 Técnicas Reunidas	855	-780	54 Vértice 360	15	-186	100 Ercros	-28	-189
9 Zardoya Otis	835	-1.096	55 Reno de Médici	14	-123	101 CVNE	-32	-69
10 Abertis	834	-5.289	56 Inypsa	12	-54	102 NH Hoteles	-33	-1.431
11 FCC	734	-3.413	57 Funespaña	10	11	103 Martinsa-Fadesa	-37	-1.106
12 Repsol YPF	718	-12.837	58 Tecnocom	9	-16	104 Campofrío	-41	-165
13 BBVA	647	-33.851	59 Puleva Biotech	9	-75	105 Colonial	-45	-3.166
14 Ferrovial	488	-4.079	60 Befesa	9	-264	106 Sol Meliá	-46	-1.336
15 Aguas de Barcelona	475	-1.748	61 Urbas Guard.	7	-111	107 Pescanova	-59	-274
16 Lab. Almirall	399	-1.390	62 Renta Corp.	5	-365	108 Cie automotive	-61	-558
17 Acerinox	387	-1.362	63 Itinere Infr.	5	-560	109 Prosegur	-75	-225
18 Corp. Fin. Alba	383	-1.122	64 Iberpapel	4	-96	110 Barón de Ley	-75	-208
19 OHL	361	-993	65 Tubacex	3	-652	111 Mecalux	-94	-450
20 Zeltia	341	-415	66 Vidrala	2	-267	112 Grupo Emp. Ence	-128	-1.074
21 Telefónica	330	-35.245	67 Indo Int.	2	-54	113 B. de Valencia	-142	-1.552
22 Iberdrola Renov.	317	-12.715	68 Inbesós	1	-70	114 Telecinco	-149	-2.861
23 Abengoa	310	-1.004	69 Cleop	-0,3	-128	115 Codere Sa	-174	-795
24 Bolsas y Mercados	308	-2.291	70 Solaria	-1	-2.210	116 B. Guipuzcoano	-200	-1.163
25 PRISA	305	-2.274	71 PRIM	-1	-57	117 Catalana Occidente	-225	-1.435
26 Faes Farma	282	-637	72 Cía. General de Invers.	-1	-12	118 Corp. Mapfre	-240	-1.995
27 Duro Felguera	277	-281	73 Montebalito	-1	-80	119 Indra	-260	-895
28 Antena 3	218	-1.263	74 Clínica Baviera	-2	-307	120 Acciona	-306	-9.659
29 B. Pastor	216	-1.465	75 Sniace	-2	-160	121 EADS	-424	-10.233
30 Cementos Portland	215	-1.300	76 AISA Inmob.	-3	-117	122 Enagás	-486	-1.862
31 CAF	198	40	77 Federico Paternina	-4	-23	123 Iberia	-542	-1.631
32 Jazztel	196	-65	78 Bodegas Riojanas	-4	-10	124 Banesto	-593	-4.825
33 Ebro Puleva	134	-444	79 Papeles y cart. Europa	-7	-299	125 Cintra	-604	-3.640
34 Elecnor	102	-1.199	80 Tavex Algodonera	-8	-134	126 B. de Sabadell	-611	-4.286
35 Gamesa	91	-5.258	81 B. Crédito Balear	-8	-140	127 Red Eléctrica	-650	-1.961
36 B. de Andalucía	86	-698	82 Avanzit	-9	-553	128 Testa Inmuebles	-794	-881
37 Banco Popular	71	-7.509	83 Lingotes Especiales	-10	-17	129 Reyal Urbis	-1.059	-2.656
38 Fluidra	69	-411	84 Seda Barcelona	-10	-977	130 Sos Cuétara	-1.159	-1.686
39 Gral. Alquiler Maq.	61	-523	85 Nicolás Correa	-11	-44	131 Metrovacesa	-1.592	-8.390
40 Service Point	61	-157	86 B. de Vasconia	-12	-240	132 Gas Natural	-2.051	-12.604
41 Vueling	61	-41	87 Dogi	-14	-44	133 Iberdrola	-4.655	-27.452
42 Tudor	57	-114	88 Uralita	-16	-449	134 Endesa	-6.980	-16.891
43 Amper	54	-169	89 Natra	-16	-173	135 Unión Fenosa	-9.716	-8.211
44 Adolfo Domínguez	44	-133	90 B. de Galicia	-16	-244	136 Cepsa	-11.539	-13.899
45 Viscofán	43	-24	91 B. de Castilla	-20	-284			
46 Realía Business	36	-1.496	92 Natraceutical	-20	-144			

	IS09	2008-2009
Suma	-5.016	-425.012

Fuente de los datos: Datastream.

## Anexo 2

### Rentabilidad para los accionistas en IT2009 de 136 empresas españolas del mercado continuo

	IS 09	2008-2009		IS 09	2008-2009		IS 09	2008-2009
1 Vueling	130,0%	-15,3%	47 Renta Corp.	14,8%	-85,6%	93 Sol Melià	-1,4%	-58,8%
2 Service Point	90,6%	-48,2%	48 Abertis	13,9%	-29,4%	94 NH Hoteles	-1,8%	-69,6%
3 Técnicas Reunidas	88,0%	-19,5%	49 Ebro Puleva	13,9%	-8,7%	95 Tubos Reunidos	-2,0%	-56,7%
4 Jazztel	87,6%	-3,4%	50 Indo Int.	13,2%	-73,1%	96 Sotogrande	-3,1%	-48,5%
5 Duro Felguera	77,6%	-17,0%	51 ACS	13,0%	-5,2%	97 Telecinco	-3,1%	-54,6%
6 Adolfo Domínguez	75,0%	-48,9%	52 Realía Business	12,9%	-72,6%	98 Fersa Ener Rnvbl.	-3,2%	-57,1%
7 PRISA	66,4%	-70,2%	53 Inbesós	11,8%	-76,9%	99 Indra	-4,7%	-14,9%
8 Faes Farma	63,3%	-38,3%	54 Viscofán	11,0%	11,0%	100 Bodegas Riojanas	-5,0%	-7,7%
9 Sacyr Vallehermoso	55,1%	-58,3%	55 Inditex	10,6%	-15,2%	101 Renta 4	-5,1%	-37,0%
10 Zeltia	51,0%	-17,1%	56 Lab. Rovi	10,1%	-39,7%	102 Campofrío	-5,2%	-19,7%
11 Lab. Almirall	48,1%	-44,9%	57 TecnoCom	9,1%	8,0%	103 B. de Sabadell	-5,9%	-35,7%
12 Amper	46,0%	-40,3%	58 Repsol YPF	8,7%	-30,3%	104 Banesto	-6,0%	-40,4%
13 OHL	45,2%	-36,4%	59 Iberpapel	7,8%	-37,5%	105 Federico Paternina	-6,2%	-33,0%
14 Bankinter	44,3%	-25,5%	60 Gamesa	7,3%	-57,0%	106 Natraceutical	-7,4%	-42,1%
15 Azkoyen	43,5%	-41,2%	61 Befesa	7,2%	-36,7%	107 Tavex Algodonera	-7,6%	-71,8%
16 Tudor	43,5%	-26,1%	62 Iberdrola Renov.	6,8%	-42,4%	108 Natra	-7,8%	-54,1%
17 Gral. Alquiler Maq.	41,1%	-65,2%	63 BBVA	6,6%	-42,1%	109 Catalana Occidente	-8,5%	-40,7%
18 Arcelormittal	39,7%	-53,8%	64 Tubacex	6,0%	-62,0%	110 Enagás	-8,7%	-27,0%
19 Cementos Portland	35,7%	-52,0%	65 Vidrala	5,2%	-34,3%	111 CVNE	-9,1%	-14,4%
20 Abengoa	33,7%	-34,2%	66 Solaria	5,0%	-90,7%	112 Red Eléctrica	-9,6%	-23,1%
21 Santander	32,7%	-31,8%	67 Banco Popular	4,9%	-42,7%	113 Iberdrola	-10,0%	-42,0%
22 Fluidra	31,6%	-49,5%	68 Itinere Infr.	4,6%	-44,7%	114 Colonial	-10,6%	-91,9%
23 Urbas Guard.	29,9%	-72,7%	69 Telefónica	4,5%	-22,0%	115 Cie. automotive	-10,9%	-56,6%
24 FCC	28,7%	-38,9%	70 Cleop	4,1%	-54,7%	116 Ercros	-11,8%	-51,4%
25 Antena 3	28,6%	-42,6%	71 Grifols	3,8%	-16,5%	117 Pescanova	-12,2%	-40,5%
26 CAF	27,7%	18,3%	72 PRIM	3,7%	-25,4%	118 Cintra	-15,6%	-54,0%
27 Reno de Médici	27,5%	-64,2%	73 Sniace	3,3%	-66,4%	119 Astroc	-16,6%	-93,3%
28 Corp. Fin. Alba	25,9%	-25,1%	74 Clínica Baviera	3,0%	-68,5%	120 Mecalux	-16,7%	-54,2%
29 Aguas de Barcelona	25,7%	-32,1%	75 Uralita	2,7%	-25,2%	121 B. Guipuzcoano	-19,1%	-58,5%
30 Zardoya Otis	25,4%	-6,4%	76 Montebalito	2,5%	-46,3%	122 Endesa	-19,2%	-33,8%
31 Bolsas y Mercados	24,3%	-47,9%	77 Papeles y Cart. Europa	1,1%	-52,9%	123 Gas Natural	-19,6%	-60,2%
32 Dinamia	23,6%	-43,4%	78 Corp. Mapfre	0,8%	-16,2%	124 Dogi	-21,9%	-47,1%
33 Puleva Biotech	23,0%	-48,4%	79 B. de Valencia	0,4%	-21,9%	125 Iberia	-23,7%	-45,0%
34 Ferrovial	22,6%	-48,5%	80 Avanzit	0,2%	-77,2%	126 Lingotes Especiales	-23,8%	-30,4%
35 Funespaña	22,4%	36,2%	81 Cia. General de Invers.	0,0%	-24,4%	127 Barón de Ley	-24,2%	-45,3%
36 Corp. Dermoesstética	22,3%	-41,6%	82 B. de Castilla	0,0%	-31,3%	128 Grupo Emp. Ence	-24,3%	-73,3%
37 Inypsa	22,2%	-33,2%	83 B. de Galicia	0,0%	-32,3%	129 Nicolás Correa	-25,1%	-55,6%
38 Vértice 360	21,8%	-61,3%	84 B. Crédito Balear	0,0%	-34,3%	130 Codere Sa	-32,2%	-68,0%
39 Miquel y Costas	21,7%	-1,6%	85 B. de Vasconia	0,0%	-40,7%	131 Testa Inmuebles	-37,6%	-34,7%
40 B. Pastor	20,7%	-42,0%	86 Martinsa-Fadesa	0,0%	-56,8%	132 Unión Fenosa	-55,8%	-47,3%
41 Elecnor	20,7%	-56,3%	87 AISA Inmob	0,0%	-69,1%	133 Metrovacesa	-56,7%	-79,9%
42 Critería Caixa	20,3%	-32,0%	88 Seda Barcelona	0,0%	-80,0%	134 Cepsa	-59,4%	-60,9%
43 Unipapel	20,1%	-34,1%	89 EADS	0,0%	-46,3%	135 Reyál Urbis	-67,1%	-82,6%
44 Acerinox	17,7%	-18,5%	90 Acciona	-0,6%	-58,4%	136 Sos Cuétara	-69,7%	-75,4%
45 Parquesol Inmb.	16,7%	-65,0%	91 Vocento	-0,6%	-71,8%			
46 B. de Andalucía	16,4%	-38,6%	92 Prosegur	-1,1%	-2,8%			

	IS 09	2008-2009
Promedio de las 136 empresas	9,3%	-42,8%
Media ponderada por capitalización	3,4%	-38,1%

Fuente de los datos: Datastream.

## Anexo 3

Algunos apuntes sobre la crisis

<b>Crisis financiera internacional</b>	+	<b>Crisis made in Spain:</b>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Parón “normal” en construcción tras aumentar stock de viviendas varios años (y no prepararlo).</li> <li>• Concesión de créditos de modo insensato (concentración de riesgos, confundir la historia con el futuro, mal control del riesgo, <i>benchmarking</i>, <i>best practices</i>...) y fraudulento (valoraciones falsas, comisiones en metálico o en especie por informar favorablemente...).</li> <li>• Gran endeudamiento exterior.</li> <li>• Distintas instituciones afectadas en distinto grado (alguna hundida), pero carencia total de información.</li> </ul>

El tratamiento de la crisis en los dos últimos años se parece a una **guardería**. Huele mal, y en lugar de cambiar los pañales responsables, se echa mucha colonia y se envuelve a todos los niños en un superpañal.

Prioritario: **TRANSPARENCIA. VERDAD y RESPONSABILIDAD**. ¿Quién tiene futuro? ¿Quién ha hecho su trabajo bien y quién mal? ¿No hay ningún responsable: despidos, devolución *bonus*, cárcel...?

En ausencia de transparencia: <consumo, <inversión, <crédito... y + paro.

**Responsabilidad (RAE):** Deuda, obligación de reparar y satisfacer, por sí o por otra persona, a consecuencia de un delito, de una culpa o de otra causa legal. Cargo u obligación moral que resulta para alguien del posible yerro en cosa o asunto determinado.

¿Qué dicen/hacen algunos de los responsables?

- La culpa la tienen **otros**: venta a crédito, *hedge funds*, escuelas de negocios, sistema económico, capitalismo...
- **Tonterías**: “No hay crisis *made in Spain*”, “en dos meses estará finiquitada la crisis financiera” (octubre de 2008).
- “No hemos concedido ninguna hipoteca por encima del 80% del **valor de tasación**”.
- Fusión [quebrada + otra]: ¡el presidente de la quebrada casi resulta **vicepresidente** de la nueva!

**Problemas de algunos “responsables” y de muchos reguladores y legisladores:**

1. **Formación:** pocos entienden qué son los derivados (opciones, futuros y *swaps*) ni cuál es su riesgo; pocos entienden bien qué es el riesgo de crédito o el riesgo de mercado, cómo se miden, así como las limitaciones de las medidas.

## Anexo 3 (continuación)

2. Más formación: pocos entienden bien la contabilidad y proclaman lindezas como: “*el beneficio es el dinero que ganan los bancos*”. “*El dividendo sale del beneficio.*” “*Los fondos propios son dinero.*” “*Las provisiones son dinero de reserva para el futuro.*”

2. Guiarse por máximas esotéricas: “si el Banco de España y los auditores no dicen nada, la institución va bien”.

*VERDAD y RESPONSABILIDAD serán, todavía más, características competitivas de los países.*

Otro símil de la economía española en junio de 2009: se parece a un pueblo (Boronia) con varias granjas de vacas que desde hace dos años dan menos leche. Algunos propietarios les dieron muchos palos en 2004-2007 para que produjeran más.

Para curar a las vacas, el alcalde llamó en 2007 a una consultoría de *fitness*. Tras la consulta, el alcalde dijo durante muchos meses que, aunque escaseaba la leche en el pueblo, las vacas producían como siempre. En octubre de 2008 recomendó añadir agua a la producción para disimular la escasez.

Ante la falta de leche (y de salud de muchas vacas), el alcalde llamó recientemente a veterinarios (recomendaron sacrificar alguna, pinchar a varias que tienen virus, sancionar y despedir a los violentos), pero no les hizo caso e ideó un plan: mezclar las vacas enfermas con las vacas sanas para así mejorar el promedio de producción lechera (confiando en que ninguna de las enfermas contagie a las sanas) y no tener que enfrentarse con los de “los palos”. Este plan se llamó FROB, pero no recordaba si significaba Fondo para Remunerar Optimamente a los Brutos o Fuera Responsabilidades Obsoletas en Boronia.

A pesar de todo, muchas vacas se acabarán curando solas (empresarios, directivos y trabajadores), pero tardarán mucho más tiempo, habrán contagiado a otras, morirán más y, en conjunto, habrán dado mucha menos leche.