

En diez de los quince años analizados los resultados son positivos para los accionistas

RENTABILIDAD Y CREACIÓN DE VALOR DEL IBEX 35[®]: 1992-2006

El año 2006 fue el de mayor creación de valor en la historia del IBEX 35: 118 millardos de euros. La rentabilidad (teniendo en cuenta los dividendos) fue 36%. Entre 1992 y 2005, la rentabilidad media fue 15,4% y la creación de valor para los accionistas 196 millardos. Las empresas del IBEX 35 crearon (en su conjunto) valor para sus accionistas todos los años excepto en 1992, 1994, 2000, 2001 y 2002. Sin embargo, una parte importante de la rentabilidad media (un 5,2%) y de la creación de valor se debió al descenso de los tipos de interés en el periodo. Eliminando el efecto de los tipos de interés, la rentabilidad para los accionistas fue inferior a la rentabilidad exigida. El volumen de negociación de las empresas del IBEX 35 superó el billón de euros en 2006 y ha pasado de ser un 30% de la capitalización en 1992 a ser el doble en 2006. Las empresas del IBEX 35 concentran más del 90% de la negociación del mercado continuo. Las empresas pequeñas fueron, en media, más rentables que las grandes y la rentabilidad media del Índice Total de la Bolsa de Madrid (ITBM) fue 16,5%, superior a la del IBEX 35 ajustado por dividendos (15,4%). Este trabajo desarrolla e ilustra cuantitativamente todos los aspectos mencionados.



PABLO FERNÁNDEZ
PROFESOR DEL IESE

JOSÉ MARÍA CARABIAS
ASISTENTE DE INVESTIGACIÓN DEL IESE

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 512,8 millardos de euros (14.146,5 puntos) en diciembre de 2006. El 6 de marzo de 2000, el IBEX 35 alcanzó 12.816,8 puntos.

Una característica del IBEX 35 es que cambian frecuentemente algunas de las 35 empresas que lo componen. Estos cambios,

las ampliaciones de capital y los cambios en los ajustes de capitalización por free-float¹ son la causa de que la capitalización que representa cada punto del IBEX 35 cambie a lo largo de los meses como se muestra en la **figura 2**. Por ejemplo, el aumento de enero de 2000 se debió a la fusión BBVA y a la inclusión de Terra en el IBEX 35.

La **tabla 1** muestra los cambios en el IBEX 35 entre diciembre de 1991 y diciembre de 2006. Sólo 10 empresas que formaban parte del IBEX 35 en 2006 habían formado parte del IBEX 35 en 1991. A otras 9 empresas les sucede lo mismo, pero han cambiado el nombre o se han fusionado. El resto, 16 empresas, formaban parte del IBEX en diciembre de 2006 (con capitalización de 77.303 millones de euros) y no formaban parte del IBEX en 1991. Otras 25 empresas entraron y salieron a lo largo de estos años.

La **tabla 2** 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 17.588 millones de eu-

ros en 1992 a 1,04 billones en 2006, el doble de la capitalización bursátil. La **figura 3** 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.

EL IBEX 35. RENTABILIDAD Y CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS

La **tabla 3** muestra la rentabilidad, el aumento del valor para los accionistas y la creación de valor para los accionistas del IBEX 35. Creación de valor para los accionistas en un periodo se define como en Fernández (2004)²: 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. La rentabilidad para los accionistas tiene en cuenta los dividendos pagados y se calcula a partir del IBEX 35 ajustado por dividendos

Figura 1. Evolución del IBEX 35 y de su capitalización

Fuente: Sociedad de Bolsas. Datos mensuales

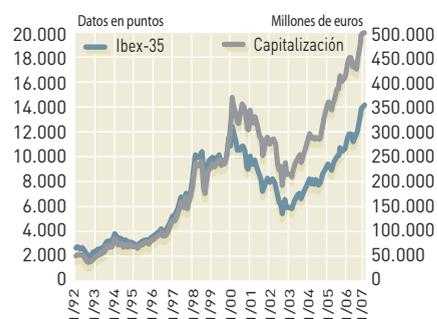
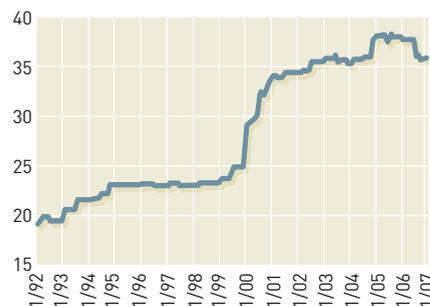


Figura 2. Capitalización / punto del IBEX 35

(millones de euros)
Datos mensuales



que calcula y publica la Sociedad de Bolsas.

La **tabla 4** muestra la evolución de la rentabilidad anual de los accionistas de las empresas del IBEX 35 y de la rentabilidad exigida (Ke) 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 y 2002 (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 y en 2000, 2001 y 2002 bajaron las cotizaciones tras la locura de la nueva economía.

INFLUENCIA DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN EL IBEX 35

La **figura 4** 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

pase a página 43 >

TABLA 1. CAMBIOS EN EL IBEX 35 ENTRE DICIEMBRE DE 1991 Y DICIEMBRE DE 2006

		CAPITALIZACION 31/12/06 (MILLONES DE EUROS)		AJUSTE CAPITALIZACION (FREE-FLOAT)
		TOTAL	ESIBEX	
Estaban en 1991	Estaban en 2006	240,709	217,833	
1 POP: Banco Popular	POP: Banco Popular	16,688	16,688	
2 BKT: Bankinter	BKT: Bankinter	4,684	4,684	
3 MAP: Corp. Mapfre	MAP: Corp. Mapfre	4,085	3,268	80%
4 ELE: Endesa	ELE: Endesa	37,935	37,935	
5 IBE: Iberdrola	IBE: Iberdrola	29,859	29,859	
6 MVC: Metrovacesa	MVC: Metrovacesa	13,08	2,616	20%
7 REP: Repsol	REP: Repsol	31,987	31,987	
8 TEF:Telefónica	TEF:Telefónica	79,329	79,329	
9 BTO:Banesto (abr-98)	BTO:Banesto (ag-06)	11,637	2,327	20%
10 UNF: Unión Fenosa	UNF: Unión Fenosa	11,425	9,14	80%

	Estaban en 1991	Estaban en 2006 con algún cambio	236,581	217,691	
1 ACE: Autopistas (jul-03)	ABE: Abertis		12,847	10,277	80%
2 SAN: B. Santander (abr-99)	SAN: B. Santander		88,436	88,436	
3 BBV: B. Bilbao Vizcaya (ene-00)	BBVA: B. Bilbao Vizcaya Argentaria		64,788	64,788	
4 CTG: Catalana de gas (may-01)	GAS: Gas Natural		13,429	8,057	60%
5 CUB: Cubiertas y M.Z.O.V. (jun-97)	ANA: Acciona (ene-99)		8,967	7,174	80%
6 DRC: Dragados	ACS Cons. Y Serv. (Abr-98)		15,071	15,071	
7 FOC: Focsa (ene-92)	FCC: Fomento de Cons. Y. C.		10,08	6,048	60%
8 TAB: Tabacalera (ene-00)	ALT: Altadis (ene-00)		10,155	10,155	
9 VAL: Vallehermoso	SYV: Sacyr Vallehermoso (ene-03)		12,809	7,685	60%

	ESTABAN EN 1991 Y NO EN 2006	99,243	77,303	
1 AGR: Agroman (ene-93)	ACX: Acerinox (ene-92)	5,981	5,981	
2 ASL: Asland (ene-94)	A3TV: Antena 3 (jul-05)	3,766	2,26	60%
3 CEN: Banco Central (ene-92)	FAD: Fadesa (jul-06)	3,983	3,186	80%
4 HIS: Banco Hispano (ene-92)	SAB: Banco de Sabadell (jul-04)	10,377	10,377	
5 VIS: Viscofan (ene-00)	CIN: Cintra (jul-05)	6,549	3,929	60%
6 CEP: Cepsa (jul-93)	ENG: Enagas (ene-03)	4,206	4,206	
7 ALB: Corp. Financ. Alba (ene-03)	FER: Grupo Ferroviario (jul-99)	10,373	8,298	80%
8 CRI: Cristalería Española (ene-92)	GAM: Gamesa (abr-01)	5,073	5,073	
9 ECR: ERCROS (ene-92)	IBLA: Iberia (jul-02)	2,616	2,616	
10 FEC: Fecsa (jun-98)	IND: Inditex (jul-01)	25,438	15,263	60%
11 CAN: Hidro Cantabrico (abr-04)	IDR: Indra Sistemas (jul-99)	2,711	2,711	
12 HHU: Huarte (ene-95)	PRS: Prisa (ene-04)	2,891	1,734	60%
13 VDR: Portland Valderrivas (jul-95)	REE: Red Eléctrica (jul-05)	4,395	4,395	
14 SEV: Sevillana (ene-99)	SGC: Sogecable (ene-00)	3,704	2,222	60%
15 URA:Uralita (ene-00)	TL5: Telecinco (ene-2005)	5,323	3,194	60%
16 URB: Urbis (ene-93)	NHH: NH Hoteles (ene-99)	1,858	1,858	
		576,532	512,828	

Empresas que entraron con posterioridad a 1991 y salieron antes de 2006: TEM (Telefónica Móviles, ene 01; jul 06); TPI (Telf. Publicidad e Información, ene 00; jul 06); LOR (Arcelor, feb 02; jul 06); TRR (Terra, ene 00; ene 04); GPP (ene 01; jul 01); TUB (TUBACEX, jul 97; ene 99); PUL (Puleva, ene 97; ene 00); SAR (Sarrió, ene 92; ene 93); ZOT (Zardoya Otis, ene 93; ene 94); PRY (Pryca, jul 92; dic 02 como CRF); ARA (jul 92; ene 93); AGS (ene 92; ene 01); ZEL (Zeltia, jul 00; ene 05); ACR (jul 98; feb 02); SOL (ene 97; ene 03); RAD (ab 99; jul 99); EXT (ene 92; jul 92); ARG (jul 93; ene 00); TPZ (Telepizza, jul 98; jul 02); AUM (jul 92; jul 00); AMS (ene 00; jun 05); AZC (jul 97; ene 99); AMP (jul 95; jul 99); EBA (ene 94; jul 94); CTE (jul 94; oct 00); ENC (ene 95; ene 97); AZC (jul 95; ene 96); CTF (ene 95; jul 95); GES (ene 94; jul 97)

TABLA 2. 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
IBEX 35	17,6	31	41,9	40,9	69,1	143,6	232	244,9	448,2	409,6	414,4	478,1	602,1	782,1	1037,1
M.CONTINUO	22,3	35,6	52,9	46,4	75,9	160,9	257,8	274	484,5	440,2	439,9	507,5	636,9	848,2	1150,6
Ibex / Continuo	78,70%	87,20%	79,10%	88,20%	91,00%	89,20%	90,00%	89,40%	92,50%	93,00%	94,20%	94,20%	94,50%	92,20%	90,10%

Figura 3. Volumen anual (últimos 12 meses) / capitalización del IBEX 35

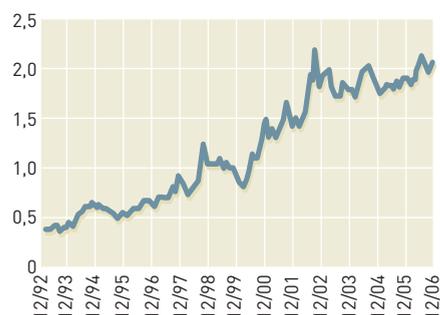


Figura 4. Evolución del IBEX 35 y del tipo de interés a 10 años

Fuente: Sociedad de Bolsas y Datastream. Datos diarios

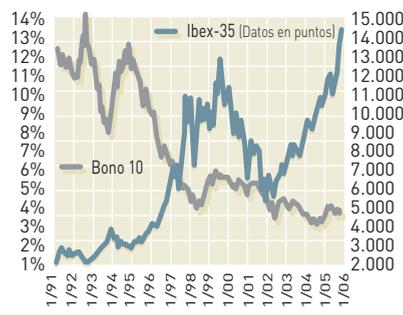


Figura 5. Evolución del IBEX 35 y del IBEX 35 modificado por la evolución del tipo de interés a 10 años

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

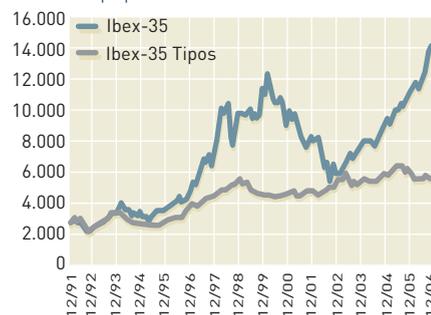


TABLA 3. AUMENTO DE LA CAPITALIZACIÓN, AUMENTO DEL VALOR PARA LOS ACCIONISTAS Y CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS DEL IBEX 35 (millardos de euros). Datos de fin de año

IBEX 35	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	TOTAL
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	344,2	411,7	512,8	
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	68,5	67,5	101,1	461,7

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	75,7	148,4	431,7
en euros de 2006		-10,4	95,9	-27,9	41,6	90,5	109,2	122,3	80,8	-96,7	-27,4	-104,0	86,4	67,0	81,2	148,4	656,9

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	50,4	118,4	158,8
en euros de 2006		-43,8	67,6	-56,8	9,9	63,2	82,5	93,4	52,7	-141,6	-68,8	-139,9	64,1	41,3	54,0	118,4	196,1

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	MEDIA
Rentabilidad para los accionistas	-5%	61%	-12%	22%	47%	44%	39%	20%	-21%	-6%	-27%	32%	21%	22%	36%	15,4%

TABLA 4. IBEX 35 CORREGIDO POR DIVIDENDOS. RENTABILIDAD PARA LOS ACCIONISTAS Y RENTABILIDAD EXIGIDA EN EL PERIODO 1992 - 2006

RENTABILIDAD	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	MEDIA
IBEX 35																
con dividendos	-5%	61%	-12%	22%	47%	44%	39%	20%	-21%	-6%	-27%	32%	21%	22%	36%	15,4%
sin dividendos	-10%	54%	-15%	18%	42%	41%	36%	18%	-22%	-8%	-28%	28%	17%	18%	32%	11,9%
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%
Tipos de interés 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%	6,2%
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%	4,2%
Ke IBEX	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%	10,8%

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	MEDIA
Rf (10 años)	12,50%	8,10%	11,90%	9,70%	6,90%	5,60%	4,00%	5,60%	5,20%	5,10%	4,30%	4,30%	3,60%	3,30%	4,00%	
Rentabilidad para los accionistas debida a:																
Cambio en tipos de interés	-8,10%	41,00%	-26,00%	17,70%	30,40%	15,10%	25,20%	-19,30%	4,80%	0,60%	12,40%	-0,10%	12,30%	4,50%	-10,40%	5,20%
Cambio en expectativas	3,40%	14,20%	19,50%	4,00%	12,80%	25,50%	10,70%	48,90%	-24,20%	-6,60%	-34,60%	32,40%	7,80%	16,80%	51,80%	9,70%
Rentabilidad total	-5,00%	61,00%	-11,70%	22,40%	47,10%	44,50%	38,60%	20,10%	-20,50%	-6,10%	-26,50%	32,20%	21,10%	22,00%	36,00%	15,40%

Fuente: Elaboración propia

TABLA 6. RENTABILIDAD DEL IBEX 35 Y DEL IGBM (PUNTOS Y PORCENTAJES)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Indice IBEX 35	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
IGBM	214,3	322,8	285	320,1	444,8	632,6	867,8	1.009	880,7	824,4	634	808	959,1	1.156	1.555

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

viene de página 41 >

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% (24/3/95), se vio acompañada de un descenso del IBEX de un 23% (hasta 3.303 puntos).

En el periodo analizado hubo una importante reducción de los tipos de interés. Debido a esto, las cotizaciones aumentaron. 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 1992-2006 (15,4%) debe una parte importante al descenso de los tipos de interés (5,2%). 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 9,7%, inferior a la rentabilidad exigida utilizada en la tabla 4 (10,8%).

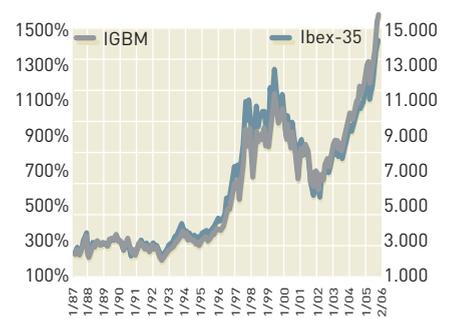
La **figura 5** compara la evolución del IBEX 35 con la evolución del IBEX debida exclusivamente al cambio en los tipos de interés

(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 tipos.

COMPARACIÓN DEL IBEX 35 CON EL IGBM

La **figura 6** 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/XII/89, 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 lo contrario, de modo que el último día de 2006 el IBEX fue 14.146,5 mientras que el IGBM fue 1.555. Como muestra la **tabla 6**, la rentabilidad media del Índice Total de la Bolsa de Madrid (ITBM) fue 16,5%, superior a la del IBEX 35 ajustado por dividendos (15,4%). Esto se debe a que la rentabilidad de las empresas pequeñas fue, en promedio, superior a la de las grandes. En los años 1994, 1997, 1998,

Figura 6. Evolución del IBEX 35 y del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM)



2000, 2001, 2002, 2004 y 2005 y en el promedio del periodo dic. 1992 - dic. 2005, las empresas pequeñas fueron más rentables que las grandes. La tabla 6 también muestra que los índices IBEX construidos con empresas más pequeñas que las del 35 (IBEX Medium Cap e IBEX Small Cap) fueron más rentables que el IBEX 35. ▀