

RENTABILIDAD Y CREACION DE VALOR DE 125 EMPRESAS ESPAÑOLAS EN 2010

Pablo Fernández
Javier Aguirreamalloa
Luis Corres

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 2010

Pablo Fernández¹

Javier Aguirreamalloa²

Luis Corres³

Resumen

En 2010 hubo 35 empresas (entre 125) con rentabilidad positiva. Considerando conjuntamente los años 2008, 2009 y 2010, solo 13 empresas tuvieron rentabilidad positiva. Las 125 empresas destruyeron valor para sus accionistas por importe de 117 millardos de euros. Inditex fue la empresa que más valor creó para sus accionistas en 2010 y en el periodo 2008-2010. Iberia la más rentable en 2010.

Pero la crisis de España-país es mucho más seria de lo que nos indican los datos de la bolsa. 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...). Los Anexos 4 y 5 son parte de un trabajo sobre la crisis española que se está terminando y que esperamos publicar si no se produce antes la intervención de España.

Clasificación JEL: G12, G31, M21

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

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

² Colaborador Científico, Dirección Financiera, IESE

³ Asistente de Investigación, IESE

RENTABILIDAD Y CREACION DE VALOR DE 125 EMPRESAS ESPAÑOLAS EN 2010

1. Datos de 2010

En 2010, la rentabilidad del IBEX 35 fue -12,9%, la del ITBM (Indice Total de la Bolsa de Madrid) -14,7%, y hubo 35 empresas (entre 125) con rentabilidad positiva. Considerando conjuntamente los años 2010, 2009 y 2008, solo 13 empresas tuvieron rentabilidad positiva. (En 2008, la rentabilidad del IBEX 35 fue -36% y solo hubo tres empresas entre 136 con rentabilidad positiva.) La Tabla 1 compara la rentabilidad del IBEX 35 y la del ITBM con la de otros índices internacionales.

Tabla 1

Rentabilidad de algunos índices mundiales en 2008, 2009 y 2010 (incluye dividendos)

	IBEX 35	ITBM	S&P500	EuroStoxx 50	FT100	DAX	CAC	Topix
2010	-12,9%	-14,7%	15,1%	-1,9%	12,6%	16,1%	0,6%	1,0%
2009	38,3%	35,9%	26,5%	25,7%	27,3%	23,8%	27,6%	7,66%
2008	-36,5%	-36,9%	-37,0%	-41,2%	-28,3%	-40,6%	-40,3%	-41,8%
2008-2010	-23,5%	-26,9%	-8,3%	-27,5%	2,8%	-14,6%	-23,4%	-36,7%

La destrucción de valor para los accionistas de las 125 empresas del continuo fue de 117 millardos de euros en 2010. Este último dato se puede desglosar entre 25 empresas que crearon 17 millardos para sus accionistas¹ y 100 empresas que destruyeron 134 millardos. La destrucción de valor para los accionistas de las 136 empresas del continuo fue de 17 millardos en 2007 y de 420 millardos en 2008. Este último dato se puede desglosar entre dos empresas (Unión Fenosa y Funespaña), que crearon 1,5 millardos para sus accionistas, y 134 empresas que destruyeron 421,5 millardos.

¹ La creación de valor en un periodo es la capitalización al principio del periodo 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 periodo cuando la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad exigida.

Los Anexos 1 a 3 contienen toda la información relativa a las 125 empresas españolas del mercado continuo que cotizaban en diciembre de 2010 y en 2009. La Tabla 2 es un resumen de algunos resultados.

Tabla 2

Algunos resultados de este trabajo

(En millones de euros)	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Número de empresas analizadas	125	125	136	125	123	119	123	125
Empresas que crearon valor	25	74	2	29	102	99	97	108
Mayor creación de valor	Inditex 6.243	Santander 39.809	Fenosa 1.505	Telefónica 26.828	Santander 16.234	Santander 10.404	Telefónica 8.077	Telefónica 15.382
Mayor destrucción de valor	Santander -34.268	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	-117.092	100.160	-419.987	-15.173	156.496	78.125	49.778	68.838

Rentabilidad media	-14,3%	19,7%	-45,4%	-6,4%	50,0%	42,2%	26,7%	35,1%
Rentabilidad media ponderada	-11,1%	29,6%	-40,1%	+ 6,4%	45,9%	23,4%	20,9%	31,9%
Mayor rentabilidad	Iberia 58%	Vueling 274%	Fenosa 19%	CAF 105,5%	Inmocaral 390%	Sniace 389%	Mecalux 101%	Sogecable 223%
Menor rentabilidad	AISA -84%	Sos Cuétara -81%	Astroc -92,0%	Astroc -87,4%	Jazztel -22%	Miquel y Costas -31%	Avanzit -25%	Jazztel -37%
Empresas con rentabilidad > 0	35	89	3	51	111	108	110	116

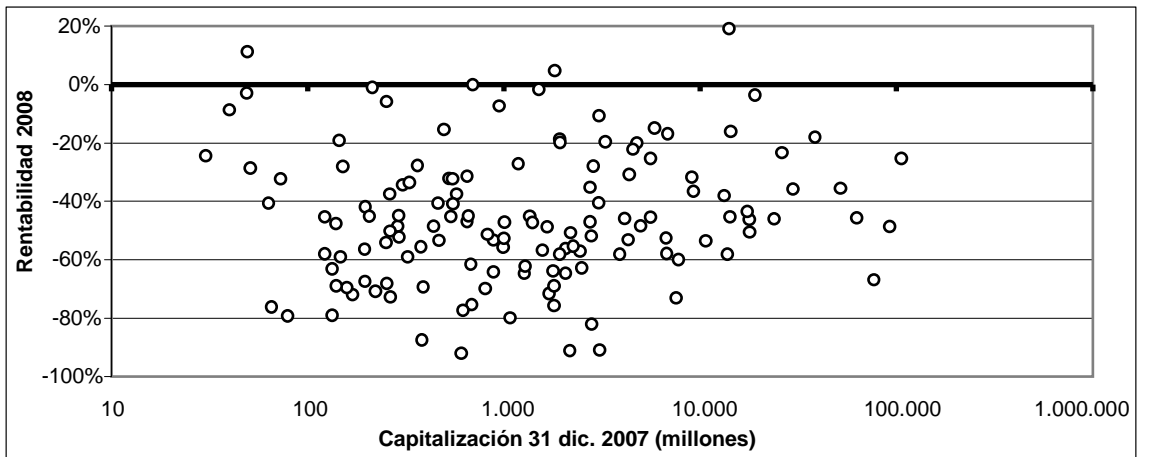
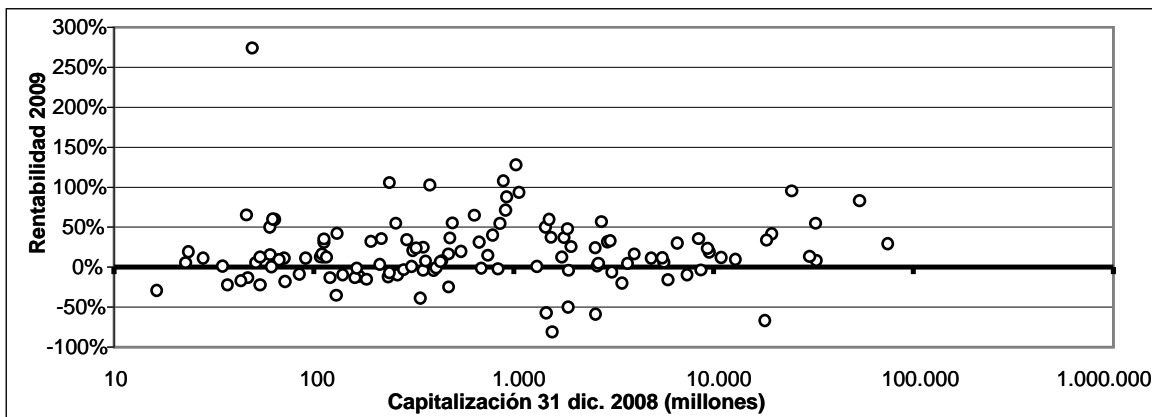
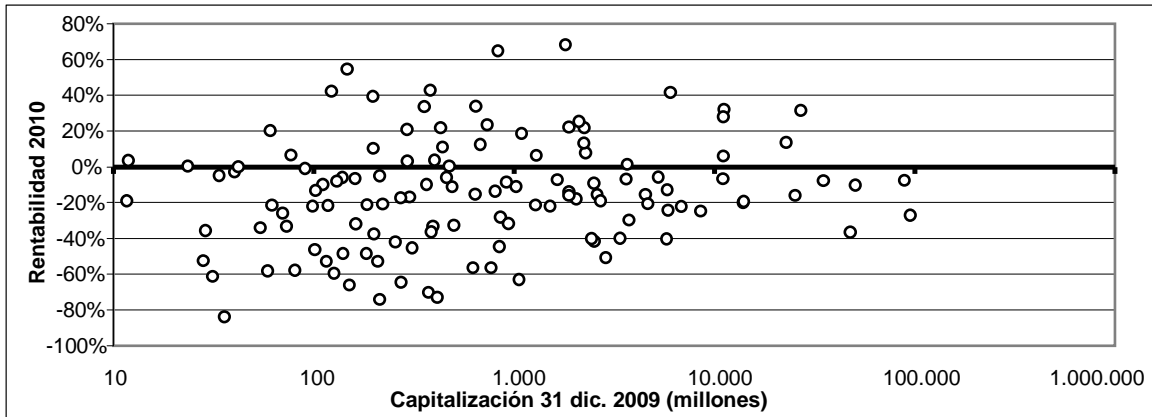
El Anexo 1 muestra que 25 de las 125 empresas crearon valor para sus accionistas en 2010. Inditex fue la empresa que más valor creó para sus accionistas en 2010 y en el periodo 2008-2010. En 2009, Santander fue la empresa que más valor creó para sus accionistas; la creación de valor total fue de 100 millardos. La destrucción de valor de las empresas en 2008 fue de 420 millardos (solo 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 en 2010 para sus accionistas fue Iberia (en 2009 fue Vueling; en 2008 fue Unión Fenosa; en 2007, CAF; en 2006, Inmocaral, y en 2005, Sniace). Noventa empresas tuvieron una rentabilidad negativa para sus accionistas en 2010 (36 en 2009, 133 en 2008, 74 en 2007 y 12 en 2006). La rentabilidad media en 2010 fue -14,1% (la media ponderada por capitalización fue -11,1%). La rentabilidad media en 2009 fue 19,7% (la media ponderada por capitalización fue 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 y 2010, las diez mayores empresas supusieron el 70% de la capitalización total, mientras que las 48 empresas más pequeñas solo representaron el 1% de la capitalización total. La Figura 1 muestra la relación rentabilidad-capitalización de las empresas en 2008, 2009 y 2010. En 2008, las diez mayores empresas supusieron el 64% de la capitalización total. La capitalización total fue de 519 millardos de euros en 2010, 598 en 2009, 476 en 2008 y 823 en 2007.

Figura 1

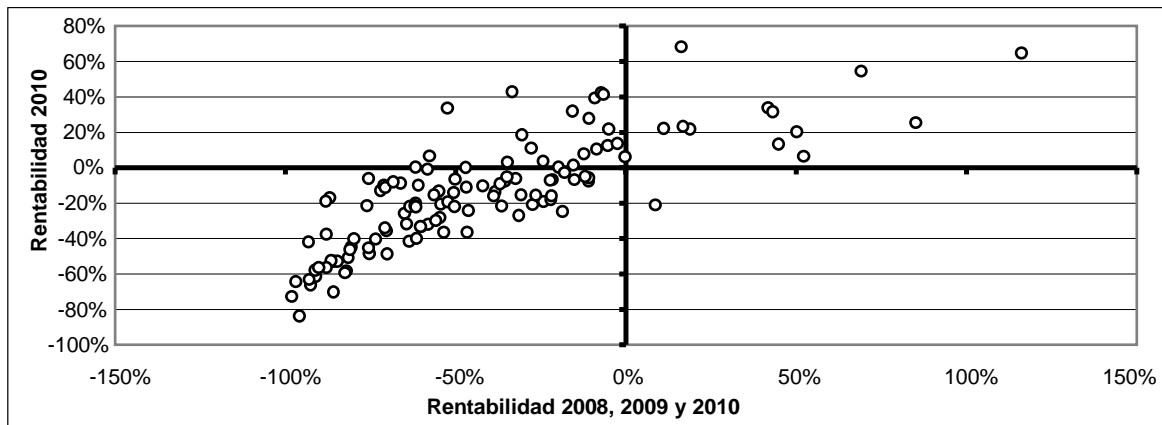
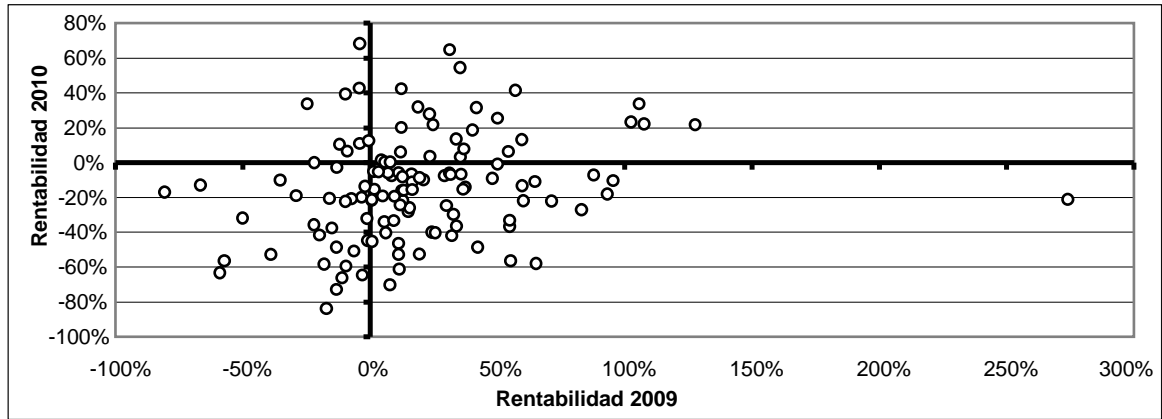
Rentabilidad y capitalización de las empresas analizadas, en euros



La Figura 2 muestra la relación entre la rentabilidad en 2010 de cada empresa con su rentabilidad en años anteriores.

Figura 2

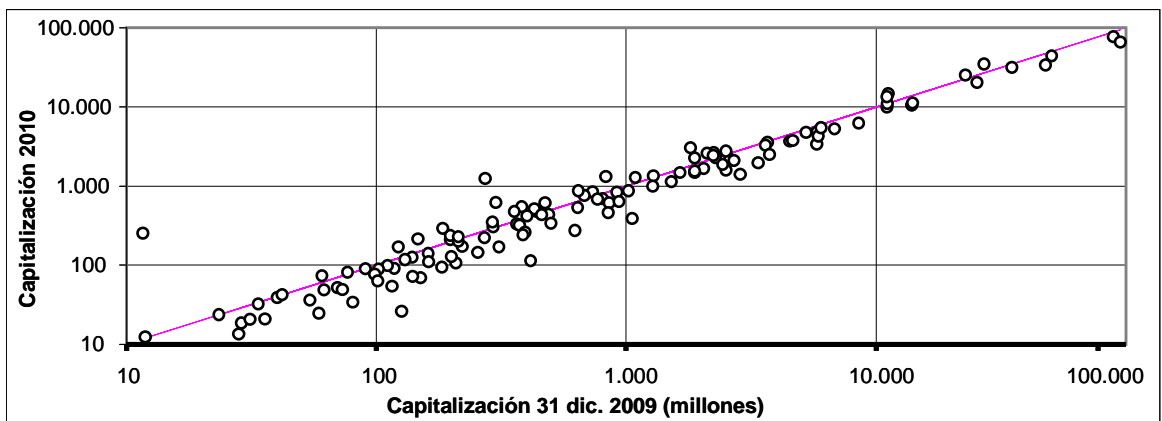
Rentabilidad y capitalización de las empresas analizadas



La Figura 3 muestra la relación entre la capitalización en 2010 y la del año anterior de cada empresa.

Figura 3

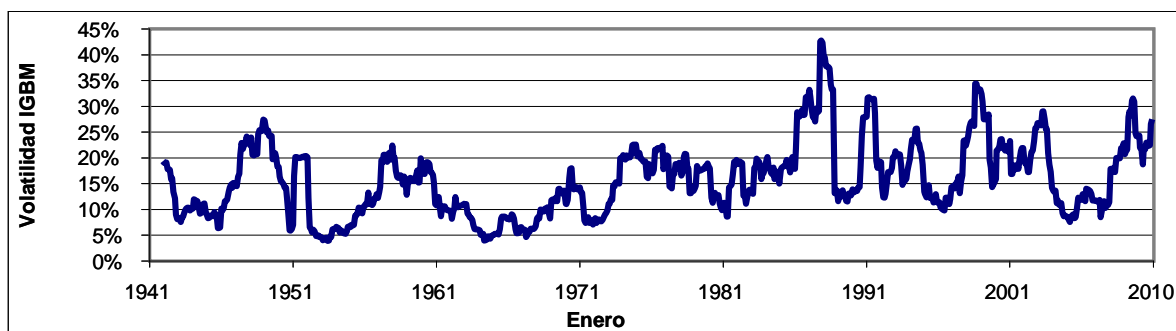
Capitalización en 2010 y en 2009 de las empresas analizadas



El año 2010 también ha sido un año de fuertes oscilaciones en las cotizaciones. En 2009, el cociente entre la cotización máxima y la cotización mínima 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.

Figura 4

Volatilidad del IGBM. 1940-2010. Calculada con las rentabilidades del último año



2. Evolución de la bolsa española: Ha habido descensos de cotizaciones superiores a los de 2008 y 2010

La Figura 5 muestra la evolución del IGBM en los últimos setenta años: el descenso de las cotizaciones en 2008 vino precedido por una subida y de un descenso (de 13.000 a 6.000). No es nada nuevo: lo que sube acaba bajando, y viceversa².

La Figura 6 se obtiene de la Figura 5 (basta dividir en IGBM de cada día entre el valor máximo del IGBM anterior) y permite comprobar que el descenso de 2008 fue similar al de 2002 (enloquecimiento debido a Internet) y mucho menor que el de la crisis española de 1973 (crisis del petróleo + incertidumbre sobre España después de Franco).

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 5

Evolución del ITBM y del IGBM en los últimos 70 años. El ITBM es el IGBM incluyendo los dividendos

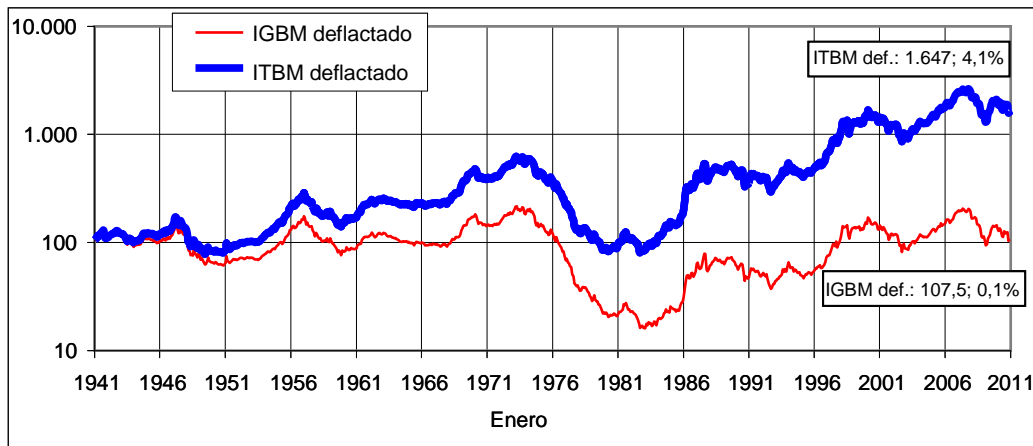
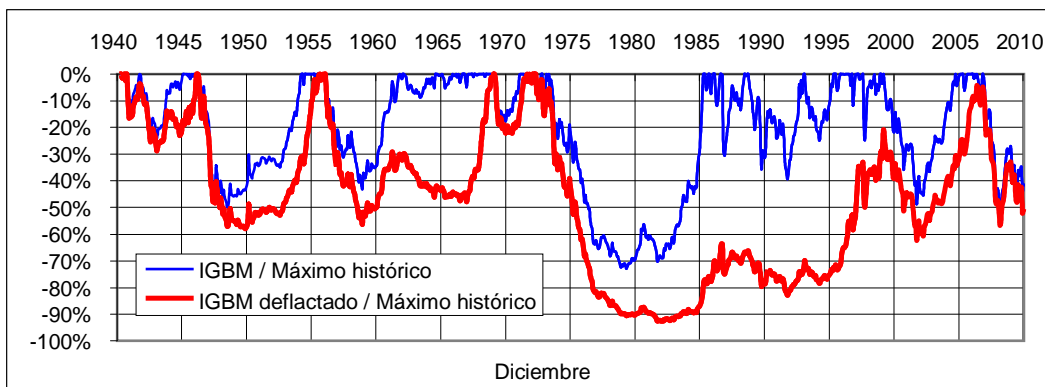


Figura 6

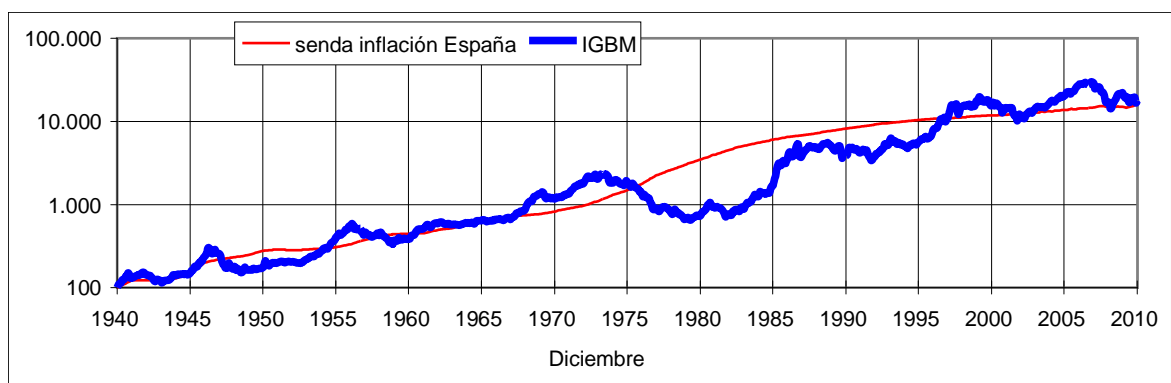
IGBM de cada día/máximo histórico



La Figura 7 muestra la evolución del IGBM y de la inflación entre 1940 y 2010. Puede observarse que ambas líneas son en 2010 casi coincidentes. Esa es la razón por la que la Figura 5 nos dice que la rentabilidad promedio del IGBM deflacionado fue 0,1%.

Figura 7

Evolución del IGBM y de la inflación en España, 1940-2010



Pero el IGBM y el IBEX 35 NO representan a la economía española, sino que reflejan principalmente la evolución en bolsa de empresas (Telefónica, Santander, BBVA, Iberdrola, Repsol, Inditex) que tienen la mayor parte de su negocio fuera de España.

3. Algunos apuntes sobre la crisis española

La crisis de España-país es mucho más seria de lo que nos indican los datos de la bolsa española.

Los Anexos 4 y 5 son parte de un trabajo sobre la crisis española que se está terminando y que esperamos publicar si no se produce antes la intervención de España.

Anexo 1

Creación de valor en 2010 de 125 empresas españolas del mercado continuo (millones de euros)

1 Inditex	6.243	43 Clínica Baviera	-22	85 Antena 3	-280
2 EADS	2.628	44 Puleva Biotech	-24	86 Tubos Reunidos	-294
3 Critería Caixa	2.100	45 Azkoyen	-24	87 Zeltia	-329
4 Ferrovial	1.934	46 Dinamia	-24	88 Afirma (exAstroc)	-350
5 Iberia	1.058	47 Sniace	-26	89 ACS	-367
6 Repsol YPF	963	48 Adolfo Domínguez	-30	90 B. Pastor	-377
7 Viscofán	461	49 Inypsa	-31	91 Testa Inmuebles	-383
8 Prosegur	371	50 CAF	-32	92 Bolsas y Mercados	-419
9 Técnicas Reunidas	280	51 Renta 4	-34	93 Reyal Urbis	-419
10 OHL	245	52 AISA Inmob.	-34	94 Cementos Portland	-450
11 Jazztel	148	53 PRIM	-36	95 Catalana Occidente	-461
12 Cie Automotive	131	54 Montebalito	-39	96 Telecinco	-464
13 Sol Meliá	110	55 Grupo Emp. Ence	-43	97 Lab. Almirall	-464
14 Duro Felguera	103	56 Renta Corp.	-54	98 PRISA	-507
15 Codere Sa	88	57 Vértice 360	-58	99 Abengoa	-551
16 Ebro Puleva	76	58 Vueling	-62	100 Acerinox	-572
17 Miquel y Costas	68	59 Natraceutical	-67	101 Grifols	-644
18 Barón de Ley	61	60 Realía Business	-69	102 Red Eléctrica	-702
19 Vidrala	56	61 Tecnocom	-69	103 Metrovacesa	-772
20 Iberpapel	42	62 Tubacex	-70	104 Indra	-782
21 Caja Ahorros Mediterráneo	30	63 Service Point	-72	105 Zardoya Otis	-1.106
22 Campofrío	22	64 Sos Cuétara	-76	106 Sacyr Vallehermoso	-1.222
23 Pescanova	11	65 Inmobiliaria del Sur	-76	107 Cepsa	-1.245
24 Funespaña	7	66 Ercros	-82	108 B. de Valencia	-1.259
25 CVNE	5	67 Corp. Dermoestética	-86	109 B. de Sabadell	-1.351
26 Española del Zinc	-1	68 Avanzit	-96	110 FCC	-1.452
27 Cleop	-1	69 Vocento	-103	111 Abertis	-1.611
28 Cía. General de Invers.	-2	70 Amper	-106	112 Bankinter	-1.624
29 Inbesós	-3	71 Gral. Alquiler Maq.	-114	113 Gamesa	-1.699
30 Dogi	-4	72 Sotogrande	-129	114 Banesto	-1.951
31 Bodegas Riojanas	-5	73 Solaria	-134	115 Banco Popular	-2.040
32 Lingotes Especiales	-5	74 NH Hoteles	-154	116 Corp. Mapfre	-2.838
33 Reno de Médici	-8	75 Faes Farma	-155	117 Acciona	-2.875
34 Nicolás Correa	-13	76 Fluidra	-166	118 Iberdrola Renov.	-3.878
35 Papeles y Cart. Europa	-16	77 Fersa Ener Rnvbl.	-171	119 Gas Natural	-3.893
36 Indo Int.	-17	78 Lab. Rovi	-174	120 Iberdrola	-5.505
37 Befesa	-19	79 Seda Barcelona	-181	121 Endesa	-5.905
38 Tavex Algodonera	-19	80 Uralita	-183	122 Arcelormittal	-9.374
39 Corp. Fin. Alba	-21	81 Elecnor	-204	123 Telefónica	-13.758
40 Natra	-21	82 Colonial	-204	124 BBVA	-21.696
41 Unipapel	-21	83 San José	-217	125 Santander	-34.268
42 Urbas Guard.	-22	84 Enagás	-263		

	2010	2009	2008	2007
Suma	-117.092	100.160	-419.987	-16.687

Anexo 1 (continuación)

Creación de valor en 2008, 2009 y 2010 de 120 empresas españolas del mercado continuo (millones de euros)

1 Inditex	4.295	41 OHL	-234	81 Acerinox	-1.658
2 Prosegur	827	42 Natra	-236	82 Lab. Almirall	-1.683
3 Viscofán	543	43 Befesa	-245	83 Enagás	-1.800
4 Ebro Puleva	244	44 Papeles y Cart. Europa	-248	84 Grifols	-1.813
5 CAF	197	45 Pescanova	-250	85 Red Eléctrica	-1.830
6 Jazztel	113	46 Vértice 360	-258	86 Sos Cuétara	-2.003
7 Miquel y Costas	57	47 Ercros	-282	87 Cementos Portland	-2.032
8 Funespaña	10	48 Amper	-286	88 B. Pastor	-2.158
9 Cía. General de Invers.	-14	49 Service Point	-289	89 Solaria	-2.301
10 Lingotes Especiales	-15	50 Corp. Dermoesstética	-290	90 Telecinco	-2.461
11 Bodegas Riojanas	-21	51 Iberia	-299	91 Bolsas y Mercados	-2.575
12 Vueling	-35	52 Clínica Baviera	-324	92 Zardoya Otis	-2.739
13 Dogi	-50	53 Lab. Rovi	-391	93 PRISA	-2.860
14 Iberpapel	-54	54 Renta Corp.	-398	94 Reyal Urbis	-3.011
15 Nicolás Correa	-58	55 Cie Automotive	-417	95 Corp. Mapfre	-3.192
16 Indo Int.	-71	56 Fersa Ener Rnvbl.	-448	96 Colonial	-3.364
17 Inbesós	-81	57 Fluidra	-529	97 B. de Valencia	-3.673
18 CVNE	-81	58 Sotogrande	-657	98 ACS	-3.802
19 PRIM	-89	59 Avanzit	-686	99 Bankinter	-4.040
20 Inypsa	-96	60 Tubacex	-691	100 FCC	-4.881
21 Duro Felguera	-102	61 Codere Sa	-693	101 Abertis	-5.400
22 Unipapel	-110	62 Uralita	-710	102 Critería Caixa	-5.742
23 Puleva Biotech	-110	63 Gral. Alquiler Maq.	-733	103 Banesto	-6.039
24 Azkoyen	-120	64 Sol Meliá	-933	104 EADS	-6.223
25 Barón de Ley	-120	65 Tubos Reunidos	-940	105 B. de Sabadell	-6.494
26 Reno de Médici	-120	66 Faes Farma	-944	106 Sacyr Vallehermoso	-7.223
27 Tecnocom	-136	67 Abengoa	-968	107 Gamesa	-7.518
28 Montebalito	-137	68 Grupo Emp. Ence	-997	108 Repsol YPF	-8.141
29 Urbas Guard.	-140	69 Afirmas (exAstroc)	-1.010	109 Metrovacesa	-9.349
30 Técnicas Reunidas	-141	70 Corp. Fin. Alba	-1.029	110 Banco Popular	-10.921
31 Cleop	-144	71 Antena 3	-1.042	111 Acciona	-12.425
32 Campofrío	-144	72 Zeltia	-1.052	112 Endesa	-14.089
33 Tavex Algodonera	-152	73 Elecnor	-1.151	113 Gas Natural	-15.460
34 Sniace	-154	74 Ferrovial	-1.329	114 Iberdrola Renov.	-16.782
35 Vidrala	-159	75 Vocento	-1.462	115 Cepsa	-17.263
36 AISA Inmob.	-161	76 NH Hoteles	-1.491	116 Iberdrola	-28.274
37 Dinamia	-174	77 Indra	-1.554	117 Telefónica	-33.563
38 Adolfo Domínguez	-175	78 Testa Inmuebles	-1.588	118 BBVA	-41.369
39 Renta 4	-197	79 Catalana Occidente	-1.608	119 Arcelormittal	-46.108
40 Natraceutical	-209	80 Realia Business	-1.610	120 Santander	-47.997

Fuente: Datastream.

Anexo 2

Rentabilidad para los accionistas en 2010, 2009 y 2008 de 125 empresas españolas del mercado continuo

	2010	2009	2008	08-10		2010	2009	2008	08-10
1 Iberia	68%	-4%	-28%	16%	65 Endesa	-16%	13%	-18%	-22%
2 Viscofán	65%	31%	0%	116%	66 Catalana Occidente	-16%	13%	-35%	-39%
3 Miquel y Costas	54%	35%	-19%	69%	67 Sos Cuétara	-17%	-81%	-19%	-87%
4 Cie Automotive	43%	-4%	-51%	-33%	68 Inmobiliaria del Sur	-17%			
5 Iberpapel	42%	12%	-42%	-7%	69 Abengoa	-18%	93%	-51%	-22%
6 Ferrovial	41%	57%	-58%	-7%	70 Inbesós	-19%	-29%	-79%	-88%
7 Barón de Ley	39%	-10%	-28%	-9%	71 Indra	-19%	5%	-11%	-24%
8 Jazztel	34%	106%	-49%	42%	72 Iberdrola Renov.	-19%	10%	-46%	-52%
9 Codere Sa	34%	-25%	-53%	-52%	73 Gas Natural	-20%	-3%	-51%	-62%
10 EADS	32%	19%	-46%	-16%	74 B. de Sabadell	-21%	-16%	-32%	-54%
11 Inditex	32%	42%	-23%	43%	75 Tecnocom	-21%	-7%	-1%	-27%
12 Critería Caixa	28%	23%	-43%	-11%	76 Vueling	-21%	274%	-63%	9%
13 Prosegur	25%	50%	-2%	85%	77 B. Pastor	-21%	1%	-52%	-62%
14 Duro Felguera	23%	103%	-53%	17%	78 Tavex Algodonera	-22%	1%	-70%	-76%
15 OHL	22%	108%	-56%	11%	79 PRIM	-22%	13%	-28%	-36%
16 Técnicas Reunidas	22%	128%	-57%	19%	80 Adolfo Domínguez	-22%	60%	-71%	-64%
17 Vidrala	22%	25%	-38%	-5%	81 Lab. Almirall	-22%	71%	-63%	-50%
18 Caja Ahorros Mediterráneo	21%				82 Banco Popular	-22%	-10%	-45%	-62%
19 Funespaña	20%	12%	11%	50%	83 Banesto	-24%	12%	-37%	-46%
20 Sol Meliá	19%	40%	-58%	-31%	84 Corp. Mapfre	-25%	30%	-17%	-19%
21 Repsol YPF	14%	34%	-36%	-3%	85 Azkoyen	-26%	16%	-59%	-65%
22 Ebro Puleva	13%	60%	-20%	45%	86 Santander	-27%	83%	-49%	-31%
23 Campofrío	13%	-1%	-15%	-5%	87 Zeltia	-28%	15%	-45%	-55%
24 Pescanova	11%	-4%	-32%	-28%	88 FCC	-30%	33%	-53%	-56%
25 CVNE	10%	-12%	-6%	-9%	89 Testa Inmuebles	-32%	-50%	5%	-64%
26 Corp. Fin. Alba	8%	37%	-41%	-12%	90 Natraceutical	-32%	-1%	-38%	-58%
27 Cleop	7%	-9%	-56%	-58%	91 San José	-33%			
28 CAF	6%	54%	-7%	52%	92 Fluidra	-33%	55%	-62%	-60%
29 ACS	6%	12%	-16%	0%	93 Inypsa	-33%	9%	-45%	-60%
30 Befesa	4%	24%	-41%	-24%	94 Puleva Biotech	-34%	6%	-58%	-71%
31 Española del Zinc	3%				95 Nicolás Correa	-36%	-22%	-41%	-70%
32 Papeles y Cart. Europa	3%	36%	-53%	-35%	96 Lab. Rovi	-36%	34%	-45%	-53%
33 Enagás	1%	4%	-20%	-15%	97 BBVA	-37%	55%	-46%	-47%
34 Cia. General de Invers.	0%	6%	-24%	-20%	98 Avanzit	-38%	-15%	-77%	-88%
35 Grupo Emp. Ence	0%	8%	-65%	-62%	99 Bankinter	-40%	24%	-48%	-61%
36 Dogi	0%	-22%	-32%	-47%	100 Sacyr Vallehermoso	-40%	26%	-73%	-80%
37 Reno de Médici	-1%	50%	-72%	-58%	101 Acciona	-40%	6%	-58%	-73%
38 Bodegas Riojanas	-3%	-13%	-3%	-18%	102 B. de Valencia	-42%	-20%	-22%	-64%
39 Lingotes Especiales	-5%	1%	-9%	-12%	103 Solaria	-42%	32%	-91%	-93%
40 Renta 4	-5%	3%	-34%	-35%	104 Cementos Portland	-45%	-1%	-65%	-81%
41 Red Eléctrica	-6%	11%	-15%	-11%	105 Fersa Ener Rnvbl.	-45%	1%	-56%	-76%
42 Realia Business	-6%	7%	-76%	-76%	106 Vértice 360	-46%	11%	-68%	-81%
43 Unipapel	-6%	31%	-45%	-32%	107 Ercros	-49%	-13%	-45%	-75%
44 Dinamia	-6%	16%	-54%	-50%	108 Amper	-49%	42%	-59%	-70%
45 Abertis	-7%	36%	-38%	-22%	109 Gamesa	-51%	-6%	-60%	-82%
46 Acerinox	-7%	32%	-31%	-15%	110 Indo Int.	-53%	19%	-76%	-87%
47 Antena 3	-7%	88%	-55%	-22%	111 Sotogrande	-53%	-39%	-47%	-85%
48 Telefónica	-8%	29%	-25%	-11%	112 Service Point	-53%	11%	-73%	-86%
49 Iberdrola	-8%	8%	-36%	-35%	113 Reyal Urbis	-56%	-57%	-47%	-90%
50 Clínica Baviera	-8%	13%	-69%	-68%	114 PRISA	-57%	55%	-82%	-88%
51 NH Hoteles	-9%	20%	-69%	-66%	115 Renta Corp.	-58%	65%	-87%	-91%
52 Telecinco	-9%	48%	-53%	-37%	116 Montebalito	-58%	-18%	-48%	-82%
53 Tubacex	-10%	21%	-64%	-61%	117 Corp. Dermoesética	-59%	-9%	-52%	-82%
54 Natra	-10%	-35%	-50%	-71%	118 Urbas Guard.	-61%	11%	-79%	-91%
55 Arcelormittal	-10%	95%	-67%	-42%	119 Metrovacesa	-63%	-59%	-54%	-93%
56 Elecnor	-11%	65%	-64%	-47%	120 Colonial	-65%	-3%	-91%	-97%
57 Vocento	-11%	17%	-72%	-71%	121 Gral. Alquiler Maq.	-66%	-11%	-75%	-93%
58 Cepsa	-13%	-67%	-4%	-72%	122 Tubos Reunidos	-70%	8%	-56%	-86%
59 Sniace	-13%	60%	-67%	-55%	123 Afirma (exAstroc)	-73%	-13%	-92%	-98%
60 Uralita	-14%	-2%	-27%	-38%	124 La Seda de Barcelona	-74%			
61 Bolsas y Mercados	-14%	37%	-58%	-51%	125 AISA Inmob	-84%	-17%	-69%	-96%
62 Faes Farma	-15%	37%	-62%	-56%	Prom.	-14%	19%	-46%	
63 Grífol	-15%	2%	-20%	-31%	Prom. ponderado	-11%	30%	-41%	
64 Zardoya Otis	-16%	17%	-25%	-26%					

Fuente: Datastream.

Anexo 3

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

	2010	2009	2008	2007
1 Telefónica	77.428	89.089	74.574	106.067
2 Santander	66.033	95.232	53.960	92.501
3 Arcelormittal	44.346	50.574	24.630	76.715
4 Inditex	34.925	27.046	19.529	26.192
5 BBVA	33.951	47.712	32.457	62.816
6 Iberdrola	31.631	35.033	32.715	51.935
7 Repsol YPF	25.455	22.861	18.435	29.765
8 Endesa	20.429	25.352	30.280	38.486
9 EADS	14.768	11.189	9.533	17.824
10 Critería Caixa	13.391	11.081	9.349	17.386
11 Iberdrola Renov.	11.219	14.024	12.883	23.866
12 ACS	11.037	11.092	10.950	14.344
13 Gas Natural	10.591	13.905	8.638	17.920
14 Abertis	9.944	11.064	8.446	13.254
15 Corp. Mapfre	6.259	8.555	6.589	6.849
16 Ferrovial	5.454	6.033	2.746	6.750
17 Banco Popular	5.281	6.839	7.390	14.221
18 Cepsa	4.891	5.825	18.088	18.998
19 Red Eléctrica	4.762	5.251	4.870	5.849
20 Banesto	4.262	5.884	5.554	9.242
21 B. de Sabadell	3.728	4.650	5.936	9.070
22 Zardoya Otis	3.683	4.529	4.022	5.581
23 Enagás	3.561	3.682	3.715	4.772
24 Acciona	3.368	5.789	5.656	13.781
25 Acerinox	3.272	3.622	2.951	4.367
26 Iberia	3.045	1.810	1.887	2.859
27 Telecinco	2.744	2.508	1.862	4.319
28 Técnicas Reunidas	2.661	2.243	1.029	2.447
29 Prosegur	2.600	2.112	1.446	1.506
30 FCC	2.503	3.749	3.046	6.711
31 Ebro Puleva	2.436	2.236	1.508	1.929
32 Corp. Fin. Alba	2.282	2.280	1.788	3.037
33 OHL	2.262	1.884	892	2.062
34 Grifols	2.173	2.600	2.623	3.283
35 Indra	2.098	2.702	2.657	3.050
36 Bankinter	1.968	3.386	2.561	4.981
37 Sacyr Vallehermoso	1.872	2.440	1.943	7.571
38 Abengoa	1.662	2.045	1.068	2.188
39 B. de Valencia	1.584	2.514	3.495	4.550
40 Catalana Occidente	1.546	1.885	1.741	2.749
41 Bolsas y Mercados	1.491	1.881	1.538	3.896
42 Antena 3	1.467	1.642	925	2.261
43 Gamesa	1.403	2.867	3.100	7.781
44 CAF	1.337	1.289	857	948
45 Viscofán	1.322	830	674	694
46 Sol Meliá	1.284	1.090	787	1.925
47 Colonial	1.243	273	282	3.077
48 Lab. Almirall	1.133	1.518	914	2.500
49 B. Pastor	1.000	1.280	1.308	2.790
50 Elecnor	868	1.025	638	1.782
51 Jazztel	868	644	239	439
52 Duro Felguera	845	735	381	887
53 NH Hoteles	837	917	546	1.805
54 Campofrío	758	681	410	496
55 Uralita	691	806	837	1.185
56 PRISA	677	769	495	2.810
57 Testa Inmuebles	639	937	1.876	1.816
58 Sos Cuétara	618	301	1.563	1.924
59 Zeltia	614	855	744	1.358
60 Grupo Emp. Ence	614	474	439	1.272
61 Cie Automotive	546	382	399	827
62 Faes Farma	532	642	480	1.286
63 Vidrala	512	429	352	575
64 Pescanova	478	439	353	526
65 Codere Sa	477	357	473	1.002
66 Cementos Portland	461	848	688	2.063
67 Vocento	436	491	472	1.700
68 Realía Business	433	460	430	1.803
69 Befesa	416	402	325	550
70 Metrovacesa	389	1.057	2.576	10.666
71 Caja Ahorros Mediterráneo	350	293		
72 San José	337	501		
73 Tubacex	330	366	313	888
74 Tubos Reunidos	320	374	363	994
75 Papeles y Cart. Europa	303	294	218	468
76 Vueling	291	185	49	134
77 Reyal Urbis	272	624	1.458	2.753
78 Fluidra	260	394	257	678
79 Inbesós	252	12	16	79
80 Lab. Rovi	240	387	292	538
81 Barón de Ley	236	198	263	364
82 La Seda de Barcelona	228	213		
83 Inmobiliaria del Sur	221	272		
84 Miquel y Costas	213	147	113	145
85 CVNE	209	198	235	253
86 Renta 4	199	214	214	330
87 TecnoCom	173	221	239	214
88 Fersa Ener Rnvl.	169	310	309	378
89 Iberpapel	168	123	112	197
90 Solaria	145	255	193	2.173
91 Dinamia	140	161	110	251
92 Avanzit	127	200	184	619
93 Unipapel	125	139	112	206
94 Clínica Baviera	117	130	116	388
95 Afirma (exAstroc)	113	415	121	606
96 Natraceutical	110	162	164	263
97 Sotogrande	106	209	341	649
98 Natra	98	111	130	264
99 Amper	94	183	131	324
100 PRIM	91	118	108	151
101 Reno de Médici	90	91	60	170
102 Sniace	89	102	64	197
103 Cleop	81	77	85	196
104 Adolfo Domínguez	77	99	62	222
105 Funespaña	73	61	54	49
106 Ercros	72	140	161	292
107 Grai. Alquiler Maq.	69	151	169	687
108 Vértice 360	63	101	91	253
109 Service Point	54	116	71	265
110 Azkoyen	52	70	60	148
111 Inypsa	49	73	67	122
112 Tavex Algodonera	48	62	61	159
113 Dogi	42	42	54	73
114 Bodegas Riojanas	39	40	47	49
115 Puleva Biotech	36	54	51	122
116 Renta Corp.	34	81	46	382
117 Lingotes Especiales	32	34	35	40
118 Corp. Dermoestética	26	126	140	292
119 Montebalito	25	59	72	140
120 Cia. General de Invers.	24	23	23	30
121 AISA Inmob.	21	36	43	140
122 Urbas Guard.	20	31	28	134
123 Nicolás Correa	19	29	37	63
124 Indo Int.	13	28	24	65
125 Española del Zinc	12	12		

Fuente: Datastream y elaboración propia.

Anexo 4

Algunos apuntes sobre la crisis

Crisis financiera internacional	+	Crisis <i>made in Spain</i>: <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.
--	---	--

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 4 (continuación)

VERDAD y RESPONSABILIDAD son y serán, cada vez más, características competitivas de los países.

Otro símil de la economía española: se parece a un pueblo (Boronia) con varias granjas de vacas que desde hace 2 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 5

Algunas mentiras y tonterías causantes de la crisis española

25 abr. 2007. PS: Yo no veo afectado para nada el sector de la construcción.

3 jul. 2007. JLRZ: La próxima legislatura lograremos el pleno empleo en España.

21 ago. 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 ene. 2008. JLRZ: Ninguna de las tensiones actuales... procede de la existencia de problemas españoles.

13 ene. 2008. JLRZ: Vamos a crear 2 millones de empleos en la próxima legislatura.

14 ene. 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 abr. 2008. JLRZ: La actitud de quienes exageran sobre el alcance de la actual situación económica es antipatriótica, inaceptable y demagógica.

8 may. 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%.

Anexo 5 (continuación)

5 jun. 2008. BC: Éste es el momento adecuado para la compra de una vivienda.

12 jun. 2008. PS: El Estado tendrá superávit presupuestario, a pesar de una coyuntura económica desfavorable.

12 jun. 2008. MTFV: el origen de la actual situación de desaceleración está en el radicalismo neoliberal.

17 jun. 2008. JB: No estamos en situación de crisis, sino en un problema de dificultades.

23 jun. 2008. JLRZ: Tendremos un crecimiento débil a corto plazo, pero no un estancamiento verdadero.

2 jul. 2008. JLRZ: La economía vive una situación difícil y complicada.

3 jul. 2008. JB: “Hay crisis en el sector inmobiliario, pero no hay crisis en el sector del turismo y el sector servicios sigue creciendo.”

4 jul. 2008. JLRZ: Ser optimistas es algo más que un acto de racionalidad, es una exigencia moral... A trabajar, y también conviene que consumáis.

8 jul. 2008. JLRZ: En esta crisis, como ustedes quieren que diga, hay gente que no va a pasar ninguna dificultad.

24 jul. 2008. PS: A recesión no llegaremos en ningún caso, y a crecimiento negativo espero que tampoco.

24 sept. 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 ene. 2009. PS: Hemos utilizado todo el margen que teníamos contra la crisis.

29 abr. 2009. JLRZ: Es probable que lo peor de la crisis económica haya pasado ya.

7 may. 2009. ES: “La situación económica está teniendo algunos brotes verdes y hay que esperar a que crezcan.”

3 jun. 2009. MS: “Todo el mundo ve brotes verdes menos los acostumbrados a ver billetes verdes.”

4 jun. 2009. JB: La economía verde es el principal abono de los brotes verdes.

8 jun. 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.”

Anexo 5 (continuación)

10 jul. 2009. LP; “El problema, si me permitís la expresión, es que el PIB es masculino, es claramente masculino, y por tanto el cambio estará en el momento en que las decisiones importantes estén tomadas también por las mujeres.”

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.”

17 dic. 2009. JLRZ: “La tierra no pertenece a nadie, salvo al viento.”

8 feb. 2010. JB: “Muy pronto olvidamos cuál ha sido el origen de la crisis: la falta de control de los mercados, la avaricia y la codicia.”

9 marzo 2010. JLRZ: “La subida del IVA es social porque servirá para pagar el paro a 500.000 personas.”

14 abr. 2010. JLRZ: “Acabará con siglos de dominación del hombre.”

27 jul. 2010. ES: “La prima de riesgo de la deuda española tiene que bajar más.” (Era del 1,4%.)

27 jul. 2010. ES: “Estamos empeñados en la transformación de nuestra economía para que sea más competitiva.”

21 sept. 2010. JLRZ: “Creo que la crisis de la deuda que afecta a España, y la zona euro en general, ha pasado.”

23 nov. 2010. ES: “El ataque de los especuladores se dirige contra el euro, no contra España.”

26 nov. 2010. JLRZ: Los que están apostando a corto sobre España se van a equivocar.”

2 dic. 2010. ES: “Ahora podemos decir que estamos saliendo de la crisis.”

21 dic. 2010. ES: “No va a haber más recortes sociales.”

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).