



«Esas externalidades son en gran medida la consecuencia de la excesiva idealización de los mercados financieros, de la creencia en su eficiencia y estabilidad.»

# Externalidades financieras

**H**e leído durante este agosto el último libro de Paul de Grauwe, «The Limits of the Market.

The pendulum between government and market» (Oxford University Press), cuya recomendación anticipo. Con gran lucidez y capacidad de síntesis se adentra en un debate muy sugerente, de gran vigencia, tras los destrozos originados por la crisis de 2007. Dejo para otra ocasión el comentario general sobre esta valiosa obra y paso a destacar algunos que merecen la pena en mi opinión, sobre el papel de las finanzas, de los mercados financieros más concretamente.

En el capítulo tres del libro, de Grauwe aborda los límites externos del sistema económico de mercado, las externalidades que se crean como consecuencia de las discrepancias entre la racionalidad individual y la colectiva. El primero de esos límites externos es el relativo al entorno, a las externalidades medioambientales, los costes generados por decisiones individuales sobre la salud de los demás. Los daños asociados al calentamiento global son los de mayor vigencia. Y el sistema basado en el libre mercado no dispone de mecanismos que reduzcan esos costes de forma automática. Requiere la acción de los gobiernos.

El tercero de los casos de esos efectos externos es el de los bienes públicos: aquellos que benefician a todos sobre los que nadie puede ejercer un derecho de propiedad privada. Dan lugar al problema del «free-rider», del

«gorrón», cuando este se resiste a financiar un bien público que disfruta, como otros muchos.

El conjunto de efectos que ahora nos interesa es el que destaca Paul de Grauwe en segundo lugar, el creado por los mercados financieros, menos claro que los anteriores, pero no menos dañino a tenor de la experiencia. La crisis desencadenada en el verano de 2007 es el ejemplo más destacado y, en concreto, el salvamento de los bancos en crisis por los gobiernos como mal menor frente al escenario del hundimiento de las economías nacionales. Una situación en la que, con palabras de Grauwe «el sistema de repente alcanzó sus límites. Estuvo al borde del precipicio. De no haber mediado el salvamento de los gobiernos, hoy podríamos no tener sistema de mercado en muchos países».

Esas externalidades son en gran medida la consecuencia de la excesiva idealización de los mercados financieros, de la creencia en su eficiencia y estabilidad. Y, por tanto, en el convencimiento igualmente extendido, incluso entre las autoridades, de la conveniencia de la autorregulación.

Dos tipos de externalidades son las que subraya el autor. Las asociadas al «comportamiento manada o gregario» de los mercados financieros, es la primera de ellas. Se manifiesta durante esas dinámicas de euforia que acaban traducándose en pesimismo y recesión, de forma colectiva, impulsada por algún gurú de turno. Son comportamientos distantes de la idealización de

EMILIO ONTIVEROS es presidente de Afi y catedrático de Economía de la Empresa de la UAM.  
Twitter: @ontiverosemilio

la eficiencia que supone que los individuos de forma autónoma recopilan información para llevar a cabo las mejores decisiones sin influencia de los demás.

La otra fuente de externalidades que generan los mercados financieros es la derivada de los sistemas bancarios. La interdependencia entre los bancos, generada fundamentalmente a través de los mercados interbancarios implica que los problemas en alguno de ellos pueden extenderse fácilmente al conjunto de los interconectados. El riesgo de un banco aislado acaba formando parte del conjunto del sistema.

La otra característica de los sistemas bancarios generadora de riesgos externos deriva de la asimetría temporal entre los fondos que toman en depósitos y la inversión en préstamos u otro tipo de activos a medio y largo plazo. Para que esa ausencia de coincidencia temporal no genere problemas, la confianza de los depositantes es básica. Pero es verdad, y la experiencia nos ha dado muestras suficientes de ello, que en ocasiones esa confianza se debilita o falla. Y llegan las retiradas masivas y en cadena: el colapso de la pirámide de cartas. Otra externalidad relevante, en definitiva.

La combinación de ambas fuentes de externalidades financieras, los efectos manada y las insuficientes provisiones para los riesgos externos, convierte a los mercados financieros en inestables, sujetos a fases de alzas y caídas, no siempre fáciles de anticipar. El problema es que las consecuencias no siempre acaban asumiéndolas únicamente los operadores en esos mer-

cados. Los gobiernos entran en escena para asumir los daños, en mayor o menor medida. En esos casos, el sistema económico, subraya De Grauwe, alcanza sus límites. Esa protección de los gobiernos con frecuencia es perversa. Especialmente cuando los beneficiarios son los grandes operadores, los bancos de dimensión tan importante que no se les puede dejar caer, dadas las consecuencias externas, las externalidades, que acabarían generando. El típico problema de «moral hazard», derivado de ese seguro implícito por los gobiernos, independientemente de los errores que cometan los bancos. Perversión, porque mientras los beneficios son privatizados, las pérdidas pueden acabar siendo nacionalizadas.

Las referencias que hace Paul de Grauwe a la crisis del 2008 en la eurozona son frecuentes, adicionales al capítulo específico que dedica a identificar las limitaciones del área monetaria, titulado «El euro como amenaza al sistema de mercado». Su conclusión es inquietante, aunque poco novedosa a tenor de lo que hemos verificado en los últimos años: «la creación de la eurozona ha conducido a un gran desplazamiento en el poder de los gobiernos nacionales en relación a los mercados financieros». Una supremacía peligrosa cuya limitación, en mi opinión, no debe aconsejar prescindir del euro, sino de fortalecer la calidad de respuesta institucional del área monetaria: de avanzar mucho más en la integración política, al menos de los que comparten moneda ::