

IBEX 35: 1991-2008
RENTABILIDAD Y CREACION DE VALOR

Pablo Fernández

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/>

IBEX 35: 1991-2008

RENTABILIDAD Y CREACION DE VALOR

Pablo Fernández¹

Resumen

La destrucción de valor para los accionistas del IBEX 35 en 2008 fue de 238 millardos de euros, y la rentabilidad (teniendo en cuenta los dividendos) fue -36,5%.

Entre 1991 y 2008, la creación de valor para los accionistas fue de 4 millardos de euros, y la rentabilidad media, del 11,1%, aunque una parte importante de ésta (un 4,7%) se debió al descenso de los tipos de interés en el período. Las empresas pequeñas fueron más rentables (en media) que las grandes: la rentabilidad media del ITBM fue del 11,9%, superior a la del IBEX 35 (11,1%).

El volumen de negociación de las empresas del IBEX 35 supone más del 90% de la negociación del mercado continuo y ha pasado de ser un 30% de la capitalización en 1992 a ser el 350% en 2008.

También se analiza la evolución del IGBM desde 1940 y del S&P 500 desde 1926.

Clasificación JEL: G12, G31, M21

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

¹ Profesor de Dirección Financiera, Cátedra Pricewaterhouse Coopers de Finanzas Corporativas, IESE

IBEX 35: 1991-2008

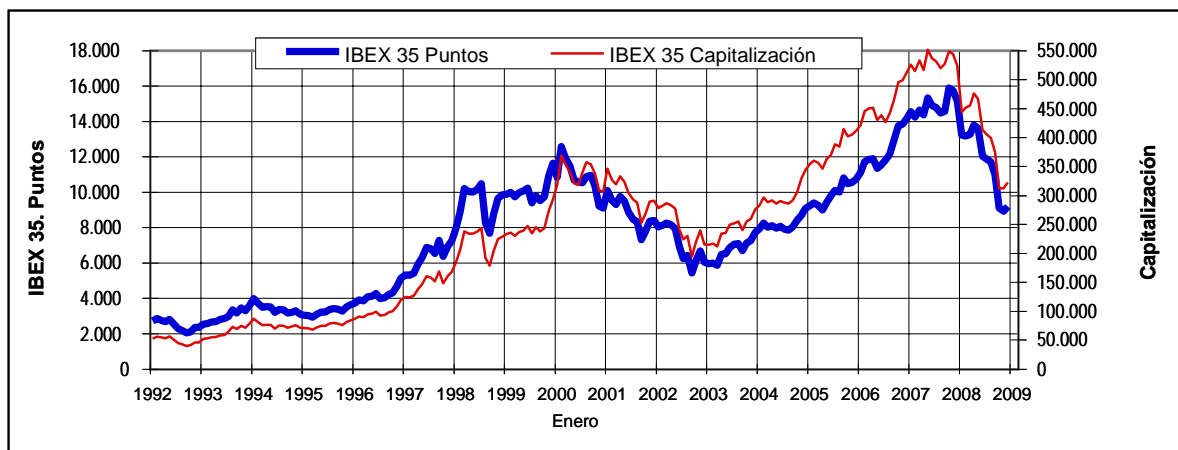
RENTABILIDAD Y CREACION DE VALOR

1. El IBEX 35. Evolución, composición y volumen

La Figura 1 muestra la evolución del IBEX 35 y de su capitalización, que pasó de 51,1 millardos de euros (2.603 puntos) el 31 de diciembre de 1991 a 322,8 millardos de euros (9.195,8 puntos) en diciembre de 2008. El último máximo fue 15.945,7 (8 de noviembre de 2007). En el anterior máximo (6 de marzo de 2000), el IBEX 35 alcanzó 12.816,8 puntos.

Figura 1

Evolución del IBEX 35 y de su capitalización (millones de euros)



Fuente: Sociedad de Bolsas. Datos mensuales.

La Tabla 1 muestra la evolución del volumen de negociación de las empresas del IBEX 35 y de las del mercado continuo. El aumento ha sido espectacular. El volumen de negociación de las acciones de las 35 empresas ha aumentado de 17,6 millardos de euros en 1992 a 1,16 billones de euros en 2008, más del triple de la capitalización bursátil. La negociación del mercado continuo se concentra (más de un 90% en los últimos años) en las empresas que forman parte del IBEX.

La Figura 2 muestra que el volumen de negociación de las empresas que componen el IBEX 35 ha aumentado a lo largo de los años no sólo en términos absolutos, sino también en términos relativos: mientras la capitalización se ha multiplicado por ocho entre 1992 y 2008, el volumen de negociación se ha multiplicado por 65.

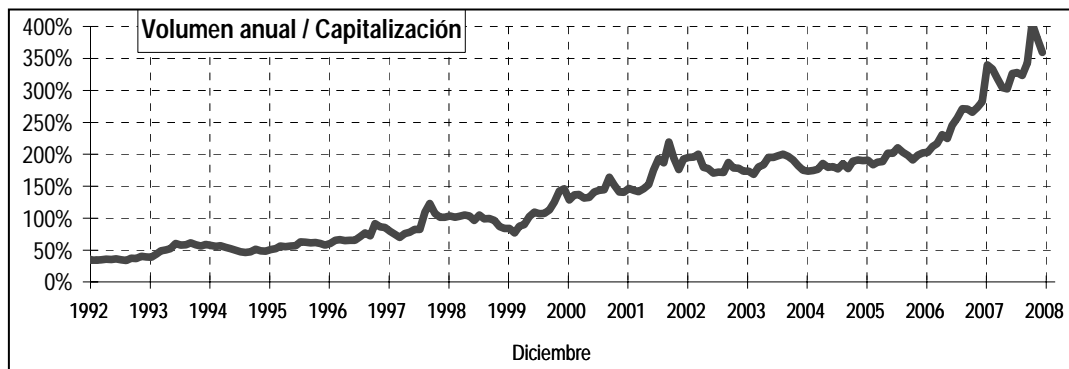
Tabla 1

Volumen de negociación de las empresas del IBEX 35 y de todas las del mercado continuo (millardos de euros)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
IBEX 35	17,6	31,0	41,9	40,9	69,1	143,6	232,0	244,9	448,2	409,6	414,4	478,1	602,1	782,1	1.037	1.480	1.160
Mercado continuo	22,3	35,6	52,9	46,4	75,9	160,9	257,8	274,0	484,5	440,2	439,9	507,5	636,9	848,2	1.151	1.666	1.243
Ibex/Continuo	79%	87%	79%	88%	91%	89%	90%	89%	92%	93%	94%	94%	95%	92%	90%	89%	93%

Figura 2

Volumen anual (últimos 12 meses)/capitalización del IBEX 35

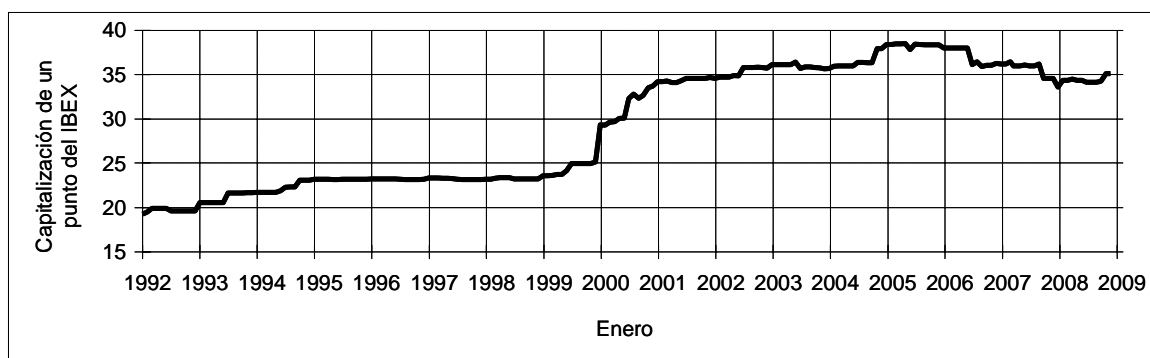


Una característica del IBEX 35 es que cambian frecuentemente las 35 empresas que lo componen. Estos cambios, las ampliaciones de capital y los cambios en los ajustes de capitalización por *free-float*¹ son la causa de que la capitalización que representa cada punto del IBEX 35 cambie a lo largo del tiempo, como se muestra en la Figura 3. Por ejemplo, el aumento de enero de 2000 se debió a la fusión BBVA y a la inclusión de Terra en el IBEX 35.

¹ Como muestra la última columna de la Tabla 1, las empresas con menos *free-float* no forman parte del IBEX 35 con el 100% de su capitalización, sino con un porcentaje de la misma. El objetivo de esta reducción es facilitar la replicación del índice.

Figura 3

Capitalización/punto del IBEX 35 (millones de euros). Datos mensuales



El Anexo 1 muestra los cambios en el IBEX 35 entre diciembre de 1991 y diciembre de 2008. Sólo nueve empresas que formaban parte del IBEX 35 en 2008 habían formado parte del IBEX 35 en 1991. Otras ocho empresas han cambiado el nombre o se han fusionado. El resto, 18 empresas, formaban parte del IBEX en diciembre de 2008 (con capitalización de 54.059 millones de euros) y no formaban parte del IBEX en 1991. Otras 34 empresas entraron y salieron del índice a lo largo de estos años.

2. El IBEX 35. Rentabilidad y creación de valor para los accionistas

La Tabla 2 muestra la rentabilidad, el aumento del valor para los accionistas y la creación de valor para los accionistas del IBEX 35. Creación de valor se define como en Fernández (2002 y 2004)²: 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 exigida³.

La Figura 4 muestra la evolución de la rentabilidad por dividendos del IBEX 35.

La Tabla 3 muestra la evolución de la rentabilidad anual de los accionistas de las empresas del IBEX 35 y de la rentabilidad exigida (K_e) utilizada en este trabajo. Las empresas del IBEX 35 crearon (en su conjunto) valor para sus accionistas todos los años, excepto en 1992, 1994, 2000, 2001, 2002 y 2008 (años en los que la rentabilidad del IBEX, más dividendos, fue inferior a la rentabilidad exigida). En 1992 y 1994 subieron mucho los tipos de interés, en 2000-2002 bajaron las cotizaciones tras la locura de la nueva economía, y en 2008, tras la locura bancaria, inmobiliaria y "benchmarkista" de años anteriores.

La Tabla 4 muestra la creación de valor entre todos los intervalos del período analizado.

² Fernández, P., «Valuation Methods and Shareholder Value Creation», Academic Press, San Diego, CA., 2002. Fernández, P., «Valoración de empresas», 3ª edición, Ediciones Gestión 2000, 2004.

³ Por consiguiente, existe creación de valor para los accionistas en un período cuando la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad exigida. La rentabilidad para los accionistas tiene en cuenta los dividendos pagados y se calcula a partir del IBEX 35 ajustado por dividendos que calcula y publica la Sociedad de Bolsas.

Tabla 2

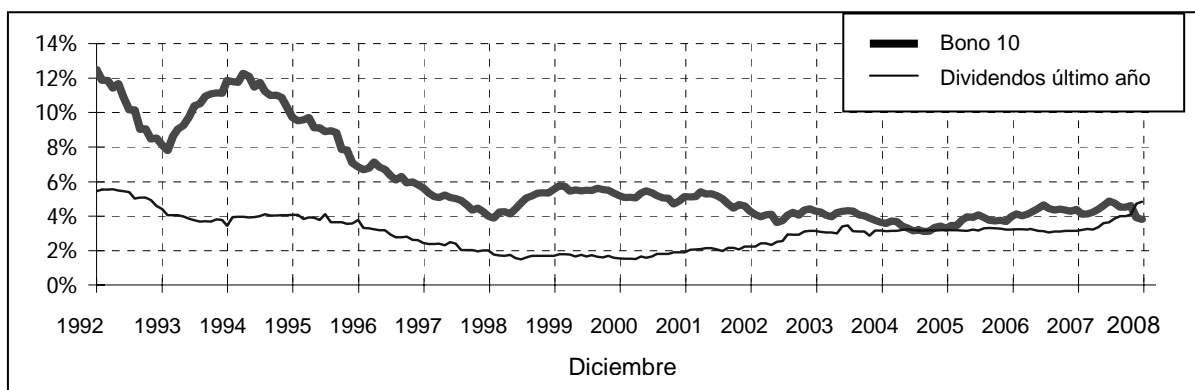
Aumento de la capitalización, aumento del valor para los accionistas y creación de valor para los accionistas del IBEX 35 (millardos de euros). Datos de fin de año

IBEX 35	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Total
Capitalización	51,1	46,0	78,5	71,4	84,5	119,5	168,1	228,7	293,0	306,9	291,2	215,5	275,7	345,0	401,8	512,8	524,7	322,7	
Δ capitalización		-5,1	32,4	-7,1	13,1	35,0	48,6	60,6	64,3	13,9	-15,8	-75,7	60,2	69,3	56,8	111,0	11,8	-201,9	271,6
Aumento de valor para los accionistas																			
En euros corrientes		-2,6	28,1	-9,1	16,0	39,7	53,1	65,0	45,9	-60,2	-18,6	-77,2	69,4	58,1	75,8	144,8	54,9	-191,5	291,7
En euros de 2008		-12,2	112,9	-32,8	49,0	106,6	128,6	144,1	95,2	-113,9	-32,2	-122,6	101,7	78,9	95,9	170,6	59,8	-191,5	638,1
Creación de valor para los accionistas																			
En euros corrientes		-10,9	19,8	-18,7	3,8	27,7	40,2	49,6	29,9	-88,2	-46,8	-103,8	51,5	35,8	50,5	115,5	12,5	-237,7	-69,1
En euros de 2008		-51,6	79,7	-66,9	11,6	74,5	97,2	110,0	62,0	-166,9	-81,1	-164,8	75,5	48,6	63,8	136,1	13,6	-237,7	3,7

																				Media
Rentabilidad accionistas	-5%	61%	-12%	22%	47%	44%	39%	20%	-21%	-6%	-27%	32%	21%	22%	36%	11%	-37%			11,1%

Figura 4

Rentabilidad anual por dividendos del IBEX 35



Fuente: elaboración a partir de datos de Sociedad de Bolsas.

Tabla 3

IBEX 35 corregido por dividendos. Rentabilidad para los accionistas y rentabilidad exigida (Ke) en el periodo 1992-2008

Rentabilidad	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Media	
IBEX 35																			
Con dividendos	-5,0%	61,0%	-11,7%	22,4%	47,1%	44,5%	38,6%	20,1%	-20,5%	-6,1%	-26,5%	32,2%	21,1%	22,0%	36,0%	10,7%	-36,5%	11,1%	
Sin dividendos	-9,9%	54,2%	-14,6%	17,6%	41,7%	41,0%	35,6%	18,3%	-21,7%	-7,8%	-28,1%	28,2%	17,4%	18,2%	31,8%	7,3%	-39,4%	7,7%	
Diferencia	4,9%	6,8%	2,9%	4,8%	5,4%	3,4%	3,1%	1,7%	1,2%	1,8%	1,6%	4,0%	3,7%	3,8%	4,3%	3,4%	2,9%	3,4%	
Tipos int. 10 años	12,5%	8,1%	11,9%	9,7%	6,9%	5,6%	4,0%	5,6%	5,2%	5,1%	4,3%	4,3%	3,6%	3,3%	4,0%	4,4%	3,8%	6,4%	
Prima de riesgo	5,0%	5,5%	4,0%	5,2%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,8%	3,8%	4,0%	4,3%	4,4%	4,2%	
Ke IBEX 35	16,3%	18,0%	12,1%	17,1%	14,2%	10,9%	9,1%	7,0%	9,6%	9,2%	9,1%	8,3%	8,1%	7,4%	7,3%	8,3%	8,8%	10,6%	

Tabla 4

Creación de valor para los accionistas del IBEX 35 (en millardos de euros de 2008)

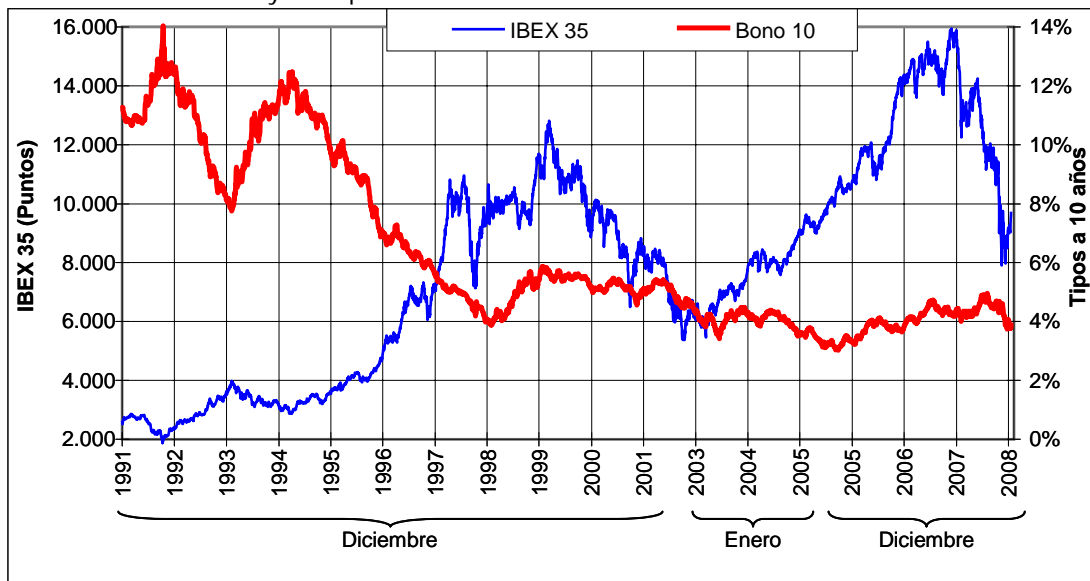
		A																
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Desde	1991	-52	28	-39	-27	47	144	254	317	150	69	-96	-21	28	92	228	241	4
	1992		80	13	24	99	196	306	368	201	120	-45	31	80	143	279	293	55
	1993			-67	-55	19	116	226	288	122	41	-124	-49	0	64	200	213	-24
	1994				12	86	183	293	355	189	107	-57	18	67	131	267	280	43
	1995					74	172	282	344	177	96	-69	7	55	119	255	269	31
	1996						97	207	269	102	21	-143	-68	-19	44	181	194	-43
	1997							110	172	5	-76	-241	-165	-117	-53	83	97	-141
	1998								62	-105	-186	-351	-275	-227	-163	-27	-13	-251
	1999									-167	-248	-413	-337	-289	-225	-89	-75	-313
	2000										-81	-246	-170	-122	-58	78	92	-146
	2001											-165	-89	-41	23	159	173	-65
	2002												76	124	188	324	338	100
	2003													49	112	248	262	24
	2004														64	200	214	-24
	2005															136	150	-88
	2006																14	-224
	2007																	

3. Influencia de los tipos de interés en el IBEX 35

La Figura 5 muestra la evolución del IBEX 35 y la de los tipos de interés a 10 años. Puede observarse cómo grandes descensos de los tipos se corresponden con ascensos del IBEX, y viceversa. Así, por ejemplo, entre el 7 de octubre de 1992 y el 1 de febrero de 1994, los tipos de interés descendieron desde el 14,03% hasta el 7,75%, y el IBEX 35 subió un 111% (desde 2.028 hasta 4.280). La posterior subida de tipos de interés hasta el 12,47% (24 de marzo de 1995), se vio acompañada de un descenso del IBEX de un 23% (hasta 3.303 puntos).

Figura 5

Evolución del IBEX 35 y del tipo de interés a 10 años



Fuente: Sociedad de Bolsas y Datastream. Datos diarios.

En el período analizado hubo una importante reducción de los tipos de interés que contribuyó al aumento de las cotizaciones. En la Tabla 5 se desglosa la rentabilidad para los accionistas del IBEX 35 en la magnitud debida a los cambios en los tipos de interés y la magnitud debida a otros factores. La rentabilidad media del IBEX en 1992-2008 (11,1%) debe una parte importante al descenso de los tipos de interés (4,7%). Es importante destacar que la rentabilidad media para los accionistas debida a cambios en expectativas (esto es, eliminando el efecto del cambio en los tipos de interés) fue del 6,1%.

Tabla 5

Rentabilidad del IBEX 35 debida a los cambios de los tipos de interés y debida a otros factores

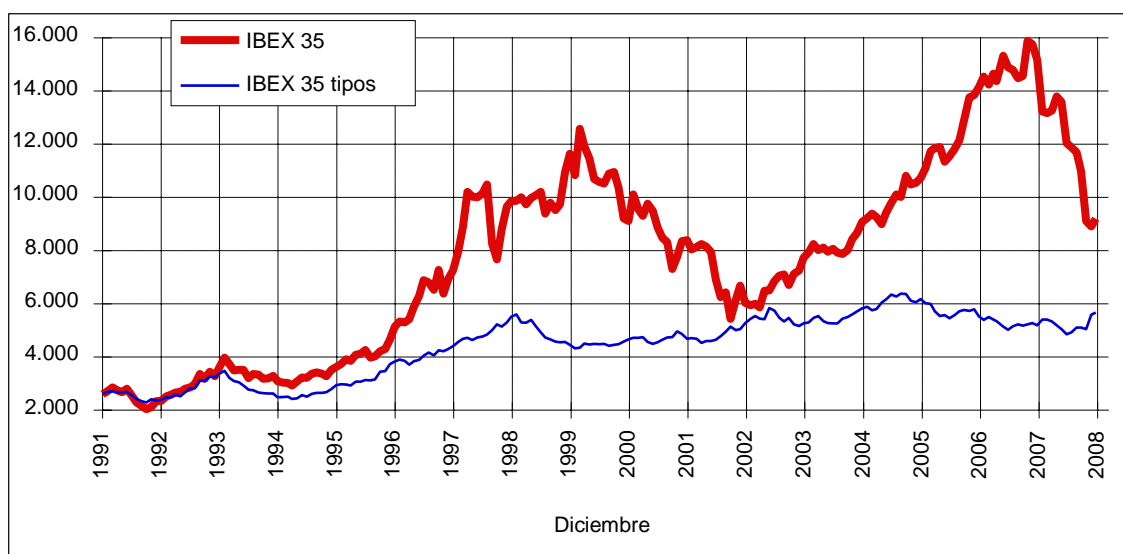
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Media
R_F(10 años)	12,5%	8,1%	11,9%	9,7%	6,9%	5,6%	4,0%	5,6%	5,2%	5,1%	4,3%	4,3%	3,6%	3,3%	4,0%	4,4%	3,8%	6,4%
Rentabilidad IBEX 35	-5,0%	61,0%	-11,7%	22,4%	47,1%	44,5%	38,6%	20,1%	-20,5%	-6,1%	-26,5%	32,2%	21,1%	22,0%	36,0%	10,7%	-36,5%	11,1%
Rentabilidad para los accionistas del IBEX debida a cambios en:																		
Tipos de interés	-8,1%	41,0%	-26,0%	17,7%	30,4%	15,1%	25,2%	-19,3%	4,8%	0,6%	12,4%	-0,1%	12,3%	4,5%	-10,4%	-6,3%	9,4%	4,7%
Expectativas	3,4%	14,2%	19,5%	4,0%	12,8%	25,5%	10,7%	48,9%	-24,2%	-6,6%	-34,6%	32,4%	7,8%	16,8%	51,8%	18,2%	-41,9%	6,1%

Fuente: Elaboración propia.

La Figura 6 compara la evolución del IBEX 35 con la evolución del IBEX debida exclusivamente al cambio en los tipos de interés (IBEX 35 tipos). Puede observarse cómo entre 1994 y principios de 2000 el IBEX se separó mucho del nivel debido a los tipos, pero el posterior descenso le llevó a principios de 2003 a un nivel muy similar al de IBEX 35 tipos.

Figura 6

Evolución del IBEX 35 y del IBEX 35 modificado por la evolución del tipo de interés a 10 años



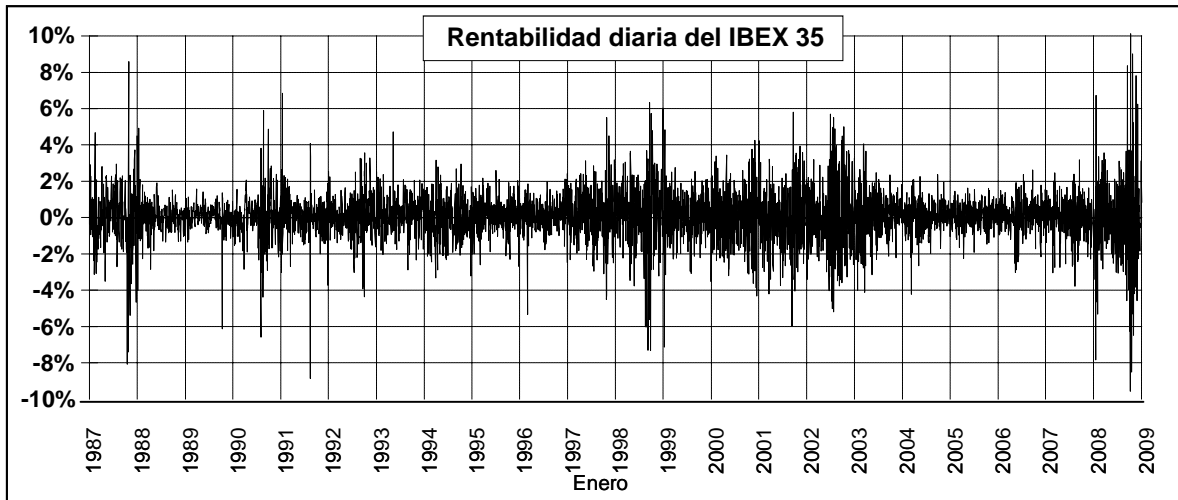
Fuente: Sociedad de Bolsas, Datastream y elaboración propia. Datos mensuales.

4. Volatilidad del IBEX 35

La Figura 7 muestra la evolución de la rentabilidad diaria del IBEX 35. La Figura 8 es la volatilidad del IBEX 35 calculada como la desviación estándar anualizada de las rentabilidades diarias del último año.

Figura 7

Evolución de la rentabilidad diaria del IBEX 35



Fuente: Sociedad de Bolsas y elaboración propia. Datos diarios.

Figura 8

Evolución de la volatilidad del IBEX 35

Desviación estándar anualizada de las rentabilidades diarias del último año



Fuente: elaboración propia. Datos diarios.

5. Comparación del IBEX 35 con el IGBM

La Figura 9 compara la evolución del IBEX 35 con la del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM). Al IBEX 35 se le asignó el valor 3.000 el 29 de diciembre de 1989, día en el que el IGBM fue 296,8%. Entre esa fecha y febrero de 2000, el IBEX 35 fue mejor que el IGBM, pero desde entonces ha sucedido (en media) lo contrario, de modo que el último día de 2008 el IBEX fue 9.196, mientras que el IGBM fue 976%. Como muestra la Tabla 6, la rentabilidad media del Índice Total de la Bolsa de Madrid (ITBM) fue del 11,9%, superior a la del IBEX 35 ajustado por dividendos (11,1%). Esto se debe a que en los años 1994, 1997, 1998, 2000, 2001, 2002, 2004, 2005 y 2006, y en el promedio del período diciembre de 1992–diciembre de 2008, las empresas pequeñas fueron más rentables que las grandes. La Tabla 6 también muestra que el IBEX Medium (índice construido con empresas más pequeñas que las del 35) fue más rentable que el IBEX 35.

Figura 9

Evolución del IBEX 35 y del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM)

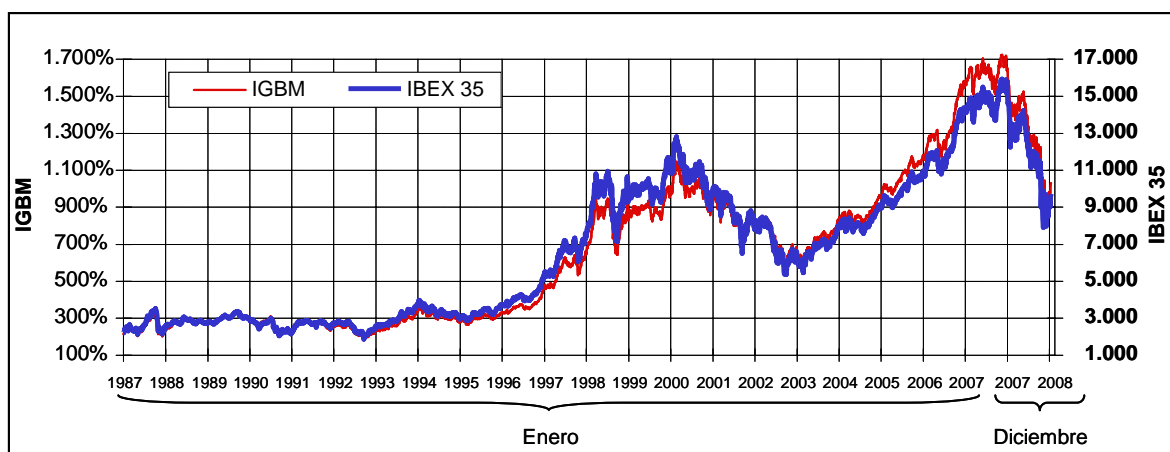


Tabla 6

Rentabilidad del IBEX 35 y del IGBM

Indices	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
IBEX 35	2.603	2.345	3.615	3.088	3.631	5.145	7.255	9.837	11.641	9.110	8.398	6.037	7.737	9.081	10.734	14.147	15.182	9.196
IGBM	246	214	323	285	320	445	633	868	1009	881	824	634	808	959	1156	1555	1642	976

Rentabilidades	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Media
IBEX 35	-10%	54%	-15%	18%	42%	41%	36%	18%	-22%	-8%	-28%	28%	17%	18%	32%	7%	-39%	7,7%
IGBM	-13%	51%	-12%	12%	39%	42%	37%	16%	-13%	-6%	-23%	27%	19%	21%	34%	6%	-41%	8,4%
Diferencia	3,1%	3,5%	-2,9%	5,3%	2,7%	-1,2%	-1,6%	2,1%	-9,1%	-1,4%	-5,0%	0,7%	-1,3%	-2,4%	-2,7%	1,7%	1,1%	-0,7%
IBEX 35 con div.	-5%	61%	-12%	22%	47%	44%	39%	20%	-21%	-6%	-27%	32%	21%	22%	36%	11%	-37%	11,1%
ITBM	-8%	56%	-9%	16%	43%	45%	39%	17%	-11%	-5%	-17%	30%	21%	23%	41%	9%	-37%	11,9%
Diferencia	2,5%	5,0%	-2,5%	6,7%	4,1%	-0,9%	-0,8%	2,9%	-9,5%	-1,3%	-9,3%	2,2%	-0,1%	-1,3%	-4,5%	1,5%	0,4%	-0,8%
IBEX div. - IBEX	4,9%	6,8%	2,9%	4,8%	5,4%	3,4%	3,1%	1,7%	1,2%	1,8%	1,6%	4,0%	3,7%	3,8%	4,3%	3,4%	2,9%	3,5%
ITBM - IGBM	5,5%	5,4%	2,5%	3,4%	4,0%	3,1%	2,3%	1,0%	1,6%	1,6%	5,9%	2,5%	2,5%	2,7%	6,1%	3,6%	3,6%	3,4%
Diferencia	-0,6%	1,4%	0,4%	1,4%	1,4%	0,3%	0,8%	0,7%	-0,4%	0,2%	-4,3%	1,5%	1,3%	1,1%	-1,8%	-0,2%	-0,7%	0,1%
IBEX 35	-10%	54%	-15%	18%	42%	41%	36%	18%	-22%	-8%	-28%	28%	17%	18%	32%	7%	-39%	7,7%
IBEX Medium CAP	-14%	39%	4%	2%	34%	30%	39%	-17%	12%	-9%	-1%	38%	25%	37%	42%	-10%	-47%	8,6%
IBEX Small CAP	-48%	92%	19%	-2%	50%	63%	33%	-31%	-9%	-5%	-20%	30%	22%	42%	54%	-5%	-57%	5,7%

También en los mercados internacionales, las empresas más rentables son habitualmente las más pequeñas. La Tabla 7 muestra la rentabilidad de las empresas norteamericanas en el período 1926-2005 agrupadas por deciles.

Tabla 7

Relación entre la rentabilidad y el tamaño de las empresas norteamericanas en el período 1926-2005

	Rentabilidad (media geométrica) 1926-2005	Desviación típica 1926-2005	Capitalización 2005 (miles de millones de dólares)	Número de empresas en 2005
Mayores	9,5%	19,17%	8.869,80	169
9º decil	10,9%	21,86%	2.025,32	182
8º decil	11,3%	23,66%	1.074,44	195
7º decil	11,3%	25,94%	656,29	206
6º decil	11,6%	26,78%	452,33	207
5º decil	11,8%	27,84%	389,59	238
4º decil	11,6%	29,99%	319,64	299
3º decil	11,8%	33,47%	287,78	352
2º decil	12,0%	36,55%	268,73	693
Menores	14,0%	45,44%	216,33	1.746

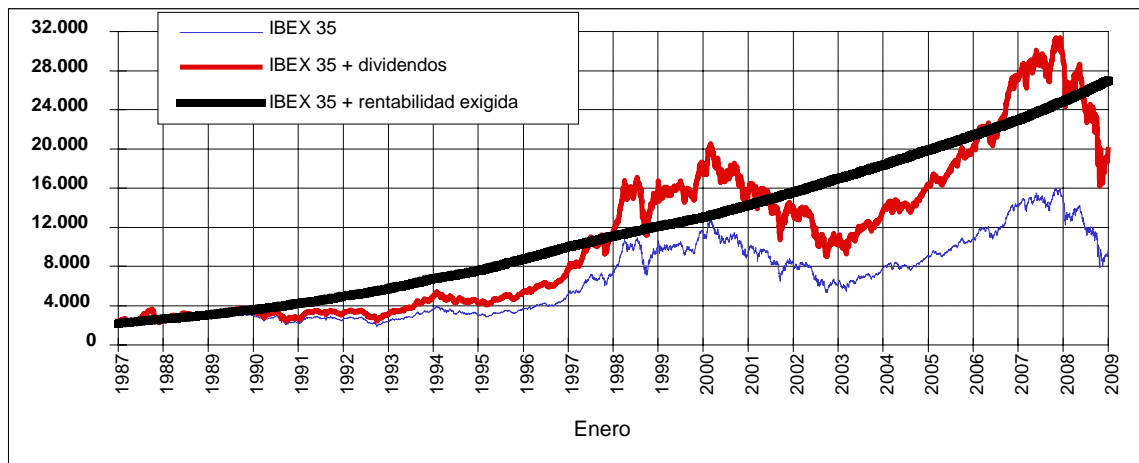
Fuente: Ibbotson, «2006 Yearbook».

6. Nivel del IBEX 35 necesario para obtener la rentabilidad exigida por los accionistas

La Figura 10 muestra el nivel del IBEX 35 necesario para conseguir la rentabilidad exigida por los accionistas a partir de enero de 1987 (IBEX 35 + rentabilidad exigida), la evolución del IBEX 35 y la evolución del IBEX 35 corregido por dividendos (IBEX 35 + dividendos). Partiendo de 2.201 puntos en enero de 1987, el IBEX 35 corregido por dividendos alcanzó los 20.181 puntos en diciembre de 2008 (el 6 de marzo de 2000 alcanzó 20.554 puntos, y el 8 de noviembre de 2007, 31.385). El IBEX 35 + rentabilidad exigida de diciembre de 2008 fue de 26.965 puntos. Esto significa que un accionista que invirtió 2.201 euros en enero de 1987, debería tener 26.965 euros en diciembre de 2008 para conseguir la rentabilidad exigida. El IBEX corregido por dividendos no alcanzó esa cifra y, por consiguiente, hubo destrucción de valor para los accionistas en este período.

Figura 10

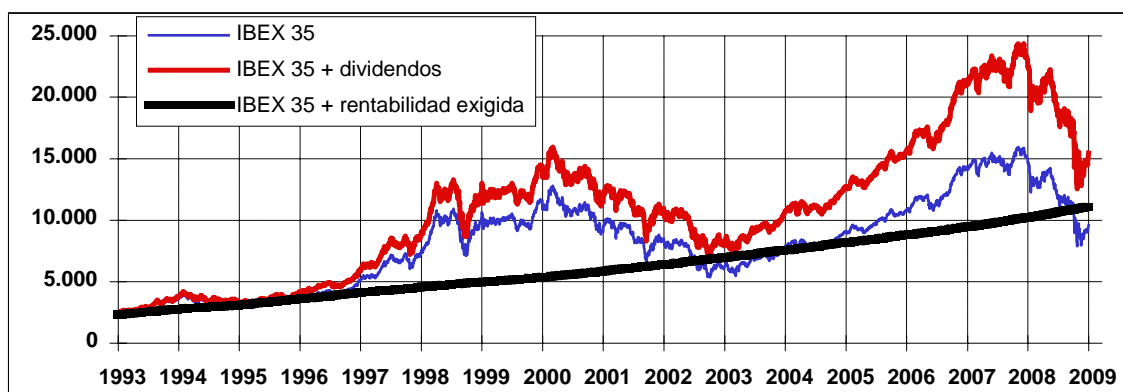
Evolución del IBEX 35, del IBEX 35 corregido por dividendos y del nivel del IBEX necesario para obtener la rentabilidad exigida por los accionistas. A partir de enero de 1987



La Figura 11 es idéntica a la 10, pero parte de diciembre de 1992 (2.344,6 puntos). El IBEX 35 corregido por dividendos alcanzó los 14.787 puntos en diciembre de 2008 (el 6 de marzo de 2000 fue de 15.967 puntos). El IBEX 35 + rentabilidad exigida de diciembre de 2008 fue de 11.098 puntos. Esto significa que hubo creación de valor en ese período. Invertir 2.344,6 euros en diciembre de 1992 y obtener 14.787 euros el 28 de diciembre de 2008, significa obtener una rentabilidad anual media del 12,2%, que es la rentabilidad para los accionistas que reinvirtieron sus dividendos en acciones de las empresas⁴. La rentabilidad anual media para los accionistas (12,2%) fue superior a la rentabilidad exigida media en este período (10,2%).

Figura 11

Evolución del IBEX 35, del IBEX 35 corregido por dividendos y del nivel del IBEX necesario para obtener la rentabilidad exigida por los accionistas. A partir de diciembre de 1992

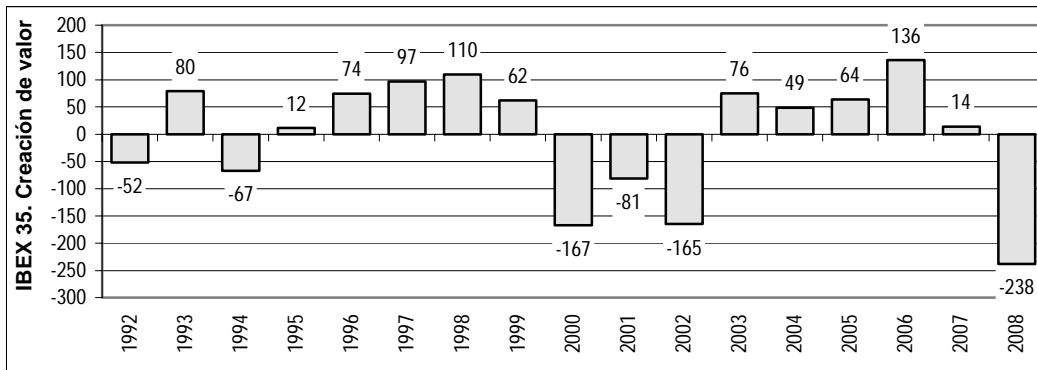


⁴ Suponiendo la reinversión de los dividendos. Es obvio que no todos los accionistas pueden reinvertir los dividendos comprando acciones de la empresa, porque los que reinvierten compran acciones a otros accionistas que venden acciones.

La Figura 12 muestra la creación de valor del IBEX entre 1992 y 2008: entre diciembre de 1991 y diciembre de 2008, el IBEX creó 222 millardos de euros de valor para los accionistas (en euros de 2008).

Figura 12

Creación de valor del IBEX 35 (millardos de euros de 2008)



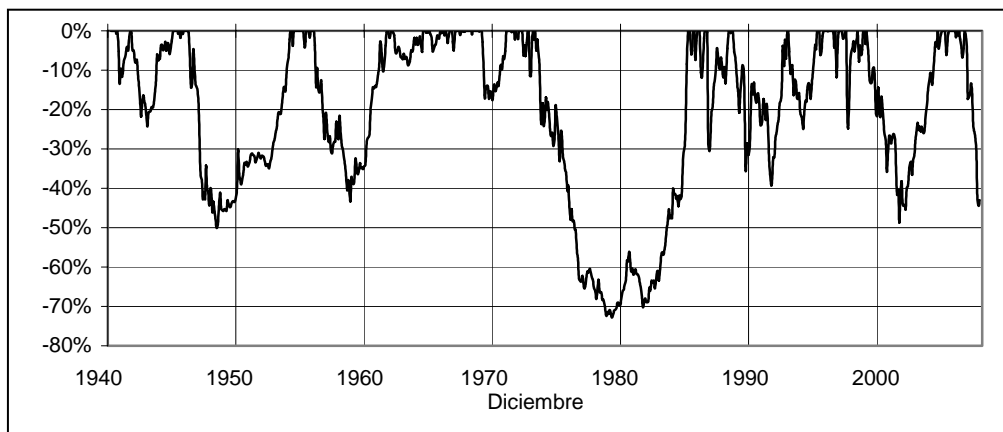
7. Crisis bursátiles históricas y plazos de recuperación

La Figura 13 muestra las crisis bursátiles del IGBM (Índice General de la Bolsa de Madrid): el porcentaje que representaron sus caídas con respecto a su máximo histórico anterior, desde diciembre de 1940 hasta diciembre de 2008. Tras el máximo histórico de abril de 1974, el IGBM descendió un 72,9% hasta abril de 1980. El IGBM no consiguió recuperar el nivel de abril de 1974 hasta marzo de 1986. En la crisis más reciente debida a la burbuja de Internet, tras el máximo histórico de febrero de 2000, el IGBM descendió un 48,7% hasta septiembre de 2002. En diciembre de 2005 el IGBM ya estuvo un 2% por encima del nivel de febrero de 2000.

Figura 13

IGBM. Porcentaje con respecto al máximo histórico anterior.

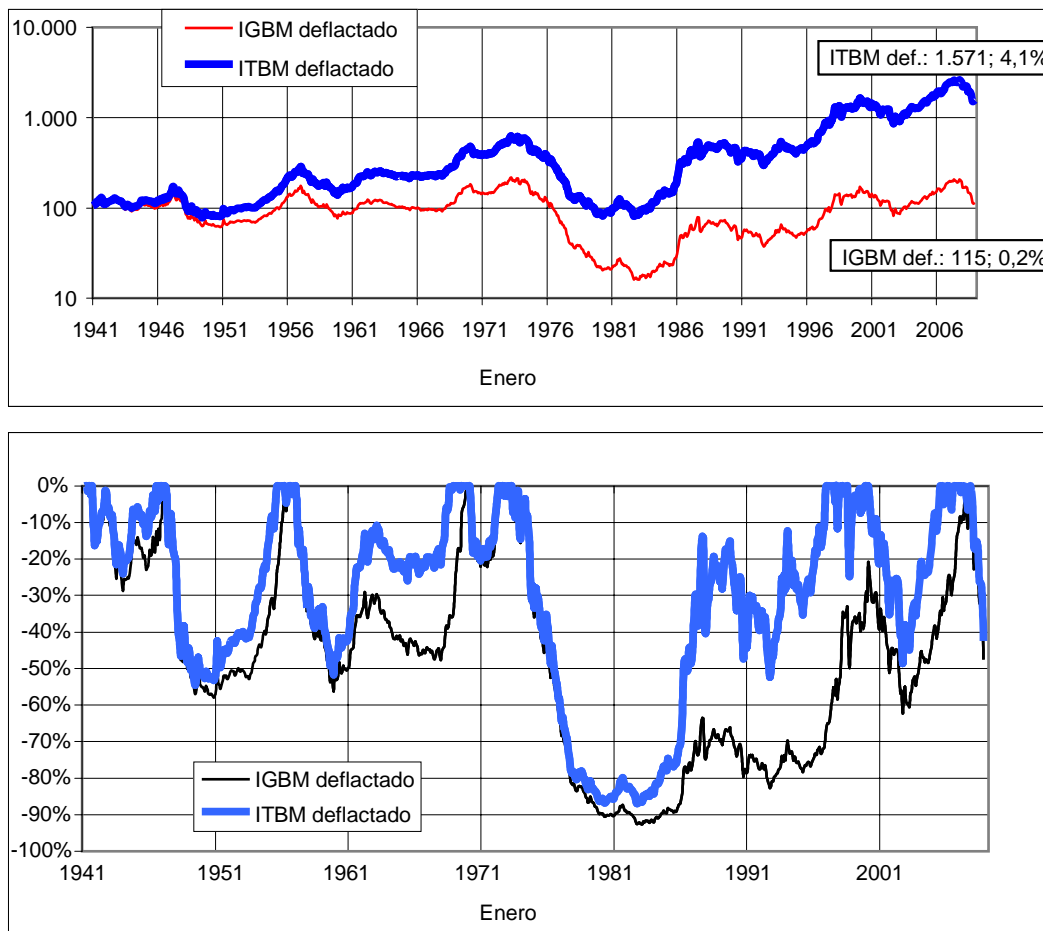
$(\text{IGBM} - \text{Máximo histórico anterior}) / \text{Máximo histórico}$. Datos mensuales de fin de mes



La Figura 14 muestra la evolución del IGBM y del ITBM deflactados, esto es, deduciendo la inflación, en estos 68 años. Puede apreciarse que en términos reales, el IGBM deflactado no ha alcanzado todavía el nivel de abril de 1974 (el ITBM alcanzó el nivel de 1974 en 1996, después de 22 años). El IGBM deflactado ha pasado de 100 en diciembre de 1940 a 115 en diciembre de 2008. Pero el IGBM no tiene en cuenta los dividendos: el ITBM deflactado, que sí tiene en cuenta los dividendos, ha pasado de 100 en diciembre de 1940 a 1.571 en diciembre de 2008. El dividendo anual promedio a lo largo de estos 68 años fue el 3,9%, y la inflación anual media en España, el 7,8%.

Figura 14

Evolución histórica del IGBM y del IGBM deflactado (en términos reales), 1940-2008. Diciembre de 1940 = 100



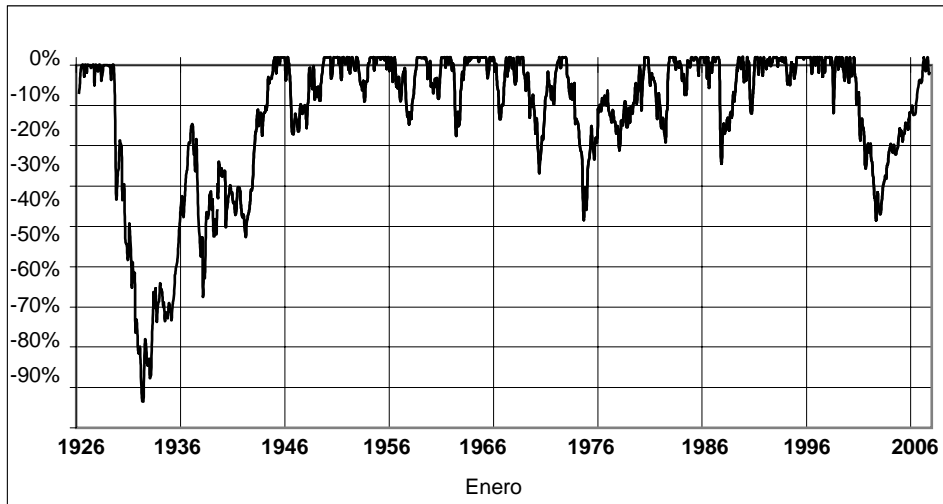
Fuente: Bolsa de Madrid y elaboración propia.

La Figura 15 muestra idéntica información pero referida al S&P 500 desde 1926. Tras el máximo histórico de agosto de 1929, el S&P 500 descendió un 84,8% hasta junio de 1932. El S&P 500 no consiguió recuperar el nivel de agosto de 1929 hasta septiembre de 1954. Con la crisis del petróleo, tras el máximo histórico de enero de 1973, el S&P 500 descendió un 43,3% hasta diciembre de 1974. El S&P 500 no consiguió recuperar el nivel de enero de 1973 hasta julio de 1980. En la reciente crisis de Internet, tras el máximo histórico de agosto de 2000 (1.485,4), el S&P 500 descendió un 43,6% hasta febrero de 2003. El nivel de agosto de 2000 no se alcanzó hasta mayo de 2007.

En los períodos julio de 1920-septiembre de 1922 y diciembre 1929-marzo de 1933 hubo fuerte deflación (inflación negativa) en Estados Unidos. El nivel de precios de julio de 1920 no se alcanzó hasta octubre de 1946. En el período 1926-2008 la inflación anual media fue del 3,0%.

Figura 15

S&P 500. Porcentaje con respecto al máximo histórico anterior, 1926-2007
(S&P 500/Máximo histórico anterior) - 1



La Tabla 8 muestra las mayores caídas de las bolsas mundiales desde 1926 hasta 1996 en términos reales. En España, el mayor descenso mensual se produjo en octubre de 1987 (-28,6%); el mayor descenso anual, entre octubre de 1976 y septiembre de 1977 (-52,4%); el mayor descenso en un período de cinco años, entre mayo de 1975 y abril de 1980 (-84,3%), y el mayor descenso en un periodo de diez años, entre marzo de 1973 y febrero de 1983 (-91%).

Tabla 8

Mayores descensos de las bolsas mundiales desde 1926 hasta 1996 en términos reales (eliminando el efecto de la inflación)

País	Mayor descenso				Mes final			
	1 mes	1 año	5 años	10 años	1 mes	1 año	5 años	10 años
España	-28,6%	-52,4%	-84,3%	-91,0%	10/87	9/77	4/80	2/83
Estados Unidos	-24,0%	-55,9%	-56,4%	-60,7%	11/29	6/32	9/34	8/82
Canadá	-22,9%	-45,6%	-60,9%	-55,6%	10/87	6/82	3/42	6/82
Reino Unido	-22,8%	-65,6%	-74,7%	-68,7%	11/87	11/74	12/74	12/74
Francia	-25,4%	-53,4%	-83,5%	-84,8%	3/82	10/45	6/49	1/53
Alemania	-92,4%	-89,7%	-92,0%	-89,1%	7/48	6/49	7/48	7/48
Italia	-32,9%	-73,0%	-87,3%	-87,3%	7/81	4/46	4/46	6/77
Portugal	-26,0%	-67,9%	-97,8%	-94,7%	10/87	9/88	11/78	12/83
Australia	-32,9%	-49,8%	-68,2%	-63,1%	11/87	8/74	12/74	7/78
Japón	-47,1%	-92,7%	-98,4%	-99,0%	7/47	8/46	11/47	4/50
India	-24,3%	-50,5%	-73,2%	-80,2%	11/87	4/93	6/50	10/49
Filipinas	-27,2%	-65,8%	-85,6%	-93,5%	5/86	9/74	1/85	9/83
Sudáfrica	-28,4%	-46,4%	-65,3%	-73,2%	2/93	10/74	5/53	6/79
Brasil	-67,9%	-82,0%	-89,4%	-92,2%	3/90	5/87	10/90	6/81
México	-46,5%	-73,2%	-84,9%	-78,2%	11/87	5/82	4/84	4/83
Venezuela	-37,2%	-84,3%	-84,3%	-92,3%	2/89	7/89	9/82	7/89
Israel	-34,2%	-67,4%	-54,6%	-63,6%	10/83	12/83	6/68	1/75

Fuente: Jorion (2003).

Anexo 1

Cambios en el IBEX 35 entre diciembre de 1991 y diciembre de 2008

		Capitalización 30/12/2008 (millones de €)		Ajuste Capitalización (Free-Float)
		Total	IBEX	
31 de diciembre de 1991		31 de diciembre de 2008		
Empresas que estaban en 1991 y en 2008		194.427	154.024	
1 POP: Banco Popular	POP: Banco Popular	7.513	7.513	
2 BKT: Bankinter	BKT: Bankinter	2.561	2.561	
3 MAP: Corp. Mapfre	MAP: Corp. Mapfre	6.588	2.635	40%
4 ELE: Endesa	ELE: Endesa	30.280	1.514	5%
5 IBE: Iberdrola	IBE: Iberdrola	32.715	32.715	
6 REP: Repsol	REP: Repsol	18.435	18.435	
7 TEF: Telefónica	TEF: Telefónica	74.574	74.574	
8 BTO: Banesto (abr-98)	BTO: Banesto	5.554	1.111	20%
9 UNF: Unión Fenosa	UNF: Unión Fenosa	16.206	12.965	80%
Estaban en 1991 y en dic. 2008 con algún cambio		125.020	114.664	
1 ACE: Autopistas (jul-03)	ABE: Abertis	8.446	6.757	80%
2 SAN: B. Santander (abr-99)	SAN: B. Santander (nov-01)	53.960	53.960	
3 BBV: B. Bilbao Vizcaya (ene-00)	BBVA: B. Bilbao Vizcaya Argentaria	32.457	32.457	
4 CTG: Catalana de gas (may-2001)	GAS: Gas Natural	8.638	3.455	40%
5 CUB: Cubiertas y M.Z.O.V. (jun-97)	ANA: Acciona (ene-99)	5.656	4.525	80%
6 DRC: Dragados	ACS Cons. Y Serv. (Abr-98)	10.950	10.950	
7 FOC: Focsa (ene-92)	FCC: Fomento de Cons. Y. C.	2.970	1.782	60%
8 VAL: Vallehermoso	SVV: Sacyr Vallehermoso (ene-03)	1.943	777	40%
Estaban en 1991 y no en 2008		81.463	54.059	
1 AGR: Agroman (ene-93)	ACX: Acerinox (ene-92)	2.891	2.313	80%
2 ASL: Asland (ene-94)	CRI: Critería (feb-08)	9.349	3.740	40%
3 CEN: Banco Central (ene-92)	GRF: Grifols (ene-08)	2.623	2.623	
4 HIS: Banco Hispano (ene-92)	SAB: Banco de Sabadell (jul-04)	5.820	5.820	
5 VIS: Viscofan (ene-00)	CIN: Cintra (jul-05)	3.025	1.815	60%
6 CEP: Cepsa (jul-93)	ENG: Enagás (ene-03)	3.715	3.715	
7 ALB: Corp. Financ. Alba (ene-03)	FER: Grupo Ferrovial (jul-99)	2.746	2.197	80%
8 CRI: Cristalería Española (ene-92)	GAM: Gamesa (abr-01)	3.100	3.100	
9 ECR: ERCROS (ene-92)	IBLA: Iberia (jul-02)	1.887	1.887	
10 FEC: Fecsa (jun-98)	IND: Inditex (jul-01)	19.529	11.717	60%
11 CAN: Hidro Cantabrico (abr-01)	IDR: Indra Sistemas (jul-99)	2.657	2.657	
12 HHU: Huarte (ene-95)	OHL: Obrascón Huarte Lain (jul-08)	871	697	80%
13 VDR: Portland Valderrivas (jul-95)	REE: Red Eléctrica (jul-05)	4.870	4.870	
14 SEV: Sevillana (ene-99)	IBR: Iberdrola Renovables (feb-08)	12.883	2.577	20%
15 URA: Uralita (ene-00)	TL5: Telecinco (ene-2005)	1.862	1.117	60%
16 URB: Urbis (ene-93)	ABG: Abengoa (ene-08)	1.068	854	80%
17 MVC: Metrovacesa (jul-07)	BME: Bolsas y Mercados (jul-2007)	1.538	1.538	
18 TAB: Tabacalera, ALT: Altadis (feb-08)	TRE: Técnicas Reunidas (abr-08)	1.029	823	80%
		400.910	322.746	

Empresas que entraron con posterioridad a 1991 y salieron antes de diciembre de 2008: CAR (Inmocaral, mar.-may. 2007); FAD (Fadesa, jul. 2006-mar. 2007); PRS (Prisa, ene. 2004-ene. 2007; oct. 2000-jul. 2003); TEM (Telefónica Móviles, ene. 2001; jul. 2006); TPI (Telf. Publicidad e Información, ene. 2000; jul. 2006); LOR (Arcelor, feb. 02; jul. 06); TRR (Terra, ene. 00; ene. 04); GPP (ene. 01; jul. 01); TUB (Tubacex, jul. 1997; ene. 1999); PUL (Puleva, ene. 1997; ene. 2000); SAR (Sarrió, ene. 1992; ene. 1993); ZOT (Zardoya Otis, ene. 1993; ene. 1994); PRY (Pryca, jul. 1992; dic. 2002 como CRF); ARA (jul. 1992; ene. 1993); AGS (Aguas Barcelona; ene. 1992 - ene. 2001; ene. 2007-feb. 2008); ZEL (Zeltia, jul. 2000; ene. 2005); ACR (jul. 1998; feb. 2002); SOL (ene. 1997; ene. 2003); RAD (ab. 1999; jul. 1999); EXT (ene. 1992; jul. 1992); ARG (jul. 1993; ene. 2000); TPZ (Telepizza, jul. 1998; jul. 2002); AUM (jul. 1992; jul. 2000); AMS (ene. 2000; jun. 2005); AZC (jul. 1997; ene. 1999); AMP (jul. 1995; jul. 1999); EBA (ene. 1994; jul. 1994); CTE (jul. 1994; oct. 2000); ENC (ene. 1995; ene. 1997); AZC (jul. 1995; ene. 1996); CTF (ene. 1995; jul. 1995); GES (ene. 1994; jul. 1997); A3TV (Antena 3, jul. 2005- ene. 2008); COL (Colonial, may. 2007 - abr. 2008); SGC (Sogecable, ene. 2000-may. 2008); NHH (NH Hoteles, ene. 1999-ene. 2009).

Nótese que CRI designó a Cristalería Española (en el IBEX en 1991) y ahora se utiliza para Critería

Anexo 2

Empresas que entraron y salieron en las 64 sucesivas revisiones del IBEX 35, 1991-2008

Revisión		Inclusiones						Exclusiones					
Nº	fecha												
1	2-ene.-1991	AGR	CUB	HHU				AZU	PSG	PMD			
2	1-jul.-1991	MVC	CAN	PMD				ALB	CRI	ACX			
3	1-oct.-1991	ALB	CRI					HID	PMD				
4	2-ene.-1992	SAR	EXT	AGS	BCH	ACX	CEN	HIS	ECR	ALB	CRI		
5	10-mar.-1992	FCC						FOC					
6	1-jul.-1992	PRY	ARA	ALB	AUM		EXT	HHU	AGS	CEP			
7	4-ene.-1993	CEP	HHU	AGS	ZOT		AGR	ARA	URB	SAR			
8	1-jul.-1993	ARG					CEP						
9	3-ene.-1994	EBA	GES				ASL	ZOT					
10	1-jul.-1994	CTE					EBA						
11	2-ene.-1995	ENC	CTF				HHU	AGS					
12	2-jul.-1995	AGS	AMP	AZC			CTF	GES	VDR				
13	2-ene.-1996	GES					AZC						
14	1-jul.-1996												
15	2-ene.-1997	SOL	UNI				ENC	VIS					
16	2-jun.-1997	ANA					CUB						
17	1-jul.-1997	AZC	TUB	VIS			ANA	GES	MVC				
18	1-oct.-1997	PUL					UNI						
19	2-ene.-1998												
20	2-abr.-1998	ACS					BTO						
21	1-jul.-1998	ACR	TPZ				ALB	FEC					
22	4-ene.-1999	ALB	ANA	NHH			AZC	SEV	TUB				
23	19-abr.-1999	SCH	RAD				BCH	SAN					
24	1-jul.-1999	FER	IDR				AMP	RAD					
25	3-ene.-2000	AMS	SGC	TPI	ALT		PUL	URA	VIS	TAB			
26	31-ene.-2000	BBVA	TRR				ARG	BBV					
27	3-jul.-2000	REE	ZEL				AUM	MAP					
28	2-oct.-2000	CRF	PRS				CTE	PRY					
29	2-ene.-2001	TEM	GPP				AGS	VAL					
30	10-abr.-2001						CAN						
31	24-abr.-2001	GAM											
32	1-may.-2001	GAS					CTG						
33	2-jul.-2001	ITX					GPP						
34	1-nov.-2001	SAN					SCH						
35	2-ene.-2002												
36	9-feb.-2002						ACR						
37	19-feb.-2002	LOR											
38	1-jul.-2002	IBLA					TPZ						
39	30-dic.-2002						CRF						
40	2-ene.-2003	MVC	VAL				ALB	SOL					
41	10-ene.-2003	ENG											
42	2-jun.-2003	ABE	SYV				ACE	VAL					
43	1-jul.-2003	MAP					PRS						
44	24-jul.-2003						TRR						
45	4-ago.-2003	TRR											
46	15-dic.-2003						DRC						
47	2-ene.-2004	BTO	PRS				TRR						
48	1-jul.-2004	SAB					SYV						
49	3-ene.-2005	SYV	TL5				REE	ZEL					
50	28-jun.-2005						AMS						
51	1-jul.-2005	REE	CIN				BTO	NHH					
52	8-jul.-2005	A3TV											
53	2-ene.-2006	NHH					MAP						
54	3-jul.-2006	FAD					NHH						
55	6-jul.-2006						LOR						
56	25-jul.-2006	MAP					TEM	TPI					
57	1-ago.-2006	BTO											
58	17-ago.-2006	NHH											
59	2-ene.-2007	AGS					PRS						
60	9-mar.-2007						FAD						
61	21-mar.-2007	CAR											
62	10-may.-2007	COL					CAR						
63	2-jul.-2007	BME					MVC						
64	2-ene.-2008	GRF	ABG				A3TV	NHH					
65	4-feb.-2008	IBR	CRI				ALT	AGS					
66	13-abr.-2008	TRE					COL						
67	12-may.-2008						SGC						
67	1-jul.-2008	OHL											

Fuente de los datos: Sociedad de Bolsas.

Al día siguiente al anuncio (que se realiza después de terminar la sesión bursátil), las empresas que entraron tuvieron en media una rentabilidad un 2,3% superior a la del IBEX, y las que salieron tuvieron en media una rentabilidad un 1,1% inferior a la del IBEX. En los cuarenta días anteriores al anuncio, las empresas que entraron tuvieron en media una rentabilidad un 10,1% superior a la del IBEX, y las que salieron tuvieron en media una rentabilidad un 5,9% inferior a la del IBEX.

Gómez Sala e Yzaguirre (2003) analizaron las empresas que entraron y salieron del IBEX entre 1991 y 1998. Muestran que las empresas que entraron subieron un 15% (rentabilidad diferencial) en los dos meses siguientes (un 10% en diez días) a la entrada como consecuencia de su inclusión en el IBEX. Posteriormente, esa rentabilidad diferencial se redujo a un 8%. Las empresas que salieron cayeron un 7% en los diez días siguientes a la salida como consecuencia de su exclusión, pero esa rentabilidad diferencial se hizo nula pasados 25 días. La mayor parte de la rentabilidad diferencial se produjo en el día siguiente al anuncio y en el día anterior a la inclusión o exclusión.

La entrada en un índice puede tener otros efectos. Así, por ejemplo, Denis, McConnell, Ovtchinnikov y Yu (2003) muestran que las empresas que entraron en el S&P 500 experimentaron aumentos en las previsiones de los analistas de beneficios por acción y en sus beneficios.

Referencias

Gómez Sala, J.C. y Jorge Yzaguirre (2003), «Presión sobre los precios en las revisiones del índice IBEX 35», *Investigaciones Económicas*, vol. 27(3), págs. 491-531.

Denis, Diane K., John J. McConnell, Alexei V. Ovtchinnikov y Yun Yu (2003), «S&P 500 Index Additions and Earnings Expectations», *Journal of Finance*, 58:5, págs. 1.821-1.840.

Ibbotson Associates (2006), «Stocks, Bonds, Bills and Inflation. 2006 Yearbook», Chicago.

Jorion, Philippe (2003), «The Long-Term Risks of Global Stocks Markets», *Financial Management*, invierno, págs. 5-26.

Otros artículos y documentos del autor sobre creación de valor y sobre valoración de empresas pueden descargarse en:

<http://ssrn.com/author=12696> y en: <http://logec.repec.org/RAS/pfe23.htm>

