

## **Rentabilidad y creación de valor de 125 empresas españolas en 2010**

**Pablo Fernández**

Profesor del IESE

Titular de la Cátedra PricewaterhouseCoopers de Corporate Finance

e-mail: [fernandezpa@iese.edu](mailto:fernandezpa@iese.edu)

**Javier Aguirreamalloa**

Profesor del IESE

e-mail: [JAguirreamalloa@iese.edu](mailto:JAguirreamalloa@iese.edu)

**Luis Corres**

Research Assistant del IESE

e-mail: [lcortes@iese.edu](mailto:lcortes@iese.edu)

### **Resumen**

En 2010 hubo 35 empresas (entre 125) con rentabilidad positiva. Considerando conjuntamente los años 2008, 2009 y 2010, sólo 13 empresas tuvieron rentabilidad positiva. Las 125 empresas destruyeron valor para sus accionistas por importe de **€17** millardos. Inditex fue la empresa que más valor creó para sus accionistas en 2010 y en el periodo 2008-2010. Iberia la más rentable 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.

**14 de enero de 2011**

Palabras clave: Creación de valor, IBEX 35, Rentabilidad para los accionistas, Capitalización bursátil.

JEL: G12, G31, M21

xPPplhret

---

IESE. Universidad de Navarra. Camino del Cerro del Águila 3. 28023 Madrid.  
Tel. 91-357 08 09. Fax 91-357 29 13.

## 1. Datos de 2010

En 2010, la rentabilidad del IBEX 35 fue **-12,9%**, la del ITBM (Índice 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, sólo 13 empresas tuvieron rentabilidad positiva (En 2008, la rentabilidad del IBEX 35 fue **-36%** y sólo hubo 3 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 €17 millardos en 2010. Este último dato se puede desglosar entre 25 empresas que crearon €17 millardos para sus accionistas<sup>1</sup> y 100 empresas que destruyeron €134 millardos. La destrucción de valor para los accionistas de las 136 empresas del continuo fue €17 millardos en 2007 y €420 millardos en 2008. Este último dato se puede desglosar entre 2 empresas (Unión Fenosa y Funespaña) que crearon €1,5 millardos para sus accionistas y 134 empresas que destruyeron €421,5 millardos.

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**

(cifras en € millones)	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 pond..	-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%	Sogetel 223%
Menor rentabilidad	AISA -84%	Sos Cuétara -81%	Astroc -92,0%	Astroc -87,4%	Jazztel -22%	Miquel y Costas -31%	Avanzit -25%	Jazztel -37%
Nº de empresas con rentabilidad > 0	35	89	3	51	111	108	110	116

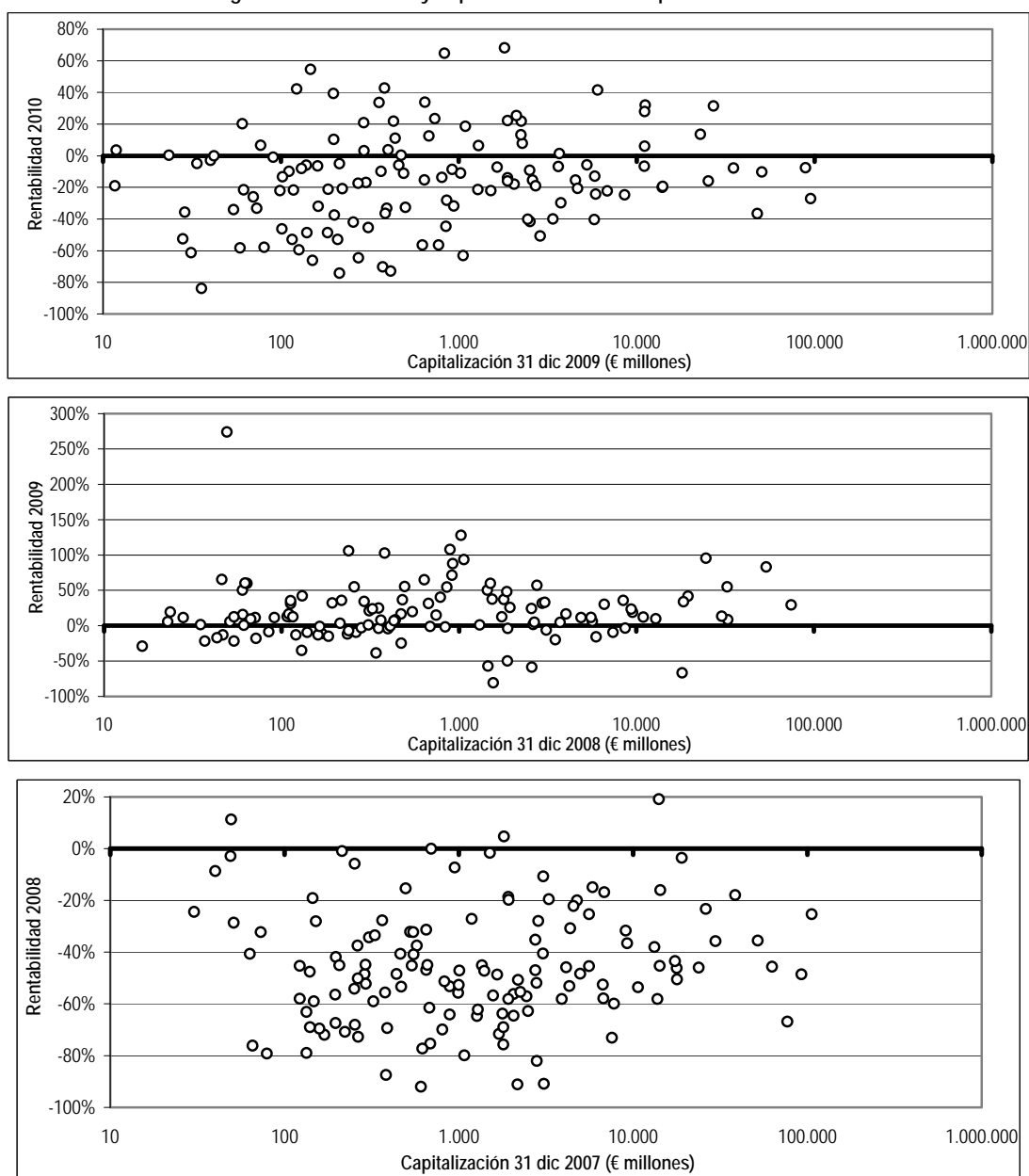
El **anexo 1** muestra que 25 de las 125 empresas crearon valor para sus accionistas en 2010. Inditex fue la empresa que más valor creó para sus accionistas en 2010 y en el periodo 2008-2010. En 2009, Santander fue la empresa que más valor creó para sus accionistas; la creación de valor total fue €100 millardos. La destrucción de valor de las empresas en 2008 fue €420 millardos (sólo 2 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 rentabilidad exigida).

<sup>1</sup> 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.

El **anexo 2** muestra que la empresa más rentable 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). **90** 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.

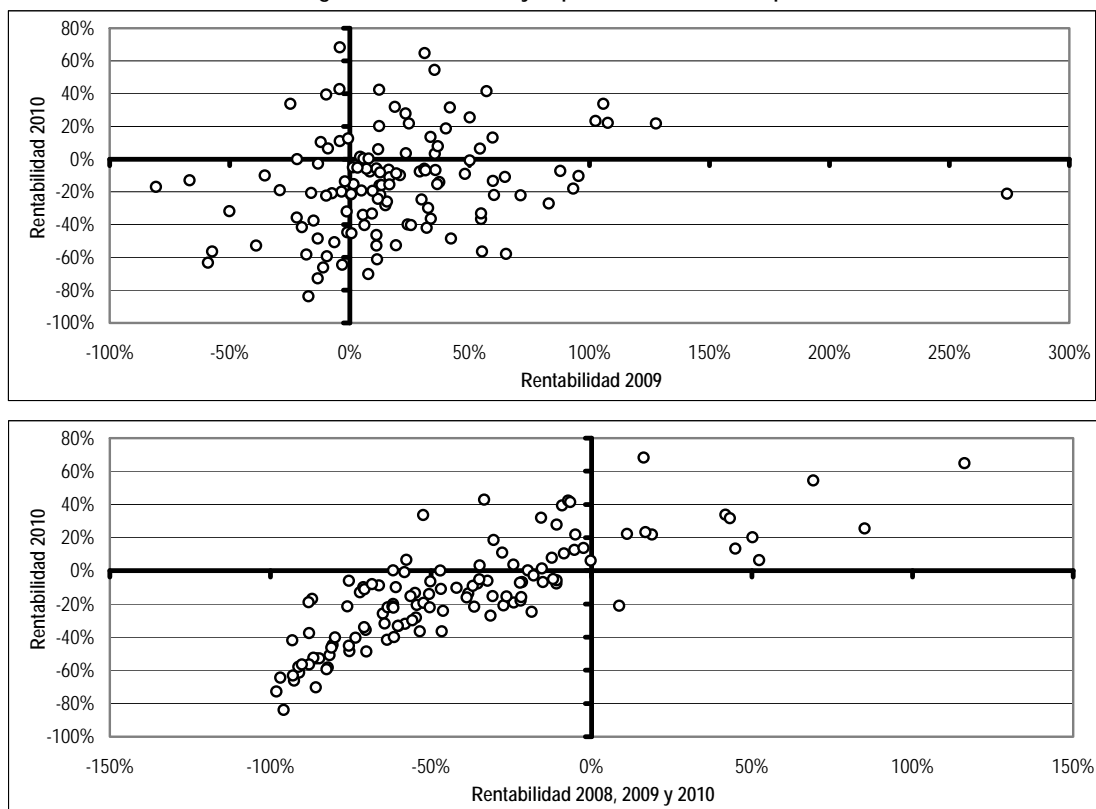
El **anexo 3** muestra la capitalización de las 125 empresas. En 2009 y 2010, las 10 mayores empresas supusieron el 70% de la capitalización total, mientras que las 48 empresas más pequeñas sólo representaron el 1% de la capitalización total. La **figura 1** muestra la relación rentabilidad - capitalización de las empresas en 2008, 2009 y 2010. En 2008, las 10 mayores empresas supusieron el 64% de la capitalización total. La capitalización total fue: €519 millardos en 2010, 598 en 2009, 476 en 2008 y 823 en 2007.

Figura 1. Rentabilidad y capitalización de las empresas analizadas



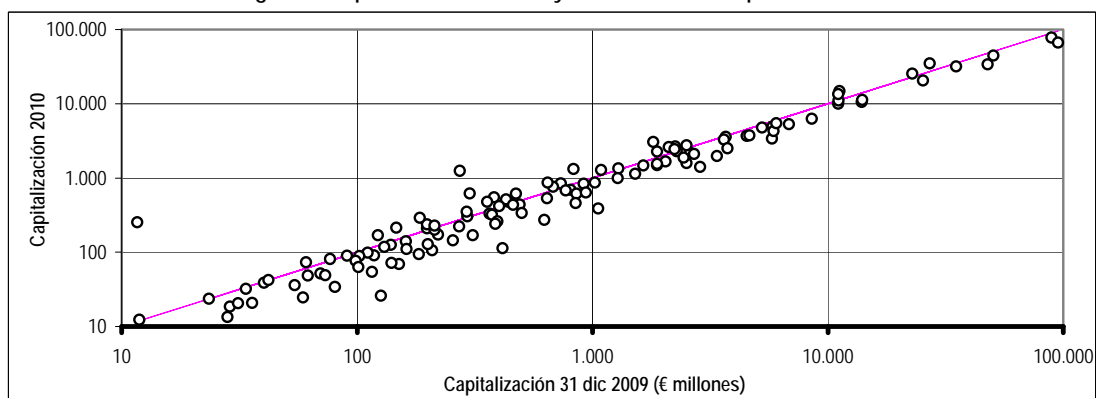
La **figura 2** muestra la relación entre la rentabilidad en 2010 de cada empresa con su rentabilidad en años anteriores.

Figura 2. Rentabilidad y capitalización de las empresas analizadas



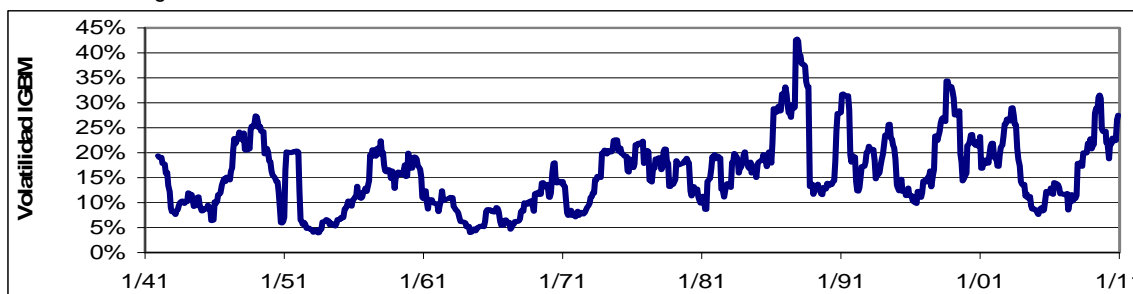
La **figura 3** muestra la relación entre la capitalización en 2010 y la del año anterior de cada empresa.

Figura 3. Capitalización en 2010 y en 2009 de las empresas analizadas



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 70 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 viceversa<sup>2</sup>.

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).

Figura 5. Evolución del ITBM y del IGBM en los últimos 70 años.

El ITBM es el IGBM incluyendo los dividendos

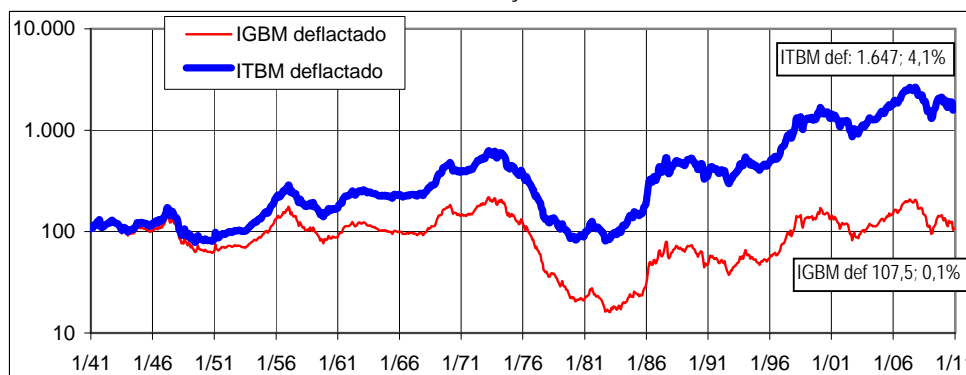
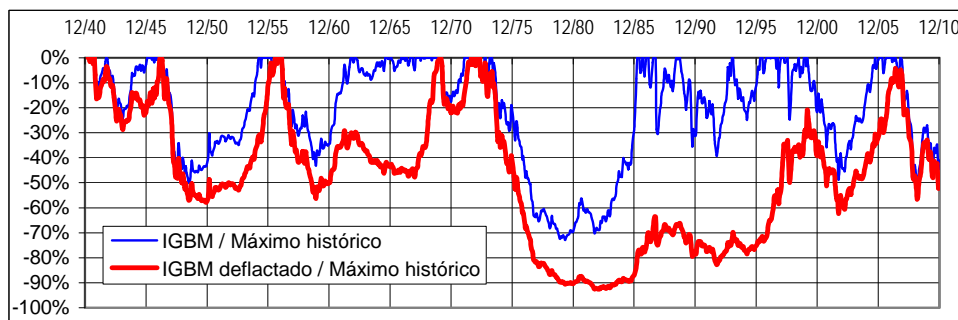


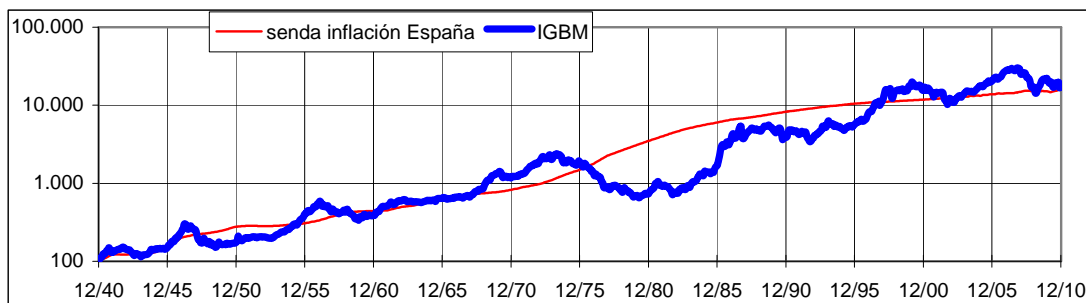
Figura 6. IGBM de cada día / máximo histórico



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

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 deflactado 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 Clinica 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 Regal 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 Vertice 360	-58	99 Abengoa	-551
16 Ebro Puleva	76	58 Vueling	-62	100 Acerinox	-572
17 Miquel y costas	68	59 Natraceutical	-67	101 Grífol	-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 Mediterranec	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 Cia General de Invers.	-2	70 Amper	-106	112 Bankinter	-1.624
29 Inbesos	-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 Nicolas 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 Jose	-217	125 Santander	-34.268
42 Urbas Guard.	-22	84 Enagas	-263		

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

## Anexo 1 (cont)

## 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 Enagas	-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 Vertice 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 Cia General de Invers.	-14	49 Service Point	-289	89 Solaria	-2.301
10 Lingotes Especiales	-15	50 Corp. Dermoestética	-290	90 Telecinco	-2.461
11 Bodegas Riojanas	-21	51 Iberia	-299	91 Bolsas y Mercados	-2.575
12 Vueling	-35	52 Clinica 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 Rey al Urbis	-3.011
15 Nicolas 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 Inbesos	-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 Criteria Caixa.	-5.742
23 Puleva biotech	-110	63 Gral. Alquiler Maq.	-733	103 Banesto	-6.039
24 Azkoyen	-120	64 Sol Melia	-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 Tecnomcom	-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 Afirma (exAstroc)	-1.010	109 Metrovacesa	-9.349
30 Tecnicas 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



## Anexo 2. Rentabilidad para los accionistas en 2010, 2009 y 2008 de 125 empresas españolas del mercado continuo

Fuente de los datos: Datastream

	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 Inbesos	-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 Mediterrani	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 Jose	-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 Nicolas Correa	-36%	-22%	-41%	-70%
32 Papeles y cart. Europa	3%	36%	-53%	-35%	96 Lab. Rovi	-36%	34%	-45%	-53%
33 Enagas	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 Realía Business	-6%	7%	-76%	-76%	106 Vertice 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 Reyat 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. Dermoestética	-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 Grifols	-15%	2%	-20%	-31%	Prom. ponderado	-11%	30%	-41%	
64 Zardoya Otis	-16%	17%	-25%	-26%					

## Anexo 3. Capitalización de 125 empresas del mercado continuo (€ millones)

Fuente de los datos: Datastream y elaboración propia

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

#### Anexo 4. Algunos apuntes sobre la crisis

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

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 08)
- "No hemos concedido ninguna hipoteca por encima del 80% del **valor de tasación**"
- Fusión [quebrada + otra]: el Pte. 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".

**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 ab 07. PS: Yo no veo afectado para nada el sector de la construcción.
- 3 julio 07. JLRZ: La próxima legislatura lograremos el pleno empleo en España.
- 21 ag 07. JLRZ: España está a salvo de la crisis financiera.
- 1 sep 07. PS: la morosidad en los créditos no es un problema a corto plazo.
- 6 sep 07. JLRZ: El modelo económico español es un modelo internacional de solvencia y eficiencia.
- 11 sep 07. JLRZ: Se podría decir que España ha entrado en la Champions League de la economía mundial.
- 16 oc 07. JLRZ: No hay atisbo de recesión económica. La economía española tiene muy buenos fundamentos.
- 24 oc 07. PS: Pensamos que el 3,3% de crecimiento en España es una cifra razonable.
- 11 dic 07. 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 07. 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 08. JLRZ: Ninguna de las tensiones actuales... procede de la existencia de problemas españoles.
- 13 en 08. JLRZ: Vamos a crear 2 millones de empleos en la próxima legislatura.
- 14 en 08. JLRZ: La crisis es una falacia, puro catastrofismo. Estamos creciendo por encima del 3%.
- 10 feb 08. 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 08. PS: Los que auguran el riesgo de recesión no saben nada de economía.
- 25 feb 08. 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 08. JLRZ: Prometo crear 2 millones de nuevos empleos.
- 7 marzo 08. JLRZ: España está en condiciones para llegar al pleno empleo.
- 28 ab 08. JLRZ: La actitud de quienes exageran sobre el alcance de la actual situación económica es antipatriótica, inaceptable y demagógica.
- 8 mayo 08. PS: Nuestras previsiones apuntan a una recuperación de las tasas de crecimiento de la economía ya en el 2º semestre del 09, que en 2010 nos permitirán crecer a un ritmo medio cercano al 3%.
- 5 junio 08. BC: éste es el momento adecuado para la compra de una vivienda.
- 12 junio 08. PS: El Estado tendrá superávit presupuestario, a pesar de una coyuntura económica desfavorable.
- 12 junio 08. MTFV: el origen de la actual situación de desaceleración está en el radicalismo neoliberal.
- 17 junio 08. JB: No estamos en situación de crisis, sino en un problema de dificultades.
- 23 junio 08. JLRZ: Tendremos un crecimiento débil a corto plazo pero no un estancamiento verdadero.
- 2 julio 08. JLRZ: La economía vive una situación difícil y complicada.
- 3 julio 08. JB: "Hay crisis en el sector inmobiliario, pero no hay crisis en el sector del turismo y el sector servicios sigue creciendo".
- 4 julio 08. JLRZ: Ser optimistas es algo más que un acto de racionalidad, es una exigencia moral... A trabajar, y también conviene que consumáis.
- 8 julio 08. JLRZ: En esta crisis, como ustedes quieren que diga, hay gente que no va a pasar ninguna dificultad.
- 24 julio 08. PS: A recesión no llegaremos en ningún caso, y a crecimiento negativo espero que tampoco.
- 24 sep 08. PS: Nosotros no hemos negado nunca la crisis.
- 9 oc 08. PS: Ninguna entidad española está en riesgo.
- 19 oc 08. JLRZ: El 2º semestre del año que viene estaremos con crecimiento intertrimestral.
- 24 oc 08. CC: La crisis financiera en dos meses debería estar finiquitada.
- 18 dic 08. 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 09. PS: Hemos utilizado todo el margen que teníamos contra la crisis.
- 29 ab 09. JLRZ: Es probable que lo peor de la crisis económica haya pasado ya.
- 7 mayo 09. ES: "la situación económica está teniendo algunos brotes verdes y hay que esperar a que crezcan".
- 3 junio 09. MS: "Todo el mundo ve brotes verdes menos los acostumbrados a ver billetes verdes".
- 4 junio 09. JB: La economía verde es el principal abono de los brotes verdes.
- 8 junio 09. 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".
- 10 jul 09. 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 sep 09. ES: "Cada vez tenemos más constancia de que lo más agudo de la crisis lo estamos dejando atrás".
- 9 sep 09. JLRZ: "tengo que decir que claro que hay brotes verdes".
- 28 sep 09. JLRZ: "el momento más duro de la crisis ya ha pasado".
- 1 oc 09. LP: "el aumento de impuestos puede ayudarnos a salir de la crisis".
- 5 oc 09. JLRZ: "Si no se suben los impuestos se renuncia a los principales objetivos".

17 dic 09. JLRZ: "La tierra no pertenece a nadie, salvo al viento"

8 feb 10. 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 mar 10. JLRZ: "La subida del IVA es social porque servirá para pagar el paro a 500.000 personas".

14 ab 10. JLRZ: "Acabaré con siglos de dominación del hombre".

27 jul 10. ES: "La prima de riesgo de la deuda española tiene que bajar más". (Era 1,4%)

27 jul 10. ES: "Estamos empeñados en la transformación de nuestra economía para que sea más competitiva".

21 sep 10. JLRZ: "Creo que la crisis de la deuda que afecta a España, y la zona euro en general, ha pasado".

23 nov 10. ES: "El ataque de los especuladores se dirige contra el euro, no contra España".

26 nov 10. JLRZ: Los que están apostando a corto sobre España se van a equivocar".

2 dic 10. ES: "Ahora podemos decir que estamos saliendo de la crisis".

21 dic 10. ES: "No va a haber más recortes sociales".

#### **CITA DE MARCO TULIO CICERON.**

"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. (Ciceron)