

RENTABILIDAD Y CREACION DE VALOR DE 125 EMPRESAS ESPAÑOLAS EN 2009

Pablo Fernández

Javier del Campo

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 125 EMPRESAS ESPAÑOLAS EN 2009

Pablo Fernández¹

Javier del Campo²

Resumen

En 2009, la rentabilidad del IBEX 35 fue del 38,3% y hubo 89 empresas (entre 125) con rentabilidad positiva. Considerando conjuntamente los años 2009 y 2008, sólo diez empresas tuvieron rentabilidad positiva. Las 125 empresas crearon valor para sus accionistas por importe de 100 millardos de euros. Ha sido un año con gran volatilidad (y, por tanto, con grandes oportunidades de inversión): el cociente entre la cotización máxima y la cotización mínima ha sido superior a 2,5 en 30 empresas y superior a 2 en 60 empresas.

También se muestra que el descenso de 2008-2009 fue menor que los de 2002, 1947 y 1980, y similar a los de 1958 y 1992.

La bolsa española no es representativa de la economía española. Esta “crisis” se superará cuando el sentido común, el trabajo bien hecho, la competencia profesional y la veracidad vuelvan a ser la tónica dominante en la sociedad (dirigentes políticos, directivos de empresas, organismos reguladores, empleados...).

Clasificación JEL: G12, G31, M21

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

¹ Profesor de Dirección Financiera, Cátedra PricewaterhouseCoopers de Finanzas Corporativas, IESE

² Asistente de Investigación, IESE.

RENTABILIDAD Y CREACION DE VALOR DE 125 EMPRESAS ESPAÑOLAS EN 2009

1. Datos de 2009

En 2009, la rentabilidad del IBEX 35 fue del 38,3% y hubo 89 empresas (entre 125) con rentabilidad positiva. Considerando conjuntamente los años 2009 y 2008, sólo diez empresas tuvieron rentabilidad positiva. En 2008, la rentabilidad del IBEX 35 fue de -36%, y sólo hubo tres empresas (entre 136) con rentabilidad positiva. 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
2009	38,3%	26,5%	25,7%	27,3%	23,8%	27,6%	7,66%
2008	-36,5%	-37,0%	-41,2%	-28,3%	-40,6%	-40,3%	-41,8%
8-11-2007* - 30-12-2008	-39,3%	-38,0%	-42,4%	-28,0%	-38,8%	-40,4%	-43,4%

* El IBEX 35 alcanzó el 8-11-2007 su máximo histórico.

La creación de valor para los accionistas de las 125 empresas del continuo fue de 100 millardos de euros en 2009. Este último dato se puede desglosar entre 74 empresas que crearon 127 millardos para sus accionistas¹ y 51 empresas que destruyeron 27 millardos. La destrucción de valor para los accionistas de las 136 empresas del continuo fue de 17 millardos en 2007 y 420 millardos en 2008. Este último dato se puede desglosar entre dos empresas (Unión Fenosa y Funespaña) que crearon 1,5 millardos de euros para sus accionistas y 134 empresas que destruyeron 421,5 millardos.

¹ 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.

Los Anexos 1 a 4 contienen toda la información relativa a las 125 empresas españolas del mercado continuo que cotizaban en diciembre de 2008 y en 2009. La Tabla 2 es un resumen de algunos resultados.

Tabla 2

Algunos resultados de este trabajo

(En millones de euros)	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Número de empresas analizadas	125	136	125	123	119	123	125
Empresas que crearon valor	74	2	29	102	99	97	108
Mayor creación de valor	Santander 39.809	U. Fenosa 1.505	Telefónica 26.828	Santander 16.234	Santander 10.404	Telefónica 8.077	Telefónica 15.382
Mayor destrucción de valor	Cepsa 13.658	Arcelor -58.067	BBVA -8.820	EADS -7.284	Telefónica -5.842	Santander -3.777	Inditex -5.270
Creación de valor total	100.100	-419.987	-15.173	156.496	78.125	49.778	68.838

Rentabilidad media	19,7%	-45,4%	- 6,4%	50,0%	42,2%	26,7%	35,1%
Rentabilidad media ponderada por cap.	29,6%	-40,1%	+ 6,4%	45,9%	23,4%	20,9%	31,9%
Mayor rentabilidad	Vueling 274%	U. Fenosa 19%	CAF 105,5%	Inmocaral 390%	Sniace 389%	Mecalux 101%	Sogecable 223%
Menor rentabilidad	Sos Cuétara -81%	Astroc -92,0%	Astroc -87,4%	Jazztel 22%	Miquel y Costas -31%	Avanzit -25%	Jazztel -37%
Empresas con rentabilidad > 0	89	3	51	111	108	110	116

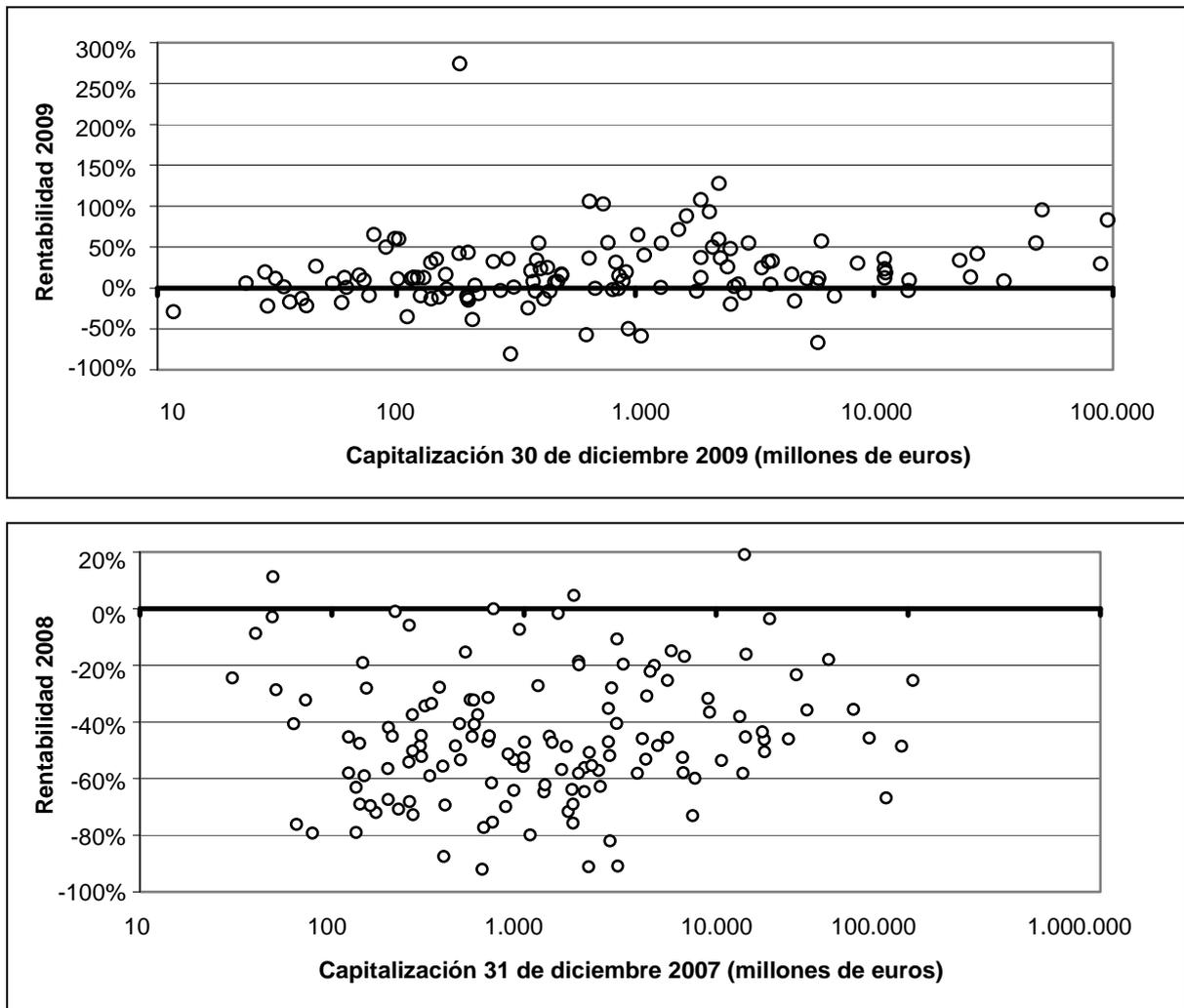
El Anexo 1 muestra que 74 de las 125 empresas crearon valor para sus accionistas en 2009. Santander fue la empresa que más valor creó para sus accionistas. La creación de valor total fue de 100 millardos de euros. La destrucción de valor de las empresas en 2008 fue de 420 millardos (sólo dos empresas crearon valor en 2008: Unión Fenosa y Funespaña). 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 exigida).

El Anexo 2 muestra que la empresa más rentable para sus accionistas en 2009 fue Vueling (en 2008 fue Unión Fenosa; en 2007, CAF; en 2006, Inmocaral, y en 2005, Sniace). Un total de 36 empresas tuvieron una rentabilidad negativa para sus accionistas en 2009 (133 en 2008, 74 en 2007 y 12 en 2006). La rentabilidad media en 2009 fue del 19,7% (la media ponderada por capitalización fue del 29,6%). La rentabilidad media en 2008 fue -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.

El Anexo 3 muestra la capitalización de las 125 empresas. En 2009, las diez mayores empresas supusieron el 70% de la capitalización total, mientras que las 48 empresas más pequeñas sólo representaron el 1% de la capitalización total. La Figura 1 muestra la relación rentabilidad - capitalización de las 136 empresas en 2009. En 2008, las diez mayores empresas supusieron el 64% de la capitalización total.

Figura 1

Rentabilidad y capitalización de las empresas analizadas



El Anexo 4 muestra la oscilación de la cotización de las empresas en los últimos doce meses: el cociente entre la cotización máxima y la cotización mínima de 2009 fue superior a 2,5 en 30 empresas y superior a 2 en 60 empresas (en 2008: superior a 2,5 en 57 empresas y superior a 2 en 92 empresas). La volatilidad no es “mala”, de hecho ha ofrecido en los últimos años, y continúa ofreciendo, muchas posibilidades atractivas de inversión.

El Anexo 5 muestra la evolución de la cotización de algunas empresas con grandes caídas.

2. Evolución de la bolsa española. Ha habido descensos de cotizaciones superiores a los de 2008

La Figura 2 muestra la evolución del IBEX 35 en los últimos 22 años: el descenso de las cotizaciones en 2008 (de 16.000 a 9.000) 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 viceversa².

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 fue menor que el de 2002 (enloquecimiento debido a Internet).

La Figura 4 permite comprobar que el descenso de 2008-2009 fue menor que el de 2002, que el de 1947 y que el de 1980 (eso sí que fue un descenso y, además, acompañado de alta inflación), y similar a los de 1958 y 1992.

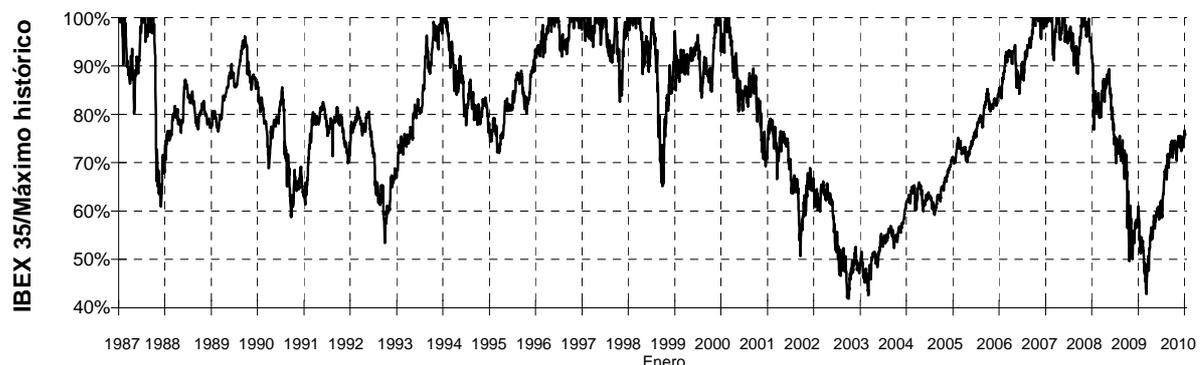
Figura 2

Evolución del IBEX 35 en los últimos 23 años. Datos diarios



Figura 3

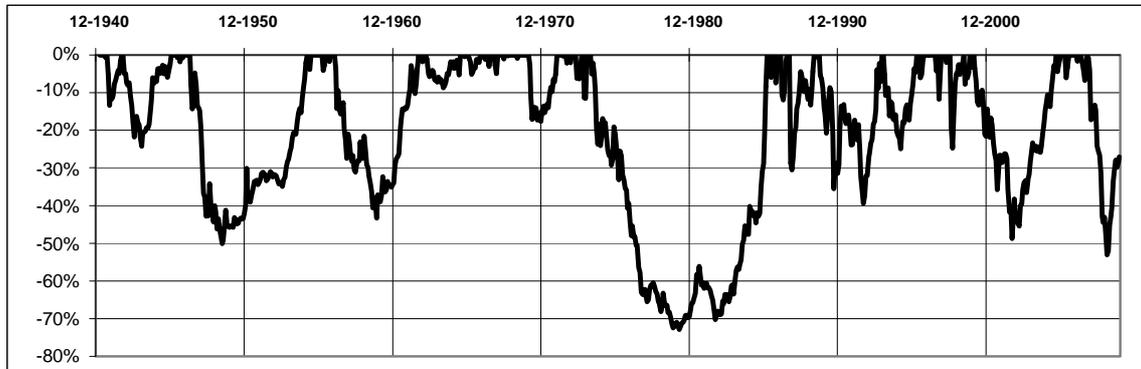
IBEX 35 de cada día/máximo histórico



² 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 4

IGBM 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) que tienen la mayor parte de su negocio fuera de España. La capitalización de estas empresas supuso el 65% de la del IBEX 35 en 2008 y 2009.

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. Si tiene un asesor de inversiones, asegúrese de que sabe ganar cuando la bolsa sube y cuando la bolsa baja.
4. No es sostenible el producir durante varios años más del doble de la demanda final.
5. Negar la evidencia (mentir) es siempre perjudicial. Es mejor prever las crisis (como esta nuestra de origen bancario-constructor) y prepararse para acometerlas que negarlas y, después, no hacer casi nada sensato.

Anexo 1

Creación de valor en 2009 y 2008 de 125 empresas españolas del mercado continuo (millones de euros)

	2009	2008		2009	2008		2009	2008
1 Santander	39.809	-53.538	43 Lab. Rovi	73	-291	85 Nicolás Correa	-12	-33
2 Arcelormittal	21.342	-58.077	44 Catalana Occidente	64	-1.211	86 AISA Inmob.	-13	-114
3 Telefónica	16.159	-35.575	45 NH Hoteles	61	-1.398	87 Cleop	-15	-128
4 BBVA	14.825	-34.498	46 Papeles y Cart. Europa	58	-291	88 Renta 4	-16	-147
5 Inditex	6.458	-8.406	47 Vidrala	55	-269	89 Dogi	-17	-30
6 Repsol YPF	4.452	-13.555	48 Exide (exTudor)	49	-170	90 Natraceutical	-18	-124
7 Abertis	2.335	-6.123	49 Befesa	48	-273	91 Montebalito	-19	-79
8 Endesa	1.727	-9.911	50 Amper	43	-223	92 Corp. Dermoestética	-25	-179
9 Corp. Mapfre	1.401	-1.755	51 Solaria	42	-2.209	93 Fersa Ener. Rnvbl.	-29	-248
10 Critería Caixa	1.322	-9.163	52 Tubacex	35	-656	94 Afirma (exAstroc)	-30	-630
11 Ferrovial	1.303	-4.566	53 Zeltia	32	-756	95 Gral. Alquiler Maq.	-35	-584
12 Técnicas Reunidas	1.215	-1.636	54 Adolfo Domínguez	32	-177	96 Ercros	-38	-162
13 Aguas de Barcelona	1.027	-2.223	55 Vocento	31	-1.390	97 Colonial	-39	-3.122
14 EADS	957	-9.808	56 Sniace	30	-158	98 Campofrío	-42	-124
15 Abengoa	897	-1.314	57 Miquel y Costas	30	-41	99 TecnoCom	-43	-25
16 OHL	875	-1.354	58 Mecalux	30	-356	100 Pescanova	-46	-216
17 Ebro Puleva	746	-578	59 Iberdrola	28	-22.797	101 Avanzit	-47	-544
18 Antena 3	719	-1.481	60 Renta Corp.	26	-370	102 Barón de Ley	-49	-133
19 FCC	718	-4.147	61 Reno de Médici	25	-137	103 CVNE	-49	-37
20 Telecinco	716	-2.712	62 Unipapel	24	-113	104 Cie Automotive	-52	-497
21 Acerinox	663	-1.749	63 Dinamia	8	-158	105 Natra	-58	-157
22 Prosegur	605	-150	64 Federico Paternina	6	-19	106 Cementos Portland	-67	-1.515
23 Lab. Almirall	571	-1.789	65 Azkoyen	4	-100	107 Uralita	-94	-433
24 Corp. Fin. Alba	497	-1.505	66 Iberpapel	4	-100	108 B. Pastor	-100	-1.681
25 Bolsas y Mercados	443	-2.599	67 Clínica Baviera	4	-305	109 Indra	-137	-635
26 Bankinter	409	-2.825	68 PRIM	4	-56	110 Enagás	-160	-1.377
27 CAF	387	-158	69 Indo Int.	2	-56	111 Codere Sa	-160	-621
28 Elecnor	355	-1.301	70 Funespaña	2	1	112 Sotogrande	-164	-364
29 Duro Felguera	353	-558	71 Service Point	1	-218	113 Acciona	-198	-9.353
30 Sacyr Vallehermoso	300	-6.302	72 Urbas Guard.	1	-118	114 Grifols	-209	-961
31 Zardoya Otis	297	-1.931	73 Inypsa	0	-66	115 Iberia	-268	-1.088
32 ACS	256	-3.691	74 Vertice 360	0	-201	116 Gamesa	-470	-5.349
33 Sol Meliá	247	-1.290	75 Cia. General de Invers.	-1	-11	117 Reyál Urbis	-995	-1.597
34 Jazztel	226	-261	76 Puleva Biotech	-3	-84	118 B. de Valencia	-1.003	-1.411
35 PRISA	226	-2.578	77 Lingotes Especiales	-3	-7	119 Gas Natural	-1.015	-10.553
36 Red Eléctrica	184	-1.311	78 Tubos Reunidos	-4	-642	120 Testa Inmuebles	-1.118	-87
37 Viscofán	147	-66	79 B. Guipuzcoano	-5	-963	121 Banco Popular	-1.302	-7.580
38 Banesto	145	-4.233	80 Tavex Algodonera	-6	-127	122 Sos Cuétara	-1.399	-528
39 Faes Farma	131	-919	81 Inbesós	-6	-71	123 B. de Sabadell	-1.468	-3.675
40 Vueling	129	-102	82 Grupo Emp. Ence	-8	-946	124 Metrovacesa	-1.779	-6.798
41 Iberdrola Renov.	128	-13.032	83 Realía Business	-9	-1.532	125 Cepsa	-13.658	-2.359
42 Fluidra	117	-480	84 Bodegas Riojanas	-10	-6			

	2009	2008	2007
Suma	100.160	-419.987	-16.687

Anexo 2

Rentabilidad para los accionistas en 2009 y 2008 de 125 empresas españolas del mercado continuo

	2009	2008		2009	2008		2009	2008
1 Vueling	274%	-63%	43 Telefónica	29%	-25%	85 Grifols	2%	-20%
2 Técnicas Reunidas	128%	-57%	44 Federico Paternina	26%	-29%	86 Lingotes Especiales	1%	-9%
3 OHL	108%	-56%	45 Sacyr Vallehermoso	26%	-73%	87 Fersa Ener. Rnvbl.	1%	-56%
4 Jazztel	106%	-49%	46 Vidrala	25%	-38%	88 B. Pastor	1%	-52%
5 Duro Felguera	103%	-53%	47 Bankinter	24%	-48%	89 Tavex Algodonera	1%	-70%
6 Arcelormittal	95%	-67%	48 Befesa	24%	-41%	90 Campofrío	-1%	-15%
7 Abengoa	93%	-51%	49 Critería Caixa	23%	-43%	91 Cementos Portland	-1%	-65%
8 Antena 3	88%	-55%	50 Tubacex	21%	-64%	92 Natraceutical	-1%	-38%
9 Santander	83%	-49%	51 NH Hoteles	20%	-69%	93 Uralita	-2%	-27%
10 Lab. Almirall	71%	-63%	52 Indo Int.	19%	-76%	94 Colonial	-3%	-91%
11 Renta Corp.	65%	-87%	53 EADS	19%	-46%	95 Gas Natural	-3%	-51%
12 Elecnor	65%	-64%	54 Zardoya Otis	17%	-25%	96 Ibería	-4%	-28%
13 Adolfo Domínguez	60%	-71%	55 Vocento	17%	-72%	97 Pescanova	-4%	-32%
14 Sniace	60%	-67%	56 Dinamia	16%	-54%	98 Cie Automotiva	-4%	-51%
15 Ebro Puleva	60%	-20%	57 Azkoyen	16%	-59%	99 Gamesa	-6%	-60%
16 Ferrovial	57%	-58%	58 Mecalux	16%	-45%	100 Tecnomcom	-7%	-1%
17 PRISA	55%	-82%	59 Zeltia	15%	-45%	101 Cleop	-9%	-56%
18 BBVA	55%	-46%	60 Endesa	13%	-18%	102 Corp . Dermoestética	-9%	-52%
19 Fluidra	55%	-62%	61 PRIM	13%	-28%	103 Banco Popular	-10%	-45%
20 Aguas de Barcelona	55%	-46%	62 Clínica Baviera	13%	-69%	104 Barón de Ley	-10%	-28%
21 CAF	54%	-7%	63 Catalana Occidente	13%	-35%	105 Gral. Alquiler Maq.	-11%	-75%
22 Reno de Médici	50%	-72%	64 Funespaña	12%	11%	106 CVNE	-12%	-6%
23 Prosegur	50%	-2%	65 Iberpapel	12%	-42%	107 Bodegas Riojanas	-13%	-3%
24 Telecinco	48%	-53%	66 ACS	12%	-16%	108 Ercros	-13%	-45%
25 Exide (exTudor)	43%	-49%	67 Banesto	12%	-37%	109 Afirma (exAstroc)	-13%	-92%
26 Amper	42%	-59%	68 Urbas Guard.	11%	-79%	110 Avanzit	-15%	-77%
27 Inditex	42%	-23%	69 Service Point	11%	-73%	111 B. de Sabadell	-16%	-32%
28 Sol Meliá	40%	-58%	70 Red Eléctrica	11%	-15%	112 AISA Inmob	-17%	-69%
29 Bolsas y Mercados	37%	-58%	71 Vertice 360	11%	-68%	113 Montebalito	-18%	-48%
30 Corp. Fin. Alba	37%	-41%	72 Iberdrola Renov.	10%	-46%	114 B. de Valencia	-20%	-22%
31 Faes Farma	37%	-62%	73 Inypsa	9%	-45%	115 Dogi	-22%	-32%
32 Abertis	36%	-38%	74 B. Guipuzcoano	9%	-49%	116 Nicolás Correa	-22%	-41%
33 Papeles y Cart. Europa	36%	-53%	75 Iberdrola	8%	-36%	117 Codere Sa	-25%	-53%
34 Miquel y Costas	35%	-19%	76 Grupo Emp. Ence	8%	-65%	118 Inbesós	-29%	-79%
35 Lab. Rovi	34%	-45%	77 Tubos Reunidos	8%	-56%	119 Natra	-35%	-50%
36 Repsol YPF	34%	-36%	78 Realía Business	7%	-76%	120 Sotogrande	-39%	-47%
37 FCC	33%	-53%	79 Acciona	6%	-58%	121 Testa Inmuebles	-50%	5%
38 Solaria	32%	-91%	80 Cía. General de Invers.	6%	-24%	122 Reyál Urbis	-57%	-47%
39 Acerinox	32%	-31%	81 Puleva Biotech	6%	-58%	123 Metrovacesa	-59%	-54%
40 Viscofán	31%	0%	82 Indra	5%	-11%	124 Cepsa	-67%	-4%
41 Unipapel	31%	-45%	83 Enagás	4%	-20%	125 Sos Cuétara	-81%	-19%
42 Corp. Mapfre	30%	-17%	84 Renta 4	3%	-34%			

	2009	2008
IBEX 35	38,3%	-36,5%
Promedio de las 125 empresas	19,7%	-45,4%
Media ponderada por capitalización	29,6%	-40,1%

Fuente de los datos: Datastream.

Anexo 3

Capitalización de 125 empresas del mercado continuo (millones de euros)

	2009	2008	2007	2006		2009	2008	2007	2006
1 Santander	95.232	53.960	92.501	88.436	64 Mecalux	493	444	661	751
2 Telefónica	89.089	74.574	106.067	79.329	65 Vocento	491	472	1.700	1.837
3 Arcelormittal	50.574	24.630	76.715	29.914	66 Grupo Emp. Ence	474	439	1.272	1.426
4 BBVA	47.712	32.457	62.816	64.788	67 Realia Business	460	430	1.803	
5 Iberdrola	35.033	32.715	51.935	29.859	68 Pescanova	439	353	526	352
6 Inditex	27.046	19.529	26.192	25.438	69 Vidrala	429	352	575	479
7 Endesa	25.352	30.280	38.486	37.935	70 Afirma (exAstroc)	415	121	606	4.820
8 Repsol YPF	22.861	18.435	29.765	31.987	71 Befesa	402	325	550	813
9 Iberdrola Renov.	14.024	12.883	23.866		72 Fluidra	394	257	678	
10 Gas Natural	13.905	8.638	17.920	13.429	73 Lab. Rovi	387	292	538	
11 EADS	11.189	9.533	17.824	21.208	74 Cie Automotive	382	399	827	827
12 ACS	11.092	10.950	14.344	15.071	75 Tubos Reunidos	374	363	994	940
13 Critería Caixa	11.081	9.349	17.386		76 Tubacex	366	313	888	657
14 Abertis	11.064	8.446	13.254	12.847	77 Codere Sa	357	473	1.002	
15 Corp. Mapfre	8.555	6.589	6.849	4.085	78 Fersa Ener Rnvbl.	310	309	378	
16 Banco Popular	6.839	7.390	14.221	16.688	79 Sos Cuétara	301	1.563	1.924	1.718
17 Ferrovial	6.033	2.746	6.750	10.373	80 Papeles y Cart. Europa	294	218	468	397
18 Banesto	5.884	5.554	9.242	11.637	81 Colonial	273	282	3.077	7.006
19 Cepsa	5.825	18.088	18.998	15.894	82 Solaria	255	193	2.173	
20 Acciona	5.789	5.656	13.781	8.967	83 Tecnocom	221	239	214	226
21 Red Eléctrica	5.251	4.870	5.849	4.395	84 Renta 4	214	214	330	
22 B. de Sabadell	4.650	5.936	9.070	10.377	85 Sotogrande	209	341	649	628
23 Zardoya Otis	4.529	4.022	5.581	6.019	86 Avanzit	200	184	619	1.023
24 FCC	3.749	3.046	6.711	10.080	87 Exide (exTudor)	200	148	288	244
25 Enagás	3.682	3.715	4.772	4.206	88 CVNE	198	235	253	216
26 Acerinox	3.622	2.951	4.367	5.981	89 Barón de Ley	198	263	364	339
27 Bankinter	3.386	2.561	4.981	4.644	90 Vueling	185	49	134	489
28 Aguas de Barcelona	2.986	2.190	4.129	4.162	91 Amper	183	131	324	304
29 Gamesa	2.867	3.100	7.781	5.073	92 Natraceutical	162	164	263	598
30 Indra	2.702	2.657	3.050	2.710	93 Dinamia	161	110	251	281
31 Grifols	2.600	2.623	3.283	2.152	94 Gral. Alquiler Maq.	151	169	687	413
32 B. de Valencia	2.514	3.495	4.550	3.917	95 Miquel y Costas	147	113	145	232
33 Telecinco	2.508	1.862	4.319	5.323	96 Ercros	140	161	292	532
34 Sacyr Vallehermoso	2.440	1.943	7.571	12.809	97 Unipapel	139	112	206	252
35 Corp. Fin. Alba	2.280	1.788	3.037	3.710	98 Clínica Baviera	130	116	388	
36 Técnicas Reunidas	2.243	1.029	2.447	1.628	99 Corp. Dermoestética	126	140	292	346
37 Ebro Puleva	2.236	1.508	1.929	2.954	100 Iberpapel	123	112	197	204
38 Prosegur	2.112	1.446	1.506	1.524	101 PRIM	118	108	151	176
39 Abengoa	2.045	1.068	2.188	2.516	102 Service Point	116	71	265	196
40 Catalana Occidente	1.885	1.741	2.749	3.294	103 Natra	111	130	264	348
41 OHL	1.884	892	2.062	2.095	104 Sniace	102	64	197	244
42 Bolsas y Mercados	1.881	1.538	3.896	2.620	105 Vertice 360	101	91	253	
43 Iberia	1.810	1.887	2.859	2.616	106 Adolfo Domínguez	99	62	222	429
44 Antena 3	1.642	925	2.261	3.849	107 Reno de Médici	91	60	170	152
45 Lab. Almirall	1.518	914	2.500		108 Renta Corp.	81	46	382	854
46 CAF	1.289	857	948	466	109 Cleop	77	85	196	172
47 B. Pastor	1.280	1.308	2.790	3.860	110 Inypsa	73	67	122	133
48 Sol Meliá	1.090	787	1.925	2.774	111 Azkoyen	70	60	148	168
49 Metrovacesa	1.057	2.576	10.666	13.080	112 Tavex Algodonera	62	61	159	263
50 Elecnor	1.025	638	1.782	1.202	113 Funespaña	61	54	49	87
51 Testa Inmuebles	937	1.876	1.816	3.291	114 Montebalito	59	72	140	110
52 NH Hoteles	917	546	1.805	1.858	115 Puleva Biotech	54	51	122	134
53 B. Guipuzcoano	890	842	1.663	1.715	116 Federico Paternina	46	36	51	50
54 Zeltia	855	744	1.358	1.204	117 Dogi	42	54	73	147
55 Cementos Portland	848	688	2.063	2.756	118 Bodegas Riojanas	40	47	49	50
56 Viscofán	830	674	694	685	119 AISA Inmob	36	43	140	
57 Uralita	806	837	1.185	986	120 Lingotes Especiales	34	35	40	72
58 PRISA	769	495	2.810	2.891	121 Urbas Guard.	31	28	134	213
59 Duro Felguera	735	381	887	758	122 Nicolás Correa	29	37	63	59
60 Campofrío	681	410	496	731	123 Indo Int.	28	24	65	92
61 Jazztel	644	239	439	825	124 Cia. General de Invers.	23	23	30	29
62 Faes Farma	642	480	1.286	1.644	125 Inbesós	12	16	79	81
63 Reyál Urbis	624	1.458	2.753						

Fuente de los datos: Datastream y elaboración propia.

Anexo 4

Oscilación de la cotización de 125 empresas del mercado continuo en el año: cotización máxima del año/cotización mínima del año

	2009	2008		2009	2008		2009	2008
Sos Cuétara	7,0	1,5	Indo Int.	2,3	4,2	Corp. Fin. Alba	1,7	2,3
Reyal Urbis	5,0	2,0	Jazztel	2,3	2,3	Repsol YPF	1,7	2,1
PRISA	4,9	6,0	Gamesa	2,2	3,5	Bankinter	1,7	2,2
Sol Meliá	4,7	3,5	Cie Automotive	2,2	2,2	Exide (exTudor)	1,7	1,9
Vueling	4,2	3,5	Colonial	2,2	12,6	B. de Valencia	1,7	1,6
Metrovacesa	3,6	2,7	Endesa	2,2	2,0	Realia Business	1,7	4,8
Azkoyen	3,5	2,6	Inypsa	2,2	1,8	Abertis	1,6	1,8
OHL	3,5	3,8	Natraceutical	2,2	1,9	Tubos Reunidos	1,6	2,8
Cepsa	3,2	1,1	Bolsas y Mercados	2,1	2,7	Befesa	1,6	2,3
Adolfo Domínguez	3,1	4,0	Aguas de Barcelona	2,1	2,4	B. Guipuzcoano	1,6	2,0
Santander	3,1	2,7	Duro Felguera	2,1	2,4	Iberdrola	1,6	2,2
BBVA	3,0	2,3	B. Pastor	2,1	2,6	Miquel y Costas	1,6	1,9
Service Point	3,0	4,1	Faes Farma	2,0	3,2	Barón de Ley	1,6	1,4
Antena 3	2,9	2,6	Grupo Emp. Ence	2,0	3,1	Federico Paternina	1,6	1,6
Sacyr Vallehermoso	2,9	4,0	Banesto	2,0	1,7	Tecnocom	1,5	1,4
Renta Corp.	2,9	8,6	Mecalux	2,0	2,1	Iberpapel	1,5	1,8
NH Hoteles	2,9	3,3	EADS	2,0	2,3	Enagás	1,5	1,9
Cementos Portland	2,9	3,2	CAF	1,9	1,6	Funespaña	1,5	1,4
AISA Inmob.	2,9	3,7	Codere Sa	1,9	2,5	Pescanova	1,5	1,6
Sniace	2,9	3,5	Avanzit	1,9	4,8	Red Eléctrica	1,5	1,7
Ferrovial	2,8	3,1	Acerinox	1,9	2,2	Campofrío	1,5	1,5
Vertice 360	2,8	3,5	Papeles y Cart. Europa	1,9	2,4	Fersa Ener. Rnvbl.	1,5	3,9
Puleva Biotech	2,8	2,7	Dogi	1,9	2,9	Clinica Baviera	1,5	4,0
Solaria	2,7	12,2	Prosegur	1,9	1,8	Telefónica	1,5	1,8
Abengoa	2,7	2,4	Inditex	1,9	1,8	Renta 4	1,5	1,5
Reno de Médici	2,7	3,7	Montebalito	1,9	3,1	Grifols	1,4	1,7
Gas Natural	2,7	2,2	Lingotes Especiales	1,9	1,4	Viscofán	1,4	1,4
Catalana Occidente	2,6	2,2	Sotogrande	1,8	2,1	PRIM	1,4	2,2
Arcelormittal	2,6	4,9	FCC	1,8	2,2	Cleop	1,4	3,5
Inbesós	2,5	5,2	Corp. Dermoestética	1,8	2,4	Zardoya Otis	1,4	1,5
Elecnor	2,5	2,8	Fluidra	1,8	3,0	ACS	1,4	1,6
Tavex Algodonera	2,5	3,9	Criteria Caixa	1,8	2,4	Acciona	1,4	3,9
Natra	2,5	2,3	Testa Inmuebles	1,8	2,1	Cía. General de Invers.	1,4	1,4
Corp. Mapfre	2,5	1,7	B. de Sabadell	1,8	1,6	Indra	1,4	1,4
Zeltia	2,4	2,0	Lab. Almirall	1,8	3,2	Unipapel	1,4	2,0
Gral. Alquiler Maq.	2,4	4,6	Ebro Puleva	1,8	1,4	Iberdrola Renov.	1,3	3,1
Lab. Rovi	2,4	2,1	Ercros	1,8	2,1	Bodegas Riojanas	1,3	1,2
Afirma (exAstroc)	2,4	12,8	Dinamia	1,8	2,7	Vidrala	1,3	1,8
Tubacex	2,4	3,6	Iberia	1,7	2,4	CVNE	1,3	1,2
Banco Popular	2,4	2,2	Vocento	1,7	4,1	Uralita	1,1	1,5
Telecinco	2,4	3,0	Nicolás Correa	1,7	2,3			
Técnicas Reunidas	2,3	3,9	Amper	1,7	3,3			

	2009	2008
IBEX 35		1,9
Promedio de las 125 empresas		2,9
Media ponderada por capitalización		2,6

Fuente de los datos: Invertia.com y elaboración propia.

Anexo 5

Evolución de la cotización de algunas de las empresas con mayores caídas en los últimos años



Anexo 6

Algunos apuntes sobre la crisis

Crisis financiera internacional	+	<p>Crisis made in Spain:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Parón “normal” en construcción tras aumentar stock de viviendas varios años (y no prepararlo). • 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...). • Gran endeudamiento exterior. • Distintas instituciones afectadas en distinto grado (alguna hundida), pero carencia total de información.
--	---	--

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 y las limitaciones de las medidas.

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”.

Anexo 6 (continuación)

VERDAD y RESPONSABILIDAD serán, cada vez 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 Óptimamente 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*.

Anexo 7

Mintiendo (negando la evidencia) en los últimos 30 meses

- 25 ab. 2007. PS: Yo no veo afectado para nada el sector de la construcción.
- 3 julio 2007. JLRZ: La próxima legislatura lograremos el pleno empleo en España.
- 21 ag. 2007. JLRZ: España está a salvo de la crisis financiera.
- 1 sept. 2007. PS: La morosidad en los créditos no es un problema a corto plazo.
- 6 sept. 2007. JLRZ: El modelo económico español es un modelo internacional de solvencia y eficiencia.
- 11 sept. 2007. JLRZ: Se podría decir que España ha entrado en la Champions League de la economía mundial.
- 16 oct. 2007. JLRZ: No hay atisbo de recesión económica. La economía española tiene muy buenos fundamentos.
- 24 oct. 2007. PS: Pensamos que el 3,3% de crecimiento en España es una cifra razonable.
- 11 dic. 2007. PS: La economía española crecerá a velocidad de crucero durante los dos próximos años, en los que avanzará en torno a un 3%.
- 15 dic. 2007. JLRZ: Somos rigurosos... la tasa de desempleo se mantendrá en torno al 8% durante estos años. Debemos de aspirar a acercarnos a los 2 millones de puestos de trabajo en la próxima legislatura.
- 9 en. 2008. JLRZ: Ninguna de las tensiones actuales... procede de la existencia de problemas españoles.
- 13 en. 2008. JLRZ: Vamos a crear 2 millones de empleos en la próxima legislatura.
- 14 en. 2008. JLRZ: La crisis es una falacia, puro catastrofismo. Estamos creciendo por encima del 3%.
- 10 feb. 2008. JLRZ: Vamos a tener 4 años por delante de crecimiento, de empleo, de más políticas sociales y de apoyo a quien pueda tener dificultades.
- 11 feb. 2008. PS: Los que auguran el riesgo de recesión no saben nada de economía.
- 25 feb. 2008. JLRZ: Y en los próximos 4 años me propongo seguir aumentando la prosperidad, llegar al pleno empleo... La desaceleración no va a ser ni profunda ni prolongada. Va a ser una desaceleración para la cual nuestro país está más preparado que nadie.
- 3 marzo 2008. JLRZ: Prometo crear 2 millones de nuevos empleos.
- 7 marzo 2008. JLRZ: España está en condiciones para llegar al pleno empleo.
- 28 ab. 2008. JLRZ: La actitud de quienes exageran sobre el alcance de la actual situación económica es antipatriótica, inaceptable y demagógica.
- 8 mayo 2008. PS: Nuestras previsiones apuntan a una recuperación de las tasas de crecimiento de la economía ya en el 2º semestre de 2009, que en 2010 nos permitirán crecer a un ritmo medio cercano al 3%.
- 5 junio 2008. BC: éste es el momento adecuado para la compra de una vivienda.
- 12 junio 2008. PS: El Estado tendrá superávit presupuestario, a pesar de una coyuntura económica desfavorable.
- 12 junio 2008. MTFV: El origen de la actual situación de desaceleración está en el radicalismo neoliberal.
- 17 junio 2008. JB: No estamos en situación de crisis, sino en un problema de dificultades.

Anexo 7 (continuación)

- 23 junio 2008. JLRZ: Tendremos un crecimiento débil a corto plazo, pero no un estancamiento verdadero.
- 2 julio 2008. JLRZ: La economía vive una situación difícil y complicada.
- 3 julio 2008. JB: “Hay crisis en el sector inmobiliario, pero no hay crisis en el sector del turismo y el sector servicios sigue creciendo”.
- 4 julio 2008. JLRZ: Ser optimistas es algo más que un acto de racionalidad, es una exigencia moral... A trabajar, y también conviene que consumáis.
- 8 julio 2008. JLRZ: En esta crisis, como ustedes quieren que diga, hay gente que no va a pasar ninguna dificultad.
- 24 julio 2008. PS: A recesión no llegaremos en ningún caso, y a crecimiento negativo espero que tampoco.
- 24 set. 2008. PS: Nosotros no hemos negado nunca la crisis.
- 9 oct. 2008. PS: Ninguna entidad española está en riesgo.
- 19 oct. 2008. JLRZ: El 2º semestre del año que viene estaremos con crecimiento intertrimestral.
- 24 oct. 2008. CC: La crisis financiera en dos meses debería estar finiquitada.
- 18 dic. 2008. JLRZ: No; nadie lo sabía. En cuanto hemos entrado en una situación objetiva de crisis, he sido el primero en hablar de una crisis del sistema financiero internacional y de una crisis económica. En marzo comenzará a crearse empleo de manera intensa.
- 18 en. 2009. PS: Hemos utilizado todo el margen que teníamos contra la crisis.
- 29 ab. 2009. JLRZ: Es probable que lo peor de la crisis económica haya pasado ya.
- 7 mayo 2009. ES: “La situación económica está teniendo algunos brotes verdes y hay que esperar a que crezcan”.
- 3 junio 2009. MS: “Todo el mundo ve brotes verdes menos los acostumbrados a ver billetes verdes”.
- 4 junio 2009. JB: La economía verde es el principal abono de los brotes verdes.
- 8 junio 2009. ES: “No hay ninguna caja que necesite ser intervenida. Problemas no tiene ninguna. Si la situación económica se prolongara durante algún tiempo, alguna podría llegar a tenerlos. Pero no hay ninguna identificada”.
- 3 sept. 2009. ES: “Cada vez tenemos más constancia de que lo más agudo de la crisis lo estamos dejando atrás”.
- 9 sept. 2009. JLRZ: Tengo que decir que claro que hay brotes verdes.
- 28 sept. 2009. JLRZ: El momento más duro de la crisis ya ha pasado.
- 1 oct. 2009. LP: El aumento de impuestos puede ayudarnos a salir de la crisis.
- 5 oct. 2009. JLRZ: Si no se suben los impuestos, se renuncia a los principales objetivos.

Cita de Marco Tulio Cicerón

«El presupuesto debe equilibrarse, el Tesoro debe ser reaprovisionado, la deuda pública debe ser disminuida, la arrogancia de los funcionarios públicos debe ser moderada y controlada, y la ayuda a otros países debe eliminarse para que Roma no vaya a la bancarrota. La gente debe aprender nuevamente a trabajar, en lugar de vivir a costa del Estado.» Año 55 a.C. (Cicerón).