



## La maldición de lo improbable

### ANÁLISIS

José García Montalvo

Durante estos días se oyen todo tipo de explicaciones sobre los motivos de los inversores internacionales para atacar la economía española. La mayoría, especialmente las gubernamentales, insisten en la irracionalidad y sobre-reacción de los mercados. "España no es Irlanda ni Grecia. El nivel de deuda pública española sobre el PIB está muy por debajo de la deuda griega o irlandesa". Desde esta perspectiva tan simplista es claro que los inversores internacionales parecen tontos: en lugar de atacar a Irlanda deberían ir contra Japón cuya deuda pública está en el 200% del PIB. Pero, ¿por qué no lo hacen? Supongamos por un momento que los mercados no fueran tontos ni ciegos.

¿Qué podrían estar viendo, o buscando? Primero estarían buscando la garantía de sus inversiones forzando la ampliación del fondo de emergencia europeo, antes de que gane más adeptos la doctrina alemana de la reestructuración de la deuda soberana. Segundo: la deuda es el pasado y los inversores miran también al futuro. La economía española ha crecido durante 10 años con una productividad menguante. Este patrón genera dudas sobre la capacidad de crecimiento futuro, sobre todo teniendo en cuenta la debilidad y falta de convicción del Gobierno a la hora de aplicar las reformas necesarias para cambiar la situación. Tercero: los Estados han utilizado su buen *rating* y su capacidad de endeudamiento para facilitar el necesario desapalancamiento privado, ante las dificultades de muchas empresas y entidades financieras para acceder a los mercados de

capitales o crediticios. En los países donde este proceso no puede extenderse más, como sería el caso de España, el desapalancamiento privado puede ser muy problemático, máxime cuando el endeudamiento empresarial, este sí, es muy elevado. Y aquí aparece el cuarto factor: la maldición de lo muy improbable. Es altamente improbable que España no haga frente a sus compromisos. Pero los mercados han aprendido de la crisis *subprime* que los sucesos con una muy baja probabilidad también pueden acontecer. Recordemos que un supuesto básico en la valoración de los activos *subprime*, además de la falta de correlación entre las hipotecas subyacentes, era que el precio agregado de la vivienda no podía caer. En estos momentos los eventos raros también pesan en la valoración de los mercados, especialmente cuando la pérdida esperada puede ser enorme. Y en el caso espa-

ñol no queda margen para sorpresas ni errores. En la situación actual un caso como la CCM o Cajasur, con el doble de morosidad que la reconocida, y enormes pérdidas en lugar de las ganancias que reportaban, pondría en marcha un proceso sin vuelta atrás. Las pruebas de estrés no garantizan que este suceso sea imposible en España pues toman como un dato la contabilidad de las entidades. Y recordemos que el salvamento de un solo banco hizo subir el déficit irlandés del 12% al 32%.

Hoy por hoy gran parte de la presión sobre la deuda española es el efecto PIGS y, por tanto, consecuencia del contagio de otros países. Pero a medida que pase el tiempo sin resolverse la crisis de confianza habrá menos contagio y más fundamento, aunque simplemente sea por la probabilidad de que la profecía se autocumpla. Por desgracia la confianza se pierde con rapidez, pero cuesta mucho recuperarla.

**José García Montalvo** es catedrático de Economía de la Universidad Pompeu Fabra.