

Capítulo 2: Repercusión de las crisis financieras y económicas sobre la libertad económica

por Jakob de Haan, Jan-Egbert Sturm y Eelco Zandberg

El capitalismo, basado en la codicia, la propiedad privada y la descentralización de las decisiones, es cílico y está sujeto a los vaivenes de la enfermedad maníaco depresiva financiera. No hay un subastador que arbitre el conjunto de la economía ni un encargado de aplicar sistemáticamente "condiciones de transversalidad" que eviten la explosión periódica de burbujas de precios de los activos en los mercados especulativos. Desgraciadamente, es así, tenemos que aceptarlo. La última vez que la humanidad trató de poner fin a estos excesos del capitalismo fue con la planificación central, y todos conocemos los resultados.

Willem Buiter, *Lessons from the 2007 Financial Crisis* (2007: 22)

1 Introducción

El capitalismo parece hallarse en su crisis más grave desde hace muchas décadas. Aunque las opiniones sobre sus causas¹ son diversas, a juicio de John Taylor,

las medidas e intervenciones gubernamentales causaron, prolongaron y agravaron la crisis financiera. La causaron al desviarse de los antecedentes y principios históricos sobre la fijación de los tipos de interés, que habían funcionado bien durante 20 años. La prolongaron por el diagnóstico erróneo de los problemas de los mercados de crédito bancario y la consiguiente reacción inadecuada centrada en la liquidez, en lugar del riesgo. Y la agravaron al prestar apoyo específico a algunas instituciones financieras y sus acreedores, pero no a otros, sin un marco claro y comprensible. (2009: 27)

La combinación de la grave crisis financiera y la fuerte recesión ha provocado intervenciones gubernamentales que han perturbado profundamente el equilibrio entre los mercados y los Estados. Aunque varios observadores han llegado, incluso, a declarar muerto el capitalismo, quienes predicen su desaparición deberán hacer frente a una importante realidad histórica: su capacidad prácticamente ilimitada de reinventarse. No puede ser una mera coincidencia que todos los países prósperos sean capitalistas, en el sentido de que se basan en la propiedad privada y reservan al mercado un papel esencial en la asignación de los recursos (Rodrik, 2009, 12 de junio). No obstante, resulta también claro que las reacciones de los gobiernos frente a las crisis pueden provocar una disminución de la libertad económica en el mundo. Con el fin de mantener la estabilidad financiera, muchos gobiernos han nacionalizado partes (a veces importantes) de sus sectores financieros o han intervenido por otros medios que aumentan el papel del Estado en el sector

financiero. Del mismo modo, la mayoría de los gobiernos del mundo industrializado han adoptado políticas fiscales expansivas para luchar contra la recesión. Estas medidas de estímulo y el apoyo prestado al sector financiero aumentarán sin duda la proporción del gasto público sobre el PIB, lo que a su vez reducirá la libertad económica.

En este capítulo se analiza la repercusión de las crisis bancarias y las recesiones económicas graves sobre el nivel de libertad económica en el mundo, con el fin de evaluar el posible impacto de las crisis actuales sobre la libertad económica. Un importante obstáculo para este análisis es la práctica inexistencia de precedentes para la combinación actual de crisis económica y financiera, lo que nos ha llevado a emplear dos metodologías bastante diferentes.

En el apartado siguiente analizaremos las graves crisis financieras de Suecia y Noruega en la década de 1990, que constituyen casi un experimento de laboratorio sobre el efecto de las crisis financieras sobre el nivel de libertad económica². Los gobiernos nórdicos intervinieron intensamente en aquel momento para sostener sus sistemas bancarios. En Noruega, por ejemplo, se nacionalizó la mayor parte del sistema bancario. Posteriormente, con el paso del tiempo, disminuyó la influencia gubernamental sobre el sector financiero de los países nórdicos. Nuestro análisis indica que la libertad económica apenas se modificó durante las crisis bancarias nórdicas; en todo caso, aumentó. Los subindicadores de libertad económica muestran que la principal repercusión de las crisis financieras sobre el grado de libertad económica se produce a través de los subsidios y las transferencias gubernamentales.

En el apartado 3 exponemos nuestras estimaciones sobre el efecto de las grandes brechas de producción (output gaps) negativas y las crisis bancarias sobre la libertad económica. A partir de un conjunto de estimaciones que explican el cambio en la libertad económica a través de simulaciones de intervalos de grandes brechas de producción negativas y crisis bancarias,

¹ Véase un análisis detallado de la crisis financiera en el capítulo 2 de *The EEAG Report on the European Economy 2009* (EEAG-CESifo, 2009). A nuestro juicio, la contraproducente regulación estadounidense de la vivienda fue un factor fundamental del desencadenamiento de la crisis.

² Estas crisis forman parte de las Cinco Grandes crisis (excluida la actual) identificadas por Reinhart y Rogoff (2008); es decir, crisis financieras prolongadas a gran escala, asociadas a fuertes reducciones de los resultados económicos durante largos períodos de tiempo.

junto a otras variables de control, tratamos de evaluar la repercusión de la crisis económica y financiera actual sobre el nivel de libertad económica. Nuestros resultados indican que las crisis bancarias reducen el nivel de libertad económica a corto plazo, pero tienden a incrementarla a largo plazo. Las grandes brechas de producción negativas reducen la libertad económica (algunos aspectos de ella). Por último, en el apartado 4 exponemos nuestras conclusiones.

2 Las crisis bancarias de Suecia y Noruega en la década de 1990

2.1 Las crisis nórdicas

Los sistemas financieros de Suecia y Noruega, dominados por un reducido número de grandes bancos comerciales que ofrecían amplios servicios financieros y desempeñaban también un importante papel en el sector no financiero debido al predominio de la financiación mediante deuda, se liberalizaron en la década de 1980. Antes de la liberalización existían diversas reglamentaciones en materia de tipo de interés, restricciones cuantitativas a la concesión de crédito y controles de capital, y hasta 1984 (Noruega) y 1986 (Suecia) estaban prohibidas las filiales de bancos extranjeros. Las consecuencias eran una escasa competencia en precios y la existencia de amplias redes de sucursales. Los beneficios de los bancos eran estables, aunque bajos en Suecia respecto a otros países europeos (Drees y Pazarbaşioğlu, 1998). La desregulación financiera y la liberalización de los flujos de capital provocaron un fuerte aumento del consumo y la inversión privadas con financiación crediticia. La liberalización coincidió, además, con factores externos. Noruega, por ejemplo, se benefició del aumento de los precios del petróleo a principios de la década de 1980. Sin un reforzamiento de la supervisión bancaria, muchos bancos ampliaron excesivamente el crédito y la asunción de riesgos. En Noruega, la proporción de préstamos bancarios sobre el PIB aumentó del 40% en 1984 al 68% en 1988. En Suecia, el aumento del crédito fue algo posterior, debido a las diferencias en los tiempos de la liberalización financiera y la situación macroeconómica, con un aumento de la proporción de préstamos bancarios sobre el PIB desde el 41% en 1984 al 58% en 1990 (Drees y Pazarbaşioğlu, 1998). El riesgo moral, debido a la garantía ilimitada de los depósitos (implícita o explícita) y al reconocimiento por los bancos centrales de que no se dejaría caer a ningún banco en caso de crisis, estimuló una mayor asunción de riesgos por parte de los bancos, que no ajustaron suficientemente al nuevo entorno sus sistemas de control interno. El fuerte aumento del crédito, por su parte, favoreció la rápida subida de los precios de los activos, especialmente los inmobiliarios. Antes de la liberalización los bancos se financiaban casi exclusivamente con cargo a los depósitos, pero posteriormente aumentaron progresivamente la financiación en el mercado de dinero y el extranjero (más caros) (Drees y Pazarbaşioğlu, 1998).

Como la política monetaria no podía frenar el boom del crédito por su orientación al mantenimiento de la estabilidad del tipo de cambio, las pérdidas por los créditos fallidos aumenta-

ron rápidamente a principios de la década de 1990, tras la caída de los precios de los activos y la aparición de graves recesiones. Aunque las pérdidas por los créditos inmobiliarios representaban una parte importante del problema, otros sectores sufrieron también dificultades financieras por la ralentización del crecimiento económico.

La crisis noruega explotó en el otoño de 1988, cuando un banco comercial de mediano tamaño, el Sunnmørs-banken, sufrió grandes pérdidas por el impago de créditos, y su caso se vio pronto seguido por varias cajas de ahorros. Los fondos de garantía de los bancos comerciales y las cajas de ahorros (CBGF y SBGF) ayudaron a los bancos en apuros, mientras el banco central proporcionaba préstamos de liquidez (Honkapohja, 2009). Los problemas surgidos en la primera fase de la crisis (1988-1989) se atribuyeron principalmente a las malas prácticas bancarias y al exceso de crédito de algunos bancos pequeños y medianos, pero no se consideraron una amenaza para la solidez del sistema bancario noruego en su conjunto. Un pequeño banco comercial, Norion Bank, se liquidó y los depositantes fueron plenamente indemnizados. Pero a finales de 1990 los fondos privados de garantía CBGF y SBGF habían utilizado ya la mayor parte de sus recursos, por lo que en marzo de 1991 el gobierno creó, como mecanismo de crédito a corto plazo, el Fondo Estatal de Garantía Bancaria (GBIF), que proporcionaba crédito a los fondos de garantía privados para que éstos pudieran realizar inyecciones de capital a los bancos en apuros. En noviembre de 1991 se creó el Fondo Estatal de Inversión Bancaria para gestionar las inversiones públicas a largo plazo en instituciones financieras. Los préstamos fallidos ascendieron ese año hasta el 6% del PIB, aumentando el número de bancos con problemas financieros (Drees y Pazarbaşioğlu, 1998). En otoño de ese mismo año, Christiania Bank y Fokus Bank (el segundo y el tercero mayores bancos) perdieron todo su capital, y el mayor banco, Den Norske Bank, perdió el 90% de su capital social (Honkapohja, 2009). Al terminar el año, el gobierno se había convertido en propietario único o accionista mayoritario de estos tres bancos.

La situación de los bancos noruegos comenzó a mejorar rápidamente en 1993. Tras la crisis, el gobierno vendió gradualmente sus acciones bancarias. Fokus Bank se privatizó en el otoño de 1995, mientras Christiania Bank se vendió más gradualmente y finalmente se fusionó con el grupo pan-nórdico Nordea. Del mismo modo, las acciones de Den Norske Bank se vendieron gradualmente, aunque el gobierno conserva aún el 34% del banco DnB NOR, resultado de su fusión con Union Bank of Norway. En último término, el contribuyente noruego resultó beneficiario neto, porque el apoyo gubernamental a los bancos quedó sobradamente cubierto con la venta de los bancos nacionalizados (Honkapohja, 2009).

Los principales bancos suecos sufrieron grandes pérdidas de crédito, que ascendieron a un total del 7% del PIB en 1992 (Drees y Pazarbaşioğlu, 1998) y amenazaron con situar a todos menos uno de los siete primeros, que controlaban la mayor parte del mercado sueco, fuera del requisito de capital del 8% (EEAG-CESifo, 2009), lo que obligó a los gobiernos a intervenir drásticamente para mantener la estabilidad financiera. Ini-

cialmente, la crisis se afrontó caso a caso, pero en septiembre de 1992 el gobierno conservador decidió garantizar la deuda de los bancos. En aquel momento, la mayoría de los bancos, que representaban un 90% de los activos bancarios, sufrían grandes pérdidas de crédito (Honkapohja, 2009). La garantía se formuló de modo explícito y transparente y concitó amplio apoyo parlamentario, incluida la oposición socialdemócrata. La Ley de Apoyo Bancario de diciembre de 1992 estableció expresamente que el gobierno no debía tratar de asumir la propiedad de las instituciones financieras. Según el Grupo Asesor Económico Europeo (EEAG, European Economic Advisory Group) (2009), el amplio consenso político en torno al mandato ilimitado al gobierno de salvaguardar el sistema financiero tuvo posiblemente una importancia crucial para la credibilidad del programa de apoyo. En 1993 se creó un nuevo organismo dependiente del Ministerio de Hacienda, la Autoridad de Apoyo Bancario, encargada de poner en práctica del programa de apoyo que evitó el colapso del sistema financiero.

La crisis bancaria sueca se inició con la mayor caja de ahorros, Första Sparbanken. El gobierno le ofreció una garantía de crédito, posteriormente convertida en un préstamo, y finalmente la entidad se fusionó junto con otras cajas en la Caja de Ahorros de Suecia (Honkapohja, 2009). El segundo problema fue Nordbanken, el tercer mayor banco comercial en aquel momento, mayoritariamente propiedad del Estado. El gobierno garantizó una nueva emisión de acciones y se reestructuró la entidad. Una empresa de gestión de activos, Securum, se quedó con los activos fallidos a cambio de una inyección de capital a Nordbanken del 1% del PIB. El cuarto banco comercial, Gota Bank, se encontró también en dificultades y el gobierno decidió atender todos sus compromisos, pero no los de su sociedad matriz, que fue declarada en quiebra. También en este caso, en el marco de la reestructuración, los activos sin rendimiento, principalmente inmuebles comerciales, se retiraron a una empresa de gestión de activos (Retriwa, que se fusionó con Securum en diciembre de 1995). Gota Bank se fusionó en 1993 con Nordbanken, conservando el nombre de esta última entidad, actualmente el banco más rentable de Suecia (Drees y Pazarbaşioğlu, 1998).

La principal forma de ayuda en Suecia fue la garantía de las deudas de los bancos³, que no cubría el capital social, de modo que en caso de apoyo financiero del gobierno, los propietarios perdían generalmente sus participaciones (Drees y Pazarbaşioğlu, 1998). El coste presupuestario del apoyo a los bancos entre 1992 y 1994 se estimó en torno a un 4% del PIB. El coste neto, incluido el valor de las acciones y los dividendos de Nordea, Securum y Retriwa, fue estimado en aproximadamente la mitad del coste bruto por el European Economic Advisory Group (2009) y sólo un 0,2% del PIB de 1997 por Honkapohja (2009). En 1997, tanto Securum como Retriwa habían sido

liquidadas. En último término, el 98% del apoyo público tuvo como destinatarios a dos bancos, Nordbanken y Gota Bank, y sus correspondientes empresas de gestión de activos (Drees y Pazarbaşioğlu, 1998). Nordbanken se integró en el banco pan nórdico Nordea, en el que el gobierno sueco conserva aún una importante participación (19,9% en 2008).

2.2 Repercusión sobre la libertad económica

La Tabla 2.1 muestra las puntuaciones por áreas y el índice global de libertad económica de Suecia y Noruega entre 1985 y 2005. Pese a las crisis financieras, el nivel total de libertad económica aumentó finalmente en ambos países. No obstante, las crisis financieras pueden afectar especialmente a elementos y subelementos concretos. La Figura 2.1 muestra la variación de algunos de estos elementos y subelementos, que se analizan a continuación.

1B: Transferencias y subsidios en porcentaje del PIB

Este elemento se mide como las transferencias y los subsidios públicos en proporción al PIB, cuya puntuación es equivalente a $(V_{max} - V_i) / (V_{max} - V_{min})$ multiplicado por 10. V_i es la proporción de transferencias y subsidios del país sobre el PIB y los valores de V_{max} y V_{min} se fijan en 37,2 y 0,5, respectivamente. Se han utilizado datos de 1990 para determinar los valores máximo y mínimo de este elemento.

Tabla 2.1: Índice global y puntuaciones por áreas de libertad económica de Suecia y Noruega, 1985-2005

| Índice global | Área 1 | Área 2 | Área 3 | Área 4 | Área 5 | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----|
| Noruega | | | | | | |
| 1985 | 6,2 | 3,3 | 8,1 | 6,3 | 7,6 | 5,5 |
| 1990 | 7,2 | 2,9 | 8,3 | 8,7 | 7,9 | 5,5 |
| 1995 | 7,4 | 3,7 | 9,2 | 9,5 | 8,0 | 6,9 |
| 2000 | 7,2 | 3,7 | 8,8 | 9,0 | 7,6 | 6,7 |
| 2005 | 7,4 | 4,7 | 9,3 | 9,3 | 6,6 | 7,6 |
| Suecia | | | | | | |
| 1985 | 6,2 | 2,6 | 7,4 | 8,0 | 7,6 | 5,5 |
| 1990 | 6,9 | 2,4 | 8,3 | 7,8 | 8,3 | 5,6 |
| 1995 | 7,2 | 2,6 | 8,9 | 9,5 | 8,5 | 6,4 |
| 2000 | 7,4 | 3,0 | 9,0 | 9,8 | 8,3 | 6,8 |
| 2005 | 7,4 | 4,2 | 8,9 | 9,7 | 7,7 | 7,0 |

Fuente: <<http://www.freetheworld.com/2008/2008Dataset.xls>>.

3 Föreningsparbanken (ahora Swedbank) recibió una garantía de salvaguarda de sus necesidades de capital por parte de la Autoridad de Apoyo Bancario. SE-bank comenzó también conversaciones con la Autoridad para solicitar apoyo, aunque finalmente ninguno de estos dos bancos precisó apoyo directo y ambos fueron recapitalizados por sus propietarios (EEAG-CESifo, 2009).

4 Debe señalarse, no obstante, que el índice de libertad económica puede no reflejar plenamente el mayor papel del gobierno en la crisis financiera, pues no incluye el nivel de propiedad estatal de los bancos y de garantía pública al sector bancario ni el endeudamiento público en el mercado de capital.

Las crisis financieras pueden provocar un aumento de las transferencias y los subsidios por el apoyo a las instituciones financieras (aunque ello depende de la forma de este apoyo). Por otra parte, las transferencias y los subsidios públicos suelen aumentar durante la recesión económica subsiguiente a la crisis, mientras se reduce el PIB (o se ralentiza su crecimiento).

3A: Crecimiento del dinero

Este indicador mide el crecimiento medio anual de la oferta monetaria en los últimos cinco años, menos el crecimiento medio anual del PIB real en los últimos diez años. Para medir la tasa de crecimiento de la oferta monetaria se han empleado las cifras de la oferta monetaria M1. La puntuación es equivalente a $(V_{max} - V_i) / (V_{max} - V_{min})$ multiplicado por 10. V_i representa la tasa de crecimiento media anual de la oferta de dinero en los últimos cinco años, ajustada por el crecimiento del PIB real en los diez años anteriores. Los valores de V_{min} y V_{max} se fijan en cero y 50%, respectivamente. Las crisis financieras vienen a menudo precedidas por fuertes incrementos del crédito, lo que puede provocar un aumento del crecimiento del dinero.

3D: Libertad para mantener cuentas bancarias en divisas

La puntuación es de 10 si se permite sin restricciones tener cuentas bancarias en divisas en el país y en el extranjero; si hay restricciones, la puntuación es cero. Si se permiten cuentas bancarias en divisas en el interior pero no en el extranjero (o viceversa), la puntuación es 5. Durante las crisis bancarias pueden establecerse restricciones a las cuentas bancarias en divisas.

4Eii: Controles de capital

La puntuación de cero a 10 es el porcentaje de los 13 distintos tipos de controles de capital internacionales no impuestos según el Fondo Monetario Internacional, multiplicado por 10. Durante las crisis bancarias pueden establecerse restricciones a los flujos de capital internacionales.

5Ai: Propiedad de los bancos

Si los depósitos en bancos privados alcanzan entre el 95% y el 100%, la puntuación del país es 10; con un 10% o menos, la puntuación es cero. Las puntuaciones intermedias se asignan siguiendo este mismo criterio.

5Aii: Competencia de los bancos extranjeros

Este indicador mide el grado en que se autorizan la totalidad o la mayor parte de las solicitudes de bancos extranjeros y el tamaño de la cuota de los bancos extranjeros en los activos del sector bancario. En tiempos de crisis, las autoridades pueden tener más dudas a la hora de permitir la entrada de bancos extranjeros.

5Aiii: Crédito al sector privado

La forma empleada para calcular las puntuaciones de los países es $(V_{max} - V_i) / (V_{max} - V_{min})$ multiplicado por 10. V_i es la proporción del crédito interno total del país asignado al sector privado y los valores de V_{max} y V_{min} se fijan en 99,9% y 10,0%, respectivamente. En tiempos de crisis, los gobiernos pueden tener que endeudarse para prestar apoyo financiero a los bancos,

aunque ello puede no reflejarse en este indicador, que únicamente hace referencia al crédito y no al endeudamiento total.

5Aiv: Controles del tipo de interés / tipos de interés reales negativos

Si los tipos de interés los determina principalmente el mercado y los tipos reales son positivos, el país recibe una puntuación de 10, mientras que una puntuación de cero indica que los tipos de depósito y de crédito los fija el gobierno y los tipos reales son persistentemente negativos. Durante las crisis financieras, las autoridades pueden establecer controles de tipos de interés para mantener la estabilidad financiera.

El cuadro 2.1 muestra que la puntuación de la mayoría de estos elementos y subelementos no empeora durante los años de la crisis (es decir, entre 1985 y 1995), salvo el gasto público (1B) y el crecimiento del dinero. El cuadro 2.2 muestra nuestro indicador indirecto de los elementos 1B y 3A con carácter anual⁵. Se observa claramente que el elemento 1B empeora durante la crisis y por un cierto tiempo tras ella, mientras que el elemento 3A empeora ligeramente antes de la crisis.

3 La repercusión de la crisis bancaria y las brechas de producción sobre la libertad económica - nuevas estimaciones

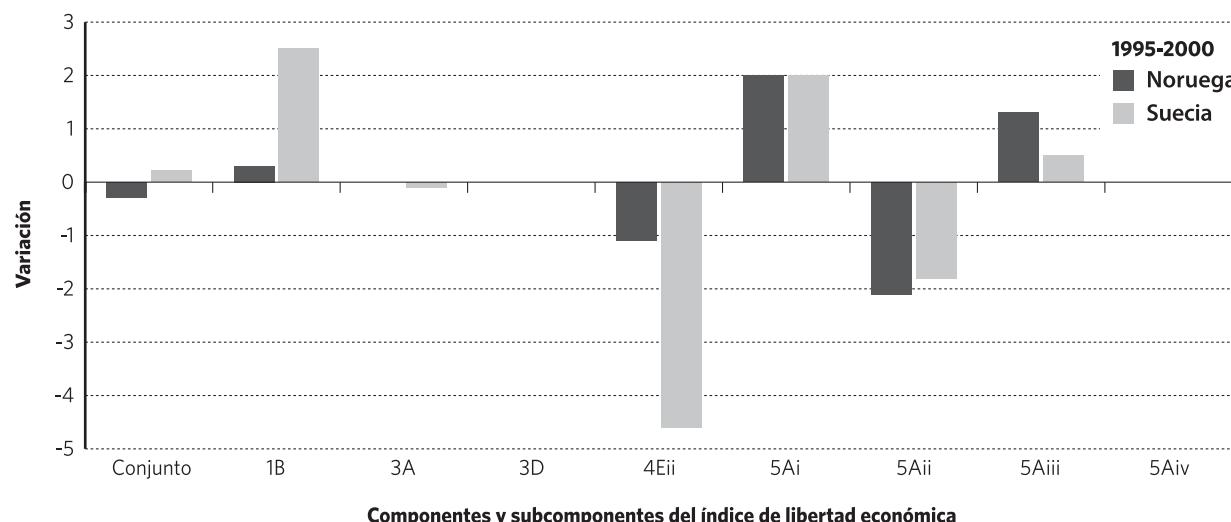
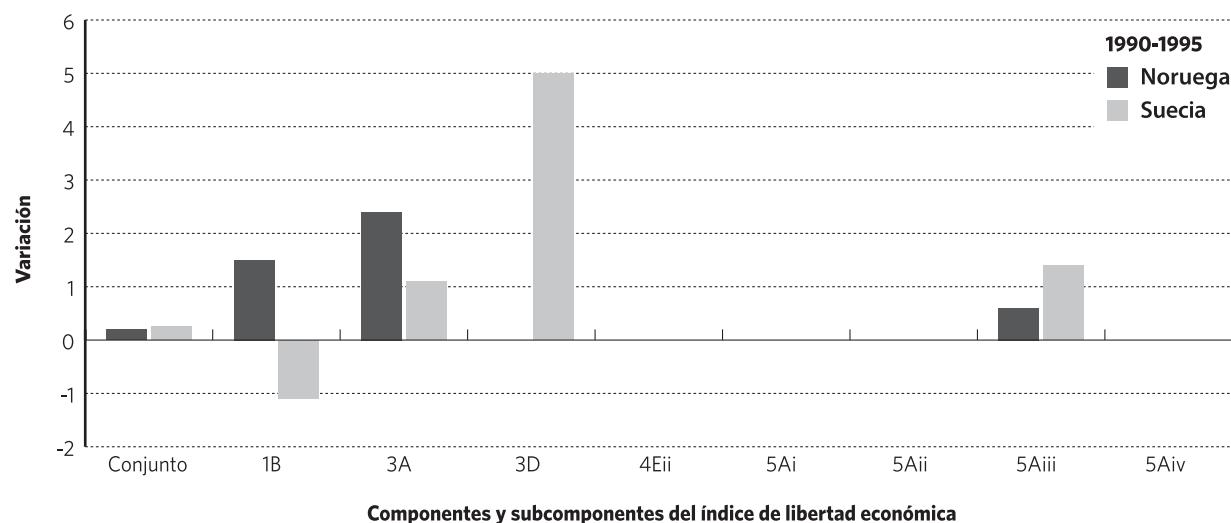
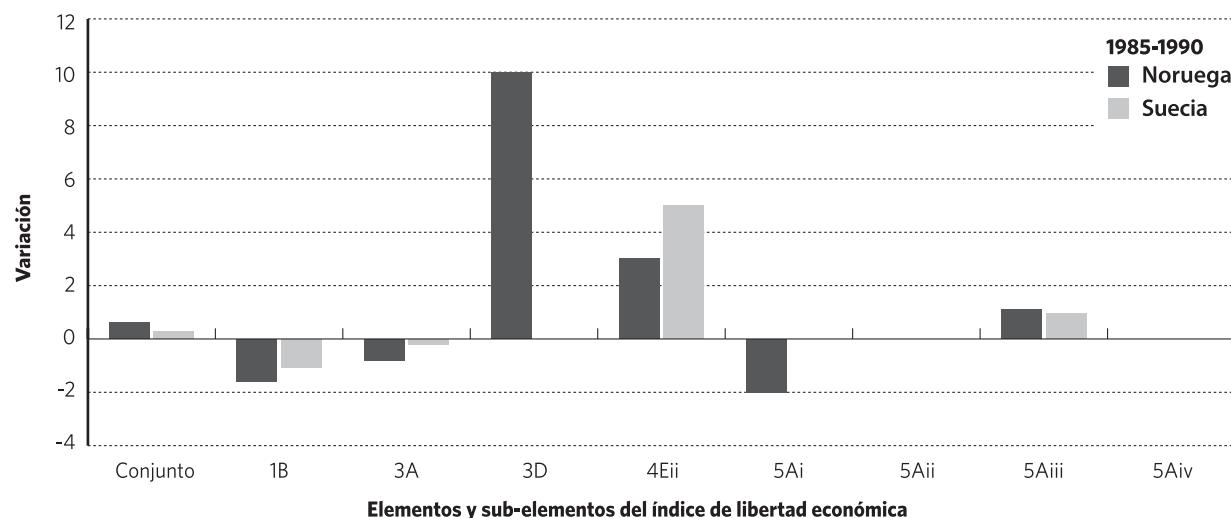
En este apartado exponemos nuevas estimaciones sobre el efecto de las crisis bancarias y las grandes brechas de producción (output gaps) negativas sobre la libertad económica. En función de la disponibilidad de la variable dependiente, empleamos dos conjuntos de datos: (1) observaciones a intervalos de 5 años entre 1970 y 2005 y (2) datos anuales para el período entre 2000 y 2006. Utilizamos la primera muestra para determinar los efectos a largo plazo y la segunda para analizar los efectos a corto. Para los dos conjuntos de datos, estimamos modelos de efectos fijos que controlan los factores sin variación temporal que pueden afectar a las diferencias en la libertad económica entre los distintos países.⁶

Nuestra variable dependiente es la variación de la libertad económica. Los datos sobre la crisis bancaria están tomados del último estudio de Luc Laeven y Fabian Valencia (2008). Utilizamos un indicador indirecto que tiene valor 1 cuando hay una crisis bancaria sistémica conforme a esta base de datos y 0 en el resto de los casos. En el conjunto de datos con observaciones a intervalos de 5 años, el indicador indirecto es 1 si se produce al menos un año de crisis bancaria. Para el análisis de la repercusión de las crisis económicas seguimos el modelo de Romain Duval y Jørgen Elmeskov (2006) y elaboramos un in-

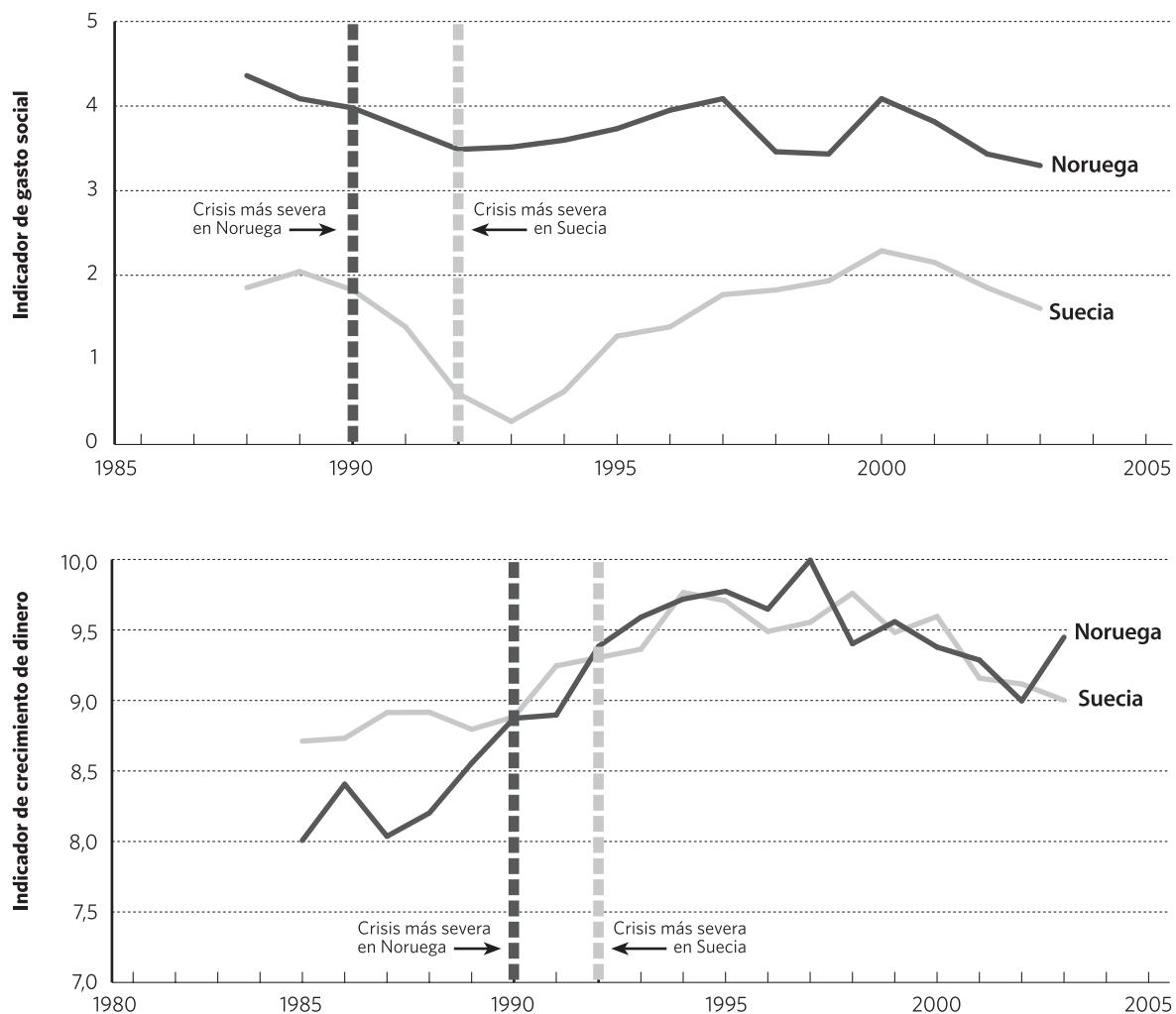
5 Los datos de gasto público (tomados de la OCDE) se refieren al "gasto social", que se aproxima a los subsidios y las transferencias del gobierno del índice de libertad económica. Para elaborar nuestro indicador indirecto hemos seguido el mismo procedimiento anteriormente indicado. Los datos de crecimiento del dinero están tomados de las Estadísticas Financieras Internacionales del Fondo Monetario Internacional.

6 Las pruebas de Hausman indican que estos efectos fijos por país son necesarios en todos los modelos presentados.

Cuadro 2.1: Cambio en los elementos y subelementos del índice de libertad económica en Suecia y Noruega



Cuadro 2.2: Elementos 1B (1988-2003) y 3A (1985-2003) del índice de libertad económica de Suecia y Noruega en porcentaje del PIB



Fuente: cálculos de los autores a partir de datos de la OCDE y el FMI (véase la nota al pie 5).

dicador indirecto que tiene valor 1 si la brecha de producción es igual o superior al -4% del PIB. En el conjunto de datos con observaciones en períodos de 5 años, el indicador indirecto es 1 si se produce al menos un año de brecha de producción negativa igual o superior al 4% del PIB. Las brechas de producción se definen como la diferencia entre la producción real y su tendencia con arreglo a un filtro de Hodrick-Prescott (empleando un parámetro corrector de 6,25, como es habitual para los datos anuales). Además de los dos indicadores indirectos, se incluye siempre en el modelo el nivel inicial de libertad económica.

Las tablas 2.2 y 2.3 muestran los resultados para el conjunto de datos anuales y las tablas 2.4 y 2.5, los del conjunto de datos para períodos de 5 años. Salvo indicación en contrario, todas las variables del lado derecho empleadas en las tablas 2.2 y 2.3 tienen un período de retardo. En las tablas 2.4 y 2.5 se

emplea el indicador indirecto de la crisis bancaria con retardo.⁷ La primera columna de las tablas 2.2 y 2.4 muestra la regresión en nuestro modelo básico que evalúa la repercusión sobre la variación de la libertad económica del nivel inicial de libertad económica y los indicadores indirectos de la crisis bancaria y la brecha de producción. Por tanto, el coeficiente del nivel inicial de libertad económica difiere siempre significativamente de cero. Conforme a nuestras observaciones en el estudio de caso de la crisis bancaria nórdica, las crisis bancarias reducen la libertad económica a corto plazo, pero la aumentan a largo plazo. Nuestro indicador indirecto de la brecha de producción

⁷ El indicador indirecto de la crisis sin retardo no es significativo en la muestra de 1970 a 2005.

tiene una repercusión negativa importante sobre la variación de la libertad económica en la muestra de 1970-2005, pero insignificante en la de 2001-2006.

El siguiente paso de nuestro análisis ha sido comprobar la posible influencia de otras variables con variación temporal sobre nuestra variable dependiente, utilizando el planteamiento propuesto por Xavier Sala-i-Martin (1997).⁸ El resultado fue que sólo la ayuda está sólidamente relacionada con la variación de la libertad económica en el conjunto de datos para períodos de 5 años, pero no en el conjunto de datos anuales. La inclusión de esta variable no afecta a nuestras conclusiones anteriores, aunque el indicador indirecto de la crisis financiera sólo es significativo ahora en el nivel del 10% (columna 2 de la Tabla 2.4). Otras variables (apertura, aumento de población, derechos civiles, libertades políticas y crecimiento económico) no superaron la prueba en ninguna de las muestras.

Las restantes columnas de las Tablas 2.2 y 2.4 muestran los resultados en las cinco áreas principales de la libertad económica: [1] tamaño del Estado: gasto, impuestos y empresas, [2] estructura jurídica y garantía de los derechos de propiedad, [3] acceso a una moneda sana, [4] libertad de comercio internacional y [5] regulación crediticia, laboral y de la empresa. Las tablas 2.3 y 2.5 muestran los resultados de los elementos y subelementos de la libertad económica indicados en el apartado anterior.⁹

En la muestra 2000-2006 observamos que el indicador indirecto de la crisis bancaria es significativamente negativo en las áreas 2 y 3, mientras que el de la brecha de producción lo es en las áreas 3 y 4. En la muestra con períodos de 5 años, el indicador indirecto de la crisis bancaria sólo es significativamente positivo en las áreas 1 y 2, mientras que el de la brecha de producción es significativamente negativo en las áreas 1, 3 y 5.

En la muestra 2000-2006, las crisis bancarias y la existencia de una importante brecha de producción negativa reducen los elementos de la libertad económica 1B, 5Aiii y 5Aiv (véase la Tabla 2.4). El coeficiente del indicador indirecto de la brecha de producción es también significativamente negativo en los elementos 3A y 3D. En línea con nuestras conclusiones del estudio de caso de la crisis bancaria nórdica, observamos que en la muestra de 1970-2005 la mayoría de los elementos y subelementos de la libertad económica analizados no se ven afectados por la aparición de una crisis bancaria sistemática (véase la Tabla 2.5). El coeficiente de nuestro indicador indirecto de crisis bancaria sólo es significativo en las regresiones del gasto público (elemento 1B). Las crisis bancarias reducen este elemento de la libertad económica (es decir, aumenta el gasto público). La brecha de producción es significativa en todas las regresiones de la Tabla 2.5, excepto en la del elemento 1B (véase la columna 1).

Por último, hemos reelaborado todas las regresiones que figuran en las tablas 2.2 a 2.5 únicamente respecto a los países

para los que se dispone de la totalidad de los datos, con lo que se elimina cualquier posible perturbación por los cambios en la muestra de países utilizada en las diversas regresiones. Los resultados son muy similares a nuestras conclusiones anteriores (los resultados están disponibles a solicitud).

En conclusión, nuestros resultados indican que las crisis bancarias reducen a corto plazo la libertad económica (algunos aspectos de ella), pero a largo plazo están asociadas a mayores niveles de libertad económica (exceptuando el gasto público). Y aunque a corto plazo reducen algunas áreas concretas de la libertad económica, no encontramos tampoco un efecto significativo sobre su nivel global a corto plazo.

4 Análisis y conclusiones

Según Willem Buiter (2007), las crisis financieras son inherentes al capitalismo. Por dolorosas que puedan resultar, es ilusorio pensar que las crisis bancarias pueden evitarse totalmente mediante la regulación gubernamental. De hecho, puede afirmarse que la regulación inadecuada, combinada con la creación de excesiva liquidez, ha sido una causa fundamental de la crisis actual. Esto no significa, obviamente, que no sea necesaria una reglamentación de las instituciones y los mercados financieros, como tampoco la adopción de medidas gubernamentales ante una crisis. Una intervención pública eficaz puede favorecer la recuperación del sector financiero, como muestra nuestro estudio de caso de la crisis bancaria nórdica. Del mismo modo, muchas de las medidas gubernamentales adoptadas en la crisis financiera actual no han sido eficaces y pueden, en la práctica, haberla prolongado.

La presente crisis mundial no tiene precedentes. Por tanto, los datos aquí expuestos, basados en crisis anteriores, pueden no reflejar íntegramente sus efectos. El hecho de que la mayoría de los países del mundo estén experimentando simultáneamente una grave recesión económica hará mucho más difícil salir de ella. Esta es una salvedad importante. Debido a su carácter mundial, nuestros resultados pueden subestimar la repercusión de la crisis sobre la libertad económica. De hecho, la anterior crisis mundial de similar magnitud, la Gran Depresión, redujo posiblemente de forma significativa la libertad económica. Dicho esto, nuestros resultados indican que las crisis bancarias reducen el nivel de libertad económica a corto plazo, pero tienden a incrementarla a largo plazo. Como muestra nuestro estudio de caso de Suecia y Noruega, la crisis bancaria no frenó en estos países las políticas de reforma orientadas al mercado. Nuestros resultados económicos de las variaciones del grado de libertad económica a partir de las observaciones realizadas para los períodos de muestra de 5 años (1970-2005) indican también que los países que han sufrido una crisis bancaria aumentan su nivel de libertad económica en el período siguiente, lo cual contrasta fuertemente con nuestros resultados para la muestra de observaciones anuales del período 2000-2006, que señalan una reducción de la libertad económica a corto plazo tras las crisis bancarias. Los resultados indican también que las grandes brechas de producción negativas reducen la libertad económica (algunos aspectos de ella).

8 Hemos empleado este planteamiento en varios trabajos anteriores; véase, por ejemplo, De Haan and Sturm (2000).

9 En el indicador de la muestra para períodos de 5 años no se incluye 5Aii por falta de datos.

Tabla 2.2: repercusión de las crisis bancarias y las grandes brechas de producción negativas sobre la libertad económica, 2000-2006 (variable dependiente: variación de la libertad económica)

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|--|--------------------------|--|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | Libertad económica total | Áreas del índice de libertad económica | | | | |
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Valor inicial de la medida de la libertad económica empleada | -0,460*** (-14,34) | -0,541*** (-15,49) | -0,721*** (-19,02) | -0,533*** (-20,32) | -0,603*** (-16,42) | -0,396*** (-10,40) |
| Crisis bancaria (-1) | -0,415*** (-4,714) | -0,351 (-1,605) | -0,726*** (-3,072) | -0,991*** (-5,280) | 0,080 (0,515) | -0,291 (-1,482) |
| Brecha de producción importante | -0,006 (-0,138) | -0,001 (-0,0113) | -0,156 (-1,373) | -0,248*** (-2,744) | 0,226*** (3,048) | 0,074 (0,78) |
| Observaciones | 702 | 712 | 712 | 712 | 711 | 712 |
| Países | 121 | 131 | 131 | 131 | 131 | 131 |
| R cuadrado | 0,285 | 0,295 | 0,392 | 0,437 | 0,326 | 0,163 |
| Logaritmo de verosimilitud | 278,1 | -360,4 | -416,2 | -252,1 | -112,5 | -283,6 |

Fuente: <<http://www.freetheworld.com/2008/2008Dataset.xls>>.

Nota: las marcas *, ** y *** indican significación al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Tabla 2.3: repercusión de las crisis bancarias y las grandes brechas de producción negativas sobre la libertad económica, 2000-2006 (variable dependiente: variación de los elementos de la libertad económica)

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
|--|--|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | Selección de elementos y subelementos del índice de libertad económica | | | | | | | |
| | 1B | 3A | 3D | 4Eii | 5Ai | 5Aii | 5Aiii | 5Aiv |
| Valor inicial de la medida de la libertad económica empleada | -0,425*** (-11,70) | -0,704*** (-23,90) | -0,555*** (-20,25) | -0,499*** (-13,27) | -0,457*** (-13,45) | -0,388*** (-8,602) | -0,489*** (-14,38) | -0,918*** (-35,98) |
| Crisis bancaria (-1) | -0,552*** (-3,179) | 0,501 (1,569) | 0,493 (1,208) | 0,183 (0,421) | -0,109 (-0,173) | -0,155 (-0,294) | -0,571** (-2,513) | -1,678*** (-3,971) |
| Brecha de producción importante | -0,270** (-2,483) | -0,415*** (-2,700) | -0,611*** (-3,110) | 0,185 (0,885) | -0,259 (-0,950) | -0,545 (-1,337) | -0,359*** (-3,262) | 0,387* (1,902) |
| Observaciones | 589 | 710 | 712 | 712 | 692 | 493 | 711 | 709 |
| Países | 115 | 130 | 131 | 131 | 126 | 104 | 131 | 131 |
| R cuadrado | 0,246 | 0,5 | 0,426 | 0,234 | 0,244 | 0,162 | 0,296 | 0,697 |
| Logaritmo de verosimilitud | -158,6 | -629,6 | -804,8 | -850,4 | -1006 | -674,9 | -384,5 | -826,3 |

Fuente: <<http://www.freetheworld.com/2008/2008Dataset.xls>>.

Nota: las marcas *, ** y *** indican significación al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Tabla 2.4: repercusión de las crisis bancarias y las grandes brechas de producción negativas sobre la libertad económica, datos para períodos de cinco años, 1970-2005 (variable dependiente: variación de la libertad económica)

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) |
|--|--------------------------|--------------------------|--|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | Libertad económica total | Libertad económica total | Áreas del índice de libertad económica | | | | |
| | | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Valor inicial de la medida de la libertad económica empleada | -0,456*** (-13,98) | -0,382*** (-9,095) | -0,578*** (-13,67) | -0,758*** (-15,82) | -0,564*** (-12,66) | -0,617*** (-13,58) | -0,616*** (-11,94) |
| Crisis bancaria (-1) | 0,201*** (2,807) | 0,142* (1,785) | 0,237* (1,815) | 0,222* (1,818) | 0,286 (1,383) | 0,195 (1,575) | -0,005 (-0,0527) |
| Brecha de producción importante | -0,270*** (-3,813) | -0,251*** (-3,172) | -0,249** (-2,097) | -0,123 (-0,984) | -0,705*** (-3,874) | -0,090 (-0,784) | -0,328*** (-4,031) |
| Ayuda (% PIB) | | 0,0230*** (3,423) | 0,0265*** (2,701) | 0,004 (0,427) | 0,0366** (2,424) | 0,0306*** (2,887) | 0,002 (0,236) |
| Observaciones | 622 | 456 | 513 | 434 | 522 | 470 | 451 |
| Países | 115 | 98 | 99 | 98 | 100 | 100 | 99 |
| R cuadrado | 0,295 | 0,25 | 0,331 | 0,437 | 0,334 | 0,351 | 0,313 |
| Logaritmo de verosimilitud | -491,4 | -372,7 | -693,5 | -535,8 | -942,8 | -580,4 | -395,3 |

Fuente: <<http://www.freetheworld.com/2008/2008Dataset.xls>>. Nota: las marcas *, ** y *** indican significación al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Tabla 2.5: repercusión de las crisis bancarias y las grandes brechas de producción negativas sobre la libertad económica, datos para períodos de cinco años, 1970-2005 (variable dependiente: variación de los elementos de la libertad económica)

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) |
|--|--|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | Selección de elementos y subelementos del índice de libertad económica | | | | | | |
| | 1B | 3A | 3D | 4Eii | 5Ai | 5Aiii | 5Aiv |
| Valor inicial de la medida de la libertad económica empleada | -0,856*** (-16,64) | -0,779*** (-16,55) | -0,634*** (-14,36) | -0,612*** (-13,59) | -0,682*** (-11,16) | -0,713*** (-15,39) | -0,654*** (-11,43) |
| Crisis bancaria (-1) | -0,192** (-2,156) | -0,002 (-0,00592) | 0,467 (1,353) | 0,136 (0,593) | 0,261 (0,971) | -0,139 (-0,824) | -0,274 (-0,788) |
| Brecha de producción importante | -0,031 (-0,355) | -0,493** (-2,078) | -0,653** (-2,116) | -0,495** (-2,399) | -0,793*** (-3,195) | -0,276* (-1,782) | -1,196*** (-3,326) |
| Ayuda (% PIB) | 0,010 (1,32) | 0,0414** (2,104) | 0,0424* (1,695) | 0,0508*** (3,043) | -0,003 (-0,152) | 0,0229* (1,842) | 0,051 (1,614) |
| Observaciones | 358 | 505 | 512 | 518 | 439 | 456 | 391 |
| Países | 84 | 100 | 99 | 101 | 92 | 99 | 96 |
| R cuadrado | 0,511 | 0,431 | 0,351 | 0,328 | 0,277 | 0,409 | 0,336 |
| Logaritmo de verosimilitud | -280,9 | -1021 | -1186 | -990,7 | -877,4 | -697,1 | -865,9 |

Fuente: <<http://www.freetheworld.com/2008/2008Dataset.xls>>. Nota: las marcas *, ** y *** indican significación al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Excursus: la liberalización financiera y las crisis bancarias

Aunque la liberalización financiera aporta, sin duda, numerosas ventajas, se plantea la importante cuestión de en qué medida aumenta también la posibilidad de una crisis bancaria. A juicio de Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff, “[l]a mayoría de las crisis históricas han venido precedidas por la liberalización financiera, como se ha documentado en Kaminsky y Reinhart (1999). Aunque en el caso de los Estados Unidos no se ha producido una liberalización destacada de iure, sí se ha registrado ciertamente una liberalización de facto. Las nuevas entidades financieras no reguladas o con escasa regulación han asumido un papel mucho más importante en el sistema financiero, amentando sin duda la estabilidad frente a algunas clases de perturbaciones, pero incrementando posiblemente la vulnerabilidad frente a otras.” (2008: 11). Ciertamente, la crisis bancaria de Suecia y Noruega estuvo precedida por la desregulación de sus mercados financieros. Sin embargo, el subelemento 5A del índice de libertad económica no muestra una clara liberalización financiera en los Estados Unidos antes del inicio de la crisis sub-prime. Por el contrario, en directa contraposición con la perspectiva de Reinhart y Rogoff (2008), Shezad y De Haan (2009) afirman que la liberalización financiera reduce en realidad la posibilidad de una crisis bancaria sistémica. En este excursus se expone una perspectiva general de la literatura sobre la liberalización financiera y la crisis bancaria.

En su precursor estudio, Asli Demirgürç-Kunt y Enrica Detragiache (1998) analizan la relación empírica entre las crisis bancarias y la liberalización financiera utilizando datos de 53 países entre 1980 y 1995. Sus conclusiones indican que las crisis bancarias son más probables en los sistemas financieros liberalizados y que la repercusión de la liberalización financiera sobre un sector bancario frágil es más débil si el entorno institucional es sólido. No obstante, el indicador de liberalización financiera empleado por Demirgürç-Kunt y Detragiache (1998) es el primer año de liberalización de algunos tipos de interés. Aunque la liberalización de los tipos de interés es importante, sólo cubre una pequeña parte de la reforma del sector financiero.

Aplicando un modelo probit multivariante sobre 56 países en el período entre 1977 y 1997, Gil Mehrez y Daniel Kaufmann (2000) observan también una mayor probabilidad de crisis tras la liberalización financiera durante un período de cinco años. Estos autores observan también que la probabilidad de crisis es mayor en los países con más corrupción. Mehrez y Kaufmann (2000) establecen sus propios períodos de liberalización financiera y elaboran sus medidas de la liberalización a partir de ellos.

Centrándose en la conexión entre la divisa y las crisis bancarias, Graciella Kaminsky y Carmen Reinhart (1999) analizan 76 crisis cambiarias y 26 crisis bancarias en 20 países entre 1970 y mediados de 1995. Una de sus principales conclusiones es que la liberalización financiera precede a menudo a las crisis bancarias. Su indicador indirecto de la liberalización financiera es el aumento del crédito interno con un retardo de dos años. No obstante, Demirgürç-Kunt y Detragiache (2000) muestran que un modelo logit multivariante de probabilidad de crisis bancarias da lugar a menores errores de tipo-I y tipo-II que el planteamiento de Kaminsky y Reinhart's (1999).

A partir de un análisis de panel, Gerard Caprio y Herminia Martínez (2000) observan que la propiedad pública de los bancos incrementa la probabilidad de una crisis bancaria. Sin embargo, utilizando un análisis transnacional, James Barth y sus colaboradores (2004) no encuentran una vinculación significativa entre la propiedad pública y el aumento de la fragilidad bancaria tras controlar el marco regulador y de supervisión.

Por último, Tanveer Shehzad y Jakob de Haan (2009) analizan la repercusión de diversos aspectos de la liberalización financiera sobre la probabilidad de crisis bancarias sistémicas y no sistémicas. Sus datos sobre la liberalización financiera están tomados de Abdul Abiad y colaboradores (2008), que distinguen siete aspectos del grado de liberalización del sector financiero en una escala desde 3 (plenamente liberalizado) hasta 0 (no liberalizado). Además de distinguir entre distintos aspectos de la liberalización financiera, la base de datos tiene la ventaja de incluir la inversión de políticas. Empleando datos de una amplia muestra de países desarrollados y en vías de desarrollo entre 1973 y 2002, los resultados de su modelo probit multivariante indican que la liberalización financiera, condicionada a una adecuada supervisión bancaria, reduce efectivamente la probabilidad de crisis sistémicas. La diferencia más importante entre el estudio de Shehzad y De Haan (2009) y los restantes estudios analizados es que el primero tiene en cuenta más aspectos de la liberalización financiera, mientras los estudios anteriores sólo se centraban en un aspecto concreto (como el aumento del crédito, la propiedad pública de los bancos o la liberalización de los tipos de interés).

Bibliografía

- Abiad, Abdul G., Thierry Tressel y Enrica Detragiache (2008). *A New Database of Financial Reforms*. Documento de trabajo del FMI n.º 08/266. Fondo Monetario Internacional.
- Barth, James R., Gerard Caprio Jr. y Ross Levine (2004). *Bank Regulation and Supervision: What Works Best?* *Journal of Financial Intermediation* 13, 2 (abril): 205-48.

- Buiter, Willem (2007). *Lessons from the 2007 Financial Crisis*. Documento de debate del CEPR n.º 6596. Center for Economic Policy Research.
- Caprio Jr., Gerard y Herminia Martinez (2000). *Avoiding Disaster: Policies to Reduce the Risk of Banking Crises*. Documento de trabajo n.º 47 del Egyptian Centre for Economic Studies. Egyptian Centre for Economic Studies.
- De Haan, Jakob y Jan-Egbert Sturm (2000). On the Relationship between Economic Freedom and Economic Growth. *European Journal of Political Economy* 16, 2 (junio): 215-41.
- Demirgüt-Kunt, Asli y Enrica Detragiache (1998). *Financial Liberalization and Financial Fragility*. Documento de trabajo del Banco Mundial sobre investigaciones relativas a las políticas n.º 1917. Banco Mundial.
- Demirgüt-Kunt, Asli y Enrica Detragiache (2000). Monitoring Banking Sector Fragility: A Multivariate Logit Approach. *World Bank Economic Review* 14, 2 (mayo): 287-307.
- Drees, Burkhard y Ceyla Pazarbaşioğlu (1998). *The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization*. Documento ocasional del FMI n.º 161. Fondo Monetario Internacional.
- Duval, Romain y Jørgen Elmeskov (2006). *The Effects of EMU on Structural Reforms in Labour and Product Markets*. Documento de trabajo del BCE n.º 596. Banco Central Europea.
- Grupo Asesor Económico Europeo en CESifo [EEAG-CESifo] (2009). *The EEAG Report on the European Economy 2009*. CESifo. <<http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoHome/B-politik/70eeagreport>>.
- Honkapohja, Seppo (2009). *The 1990's Financial Crises in Nordic Countries*. Documento de debate de investigación del Banco de Finlandia n.º 5/2009. Banco de Finlandia.
- Kaminsky, Graciella L. y Carmen M. Reinhart (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems. *American Economic Review* 89, 3 (junio): 473-500.
- Laeven, Luc y Fabian Valencia (2008). *Systemic Banking Crises: A New Database*. Documento de Trabajo del FMI n.º 08/224. Fondo Monetario Internacional.
- Mehrez, Gil y Daniel Kaufmann (2000). *Transparency, Liberalization and Banking Crises*. Documento de trabajo del Banco Mundial sobre investigaciones relativas a las políticas n.º 2286. Banco Mundial.
- Reinhart, Carmen M. y Kenneth S. Rogoff (2008). *Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison*. Documento de trabajo de la NBER n.º 13761. National Bureau of Economic Research.
- Rodrik, Dani (2009, 12 de junio). Coming soon - Capitalism 3.0. *Business Standard*. <<http://www.business-standard.com/india/news/dani-rodrik-coming-soon-capitalism> 30/00/27/348673/>.
- Sala-i-Martin, Xavier (1997). I Just Ran Two Millions Regressions. *American Economic Review* 87, 2 (mayo): 178-83.
- Shehzad, C. Tanveer y Jakob de Haan (2009). *Financial Liberalization and Banking Crises*. Documento presentado en la Conferencia de la Royal Economic Society de 2009, University of Surrey (20-22 de abril de 2009).
- Taylor, John B. (2009). *The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*. Documento de trabajo de la NBER n.º 14631. National Bureau of Economic Research.