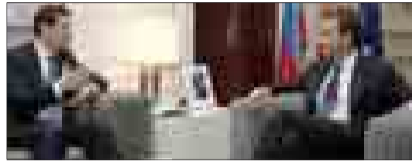


>> LA SEMANA

10/16

LAS CLAVES

Por **Marisa Recuero****¡QUÉ VIENEN LOS RUSOS!**
La 'españolidad' de Repsol YPF está en la picota

¡A por la petrolera española! Ése es el mensaje con el que se presentó esta semana en Madrid el viceprimer ministro ruso, Alexander Zhukov. Rusia acudió a La Moncloa con los deberes hechos. Gazprom quiere comprar el 20% de Repsol YPF que vende Sacyr y convertirse en la mayor gasista mundial. Pero las huestes de José Luis Rodríguez Zapatero, capitaneadas por Miguel Sebastián, no están dispuestas a perder la *españolidad* de Repsol. La Caixa les apoya y Luis del Rivero se lo piensa.

CAMINO DE LA RECESIÓN
España registra su primer retroceso en 15 años

La crisis se llama ahora recesión. La riqueza española cae en picado. Los últimos datos facilitados por el Instituto Nacional de Estadística revelaron este viernes que, por primera vez en 15 años, los *números rojos* han dado la nota en el crecimiento del Producto Interior Bruto de España. La economía cayó un 0,2% en el tercer trimestre del año y el Gobierno sólo sabe echar balones fuera y culpar a los mercados financieros de la crítica situación que vive el país. Es más, amenaza con cobrar el IVA a las fusiones bancarias que resulten de la crisis.

EEU DA MARCHA ATRÁS
Paulson dice ahora que no comprará activos ilíquidos

El fondo de rescate de 700.000 millones de dólares que aprobó Estados Unidos para ayudar a empresas con problemas cayó en saco roto. Este miércoles, el secretario del Tesoro, Henry Paulson, se retractó de sus palabras y anunció a bombo y platillo que su Gobierno no va a invertir en activos hipotecarios ilíquidos. «Ésta no es la forma más efectiva de usar los fondos». En su lugar, ahora estudia la manera de rescatar a empresas no financieras. ¿Cuál será el siguiente cambio?



NÚMEROS

3,6% es la tasa de inflación que se registró en España en octubre. Los precios subieron sólo un 0,3%, lo que permitió que el IPC disminuyese, alentado también por la caída del crudo.
0,5% es el retroceso que experimentó el crecimiento de la economía alemana en el tercer trimestre de este año. Este dato corroboró que Alemania ha entrado en recesión técnica.
25% es la ampliación de capital que ha hecho el Banco Santander para reforzar la solvencia de la entidad y hacer frente a sus competidores.

> EL DEBATE

Incentivos perversos

JOSÉ GARCÍA MONTALVO

Durante este fin de semana, los líderes mundiales *nos están* refundando el capitalismo a base de un mantra que todos repiten: más regulación. Parece oportuno por tanto preguntarse sobre el origen de los problemas y el efecto de algunas regulaciones pasadas.

El origen de todos los problemas financieros actuales es muy simple: los incentivos perversos en todos los participantes en el mercado inmobiliario y financiero. Hablemos de Estados Unidos (con algunas variaciones los problemas han sido similares en España). Muchas familias norteamericanas se embarcaron en comprar viviendas que eran excesivamente caras para su capacidad financiera. ¿Por qué lo hicieron si era muy probable que no pudieran pagar? Muy simple: si el precio seguía subiendo obtenían ganancias de capital. Si el precio bajaba no importaba: devolvían las llaves y asunto resuelto. Habría sido una especie de alquiler.

Pero, ¿por qué prestaron los bancos a clientes poco solventes? Sus incentivos también eran perversos. Los ejecutivos tenían interés en generar muchos beneficios para cobrar un elevado bonus. Además, si los clientes no podían pagar las cuotas el banco se quedaría con casas que, pensaban, serían mucho más caras y aún saldrían ganando. Si se equivocaban no pasaba nada: tenían sus enormes indemnizaciones por despido.

Los vendedores de hipotecas cobraban jugosos incentivos por cliente hipotecario conseguido (con independencia de su calidad). Peor aún: la comisión que conseguían dependía del diferencial de tipo de interés que el banco podía cargar a ese cliente frente al tipo que le cargaría otro banco por un crédito similar. De esta forma, sus comisiones aumentaban pero, a la vez, se incrementaba la probabilidad de que llegara un momento en que las familias no pudieran pagar.

Luego, los bancos titulizaron paquetes de créditos de alto riesgo y consiguieron la máxima calificación de las agencias de *rating*. ¿Cómo engañaron los bancos a las agencias de calificación? No hizo falta. De nuevo existían incentivos perversos. El banco sólo paga por los trabajos de calificación de los bonos emitidos a partir de las hipotecas si la agencia le da el *rating* que desea. De otra forma, se va a la caza de un mejor *rating* (*rating shopping*).

Para no perder clientes, las agencias de *rating* daban la mejor calificación a los títulos con independencia del riesgo de las hipotecas, a sabiendas de que si una no lo hacía había otras dispuestas a hacerlo.

Finalmente los grandes fondos soberanos, *hedge funds*, etcétera, tenían una liquidez enorme, fruto de los bajos tipos de interés mantenidos durante mucho tiempo. Todos los inversores buscaban desesperadamente activos en los que invertir que proporcionaran una rentabilidad superior a la de los títulos del Tesoro. Los activos generados a partir de las hipotecas de alto riesgo les parecían ideales: daban una rentabilidad algo superior y, aparentemente, sin un riesgo significativo (dado que tenían la máxima calificación, AAA).

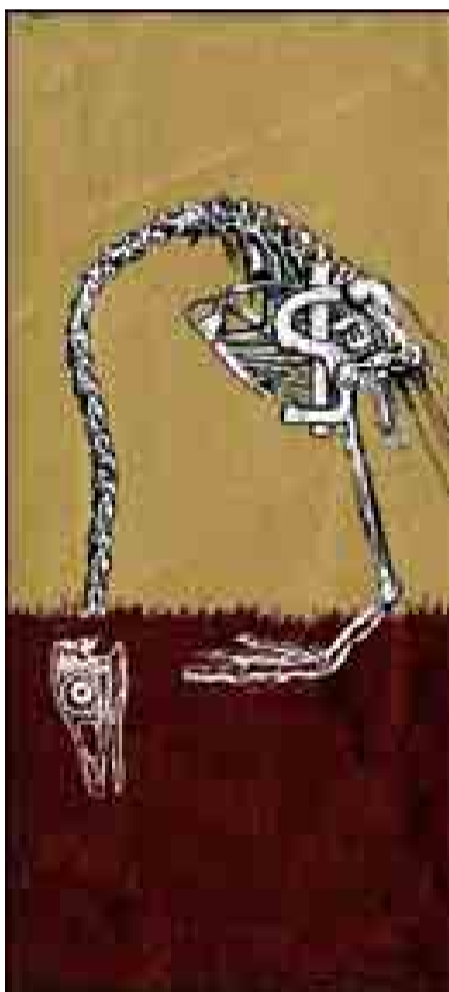
Pero, ¿y el regulador? Sorpresa... sus incentivos eran igualmente perversos. Las administraciones Clinton y Bush presionaron a Fannie Mae y Freddie Mac (entidades sponsorizadas por el Gobierno federal) para que expandieran sus créditos a familias de renta baja, incluso si eso suponía reducir la proporción de la entrada, dar créditos *jumbo* o entrar en el mercado *subprime*.

Así, los políticos podían colgarse la medalla de haber aumentado la proporción de dueños de viviendas (y aumentar sus votos). Por desgracia, los incentivos regulatorios perversos reforzaban los propios de los gestores de las dos entidades (más hipotecas, más beneficios, mayor *bonus*). Y así se llegó a la debacle de Freddie y Fannie, que ha sido uno de los hitos más importantes del colapso financiero actual.

¿Qué habría sido necesario para evitar la situación actual? Simplemente que los incentivos de los participantes en los mercados fueran los correctos y estuvieran alineados con el interés general. Por ejemplo, si las calificaciones de las agencias de *rating* las pagaran los inversores (como antiguamente) en lugar de los emisores de los bonos, los incentivos estarían alineados y el bucle de incentivos perversos se rompería.

En el caso español, por analogía, si las mayores sociedades de tasación en lugar de pertenecer a los bancos y cajas fueran independientes, muchos problemas presentes y futuros de morosidad no existirían. Decir que hace falta regulación es muy fácil. Es mucho más difícil conseguir un nivel de regulación razonable que no pretenda sustituir al mercado en todas las cosas que hace bien. Lo que hace falta son mecanismos que impidan que los incentivos perversos de corto plazo de los agentes, incluyendo los políticos, se multipliquen en la dirección contraria al interés general.

José García Montalvo es catedrático de Economía en la Universitat Pompeu Fabra



RAÚL ARIAS

Hacen falta mecanismos para que los intereses a corto plazo de los agentes no vayan en contra del interés general

17/23

LA AGENDA

Por **María Canales**● **Lunes 17**

Servicios. Se publican los datos de la actividad del sector en septiembre.
EEUU. Indicadores de la producción industrial en octubre.

Debate. Desayuno informativo del Fórum Europa, organizado por Nueva Economía, cuyo ponente principal será Mariano Rajoy, quien comentará los últimos acontecimientos económicos y la presencia de España en la reunión del G-20.



Mariano Rajoy, presidente del PP. / A. XOUBANOVA

● **Martes 18**

Estudio. La consultora Hudson presenta los resultados del primer estudio sobre las diferencias de liderazgo entre hombres y mujeres con cargo ejecutivo en Europa.

● **Miércoles 19**

Prevención de riesgos. La Confederación Española de la Pequeña y Mediana Empresa (CEPYME) organiza, en colaboración con el Instituto Nacional de Salud e Higiene en el Trabajo, el *II Encuentro sobre Prevención de Riesgos Laborales en Pymes y Autónomos*, en Madrid.

Contabilidad nacional. El Gobierno publica el dato del tercer trimestre.
Foro. Hasta el viernes, se celebra en Madrid el X Foro Latibex, que reúne a inversores institucionales tanto españoles como europeos, intermediarios financieros, representantes de organismos internacionales, responsables gubernamentales y compañías cotizadas latinoamericanas y europeas con fuerte presencia en la región.
EEUU. Se publican los datos de la inflación estadounidense de octubre.

● **Jueves 20**

Ono. La operadora presenta sus resultados del tercer trimestre.

● **Viernes 21**

RSC. El Club de Excelencia en Sostenibilidad celebra la *VI Jornada sobre Responsabilidad Corporativa para la Alta Dirección de la Empresa* en La Real Fábrica de Tapices de Madrid. El evento será inaugurado por Maravillas Rojo, secretaria general de Empleo del Ministerio de Trabajo e Inmigración.

● **SORPRESAS**

Subastas. El jueves 20 de noviembre se celebrará la primera de las dos subastas del Fondo de Adquisición de Activos, la forma con que el Gobierno inyectará liquidez a la banca española, y en las que se adjudicarán 5.000 millones de euros en cada una. El lunes 17 es el plazo para que las entidades presenten sus ofertas formales para vender sus paquetes de activos al fondo estatal. La incógnita está en cuál será el precio de la subasta, que se espera dependerá de las necesidades de cada entidad.