

**Liberalización financiera y sus efectos en el crecimiento económico de Colombia para
el periodo 1980-2012**

Clasificación Jel: O16, O47, G18

Andrés David Doria Fernández

Diciembre 10, 2013

Economía

Escuela Colombiana de Ingeniería Julio Garavito Armero

**Liberalización financiera y sus efectos en el crecimiento económico de Colombia para
el periodo 1980-2012**

Clasificación Jel: O16, O47, G18

Andrés David Doria Fernández

Tutor: Álvaro Hernando Chaves Castro

Diciembre 10, 2013

Economía

Escuela Colombiana de Ingeniería Julio Garavito Armero

Dedicatoria

A mis padres, por ser el pilar fundamental en todo lo que soy, en toda mi educación, tanto académica, como de la vida, por su incondicional apoyo perfectamente mantenido a través del tiempo.

A Mis hermanos, Liney, Iván y Jaime, por estar conmigo y apoyarme siempre.

Agradecimientos

Deseo agradecer en primer lugar al Eco. Álvaro Hernando Chaves, mi tutor, por su guía y por sus comentarios en el transcurso de la investigación. Su generosidad con su tiempo y con su conocimiento.

Finalmente quiero mencionar el importante apoyo de la Escuela Colombiana de Ingeniería, la que mediante la beca “Julio Garavito Armero” me permitió realizar mi sueño de estudiar Economía.

INDICE

1. Introducción
 - 1.1. Antecedentes
 - 1.2. Preguntas de investigación
 - 1.3. Contenido de la tesis
 2. Liberalización Financiera en Colombia
 - 2.1. Características del periodo
 - 2.2. Consideraciones Teóricas
 - 2.3. La evolución de la liberalización financiera global
 - 2.4. Medidas de liberalización financiera
 - 2.5. Colombia y el Mundo
 - 2.5.1 Construcción de la cronología de liberalización financiera para Colombia
 3. Marco Teórico
 - 3.1. Introduccion
 - 3.2 Liberalización y crecimiento económico
 - 3.3 Desarrollo financiero y crecimiento económico
 4. Metodología y resultados
 - 4.1. Metodología
 - 4.2. Resultados
 5. Conclusiones y recomendaciones
- Bibliografía

ÍNDICE DE ANEXOS.

1. Los criterios para definir los períodos de liberalización.

Resumen

Durante las últimas décadas la economía colombiana ha liberalizado su cuenta de capital, su mercado de valores y su sistema financiero nacional con el objetivo de acelerar el ritmo del crecimiento económico. Se daba por hecho que Colombia padecía una profunda escasez de capital y un funcionamiento ineficiente de la banca doméstica y de los intermediarios financieros. La evidencia empírica muestra que a pesar de la intensidad de estas reformas el ritmo de crecimiento económico en el país no es ni más elevado ni más estable. En este trabajo se plantea que los pobres resultados macroeconómicos del país se deben a que la liberalización financiera no ha provocado una mayor profundización financiera, y sus beneficios no han sido aprovechados por la debilidad institucional del país.

Palabras Clave: Liberalización financiera, crecimiento económico, desarrollo financiero.

Clasificación JEL: O16, O47, G18

1 Introducción

1.1 Antecedentes

Este trabajo busca aportar ideas y pruebas empíricas a la discusión sobre el efecto que la liberalización financiera puede tener sobre el crecimiento económico.

En este trabajo la liberalización financiera, se entiende como el proceso mediante el cual se busca eliminar las regulaciones que pesan sobre el funcionamiento de los mercados financieros para darle una mayor flexibilidad en su operación, el cual es un tema de especial interés en el análisis económico en tanto puede ser considerado como un factor importante del desarrollo y del crecimiento de las economías.

La contribución que la liberalización financiera puede tener en el crecimiento de la economía depende de varios factores y podría darse a través de diversos canales de transmisión.

Hay dos puntos de vista contrastantes de la liberalización financiera. Según una opinión, la liberalización financiera fortalece el desarrollo económico y contribuye a un mayor crecimiento a largo plazo. El otro punto de vista indica que, la liberalización induce la toma de riesgos excesiva, aumenta la volatilidad macroeconómica y conduce a unas mayores crisis frecuentes. Por otro lado, el mecanismo de transmisión más ampliamente estudiado dentro de la literatura financiera, es el desarrollo financiero.

El vínculo entre desarrollo financiero y crecimiento está ampliamente documentado. Hay una cantidad importante de pruebas empíricas, que permite afirmar que la profundización del sistema financiero al ofrecer mayor financiamiento, crédito bancario en particular, pero también otros servicios financieros de otros intermediarios, ha facilitado la inversión y propiciado el crecimiento. Se argumenta que el desarrollo del sistema financiero, al permitir un mejor y más amplio acceso a los servicios financieros, ha sido un elemento fundamental en el funcionamiento de las economías: en el desarrollo de las empresas y el comercio y, por lo tanto, definitivamente en el crecimiento. (Levine, Loayza, Norman, Beck y Thorsten, 2000) y (Khan y Senhadji, 2000).

Levine (1997) plantea que los mercados financieros e intermediarios representan uno de los principales procesos para resolver fricciones de mercado y por lo tanto propician el crecimiento. El desarrollo financiero y la serie de funciones que lo caracterizan, dice Levine, tiene un papel importante a través de dos canales para influir en el crecimiento, tanto en los procesos de inversión o de incremento del capital, como en los procesos de cambio tecnológico: acumulación de capital e innovación tecnológica.

Dada la importancia del sistema financiero en el crecimiento y la tendencia mundial que guía los mercados hacia la liberalización financiera, hay un tema que ha despertado un especial interés dentro de la ciencia económica, y es el efecto de la liberalización financiera en el crecimiento económico.

Los esfuerzos del análisis teórico y la investigación empírica desarrollados, sobre todo en los últimos quince años, han llevado a planteamientos teóricos de los que se desprenden recomendaciones específicas de política económica divergentes y hasta contrarias. Las medidas de política económica, tanto para el mediano plazo, pero sobre todo para el corto plazo, pueden por lo tanto diferir de manera importante.

Un ejemplo en particular, con importantes consecuencias, ha sido el de las recomendaciones de liberalización que están presentes en los programas del Fondo Monetario Internacional y su condicionalidad, como se puede ver en el inventario de las políticas sugeridas por el así llamado Consenso de Washington¹. Estas recomendaciones de política económica parten de una concepción teórica que supone un funcionamiento generalizado, el mismo, en todos los países, sin tomar en cuenta la especificidad de las circunstancias de los países y las diferencias de los países en términos de sus calidades diferentes, su historia, su estructura social e institucional y su economía.

Otros economistas han hecho notar los peligros de esta generalización y de la apertura financiera. La crisis asiática de fines del siglo veinte, por ejemplo, muestra los peligros de una liberalización financiera amplia y generalizada. Otras posiciones proponen que el desarrollo del sistema financiero requiere una política ad-hoc por país, que tome en cuenta su historia y sus necesidades particulares, lo que también permite o lleva a tomar medidas

¹ "Consenso de Washington" como lo define Williamson (2004) y lo amplía Stiglitz (2005)

específicas inmediatas, de corto plazo, que no necesariamente pueden descansar en los efectos de los ajustes del mercado y la competencia internacional. (Stiglitz y Yusuf, 2001; Stiglitz, 2000).

La recomendación para una política pública, si efectivamente existen pruebas empíricas que apuntalen el trabajo teórico y hay elementos para afirmar que existe un efecto positivo de la liberalización financiera sobre el crecimiento y que también tiene un impacto especial en el desarrollo financiero como mecanismo de transmisión, es que sería de alta prioridad propiciar un desarrollo financiero sólido y más acelerado, a través de la liberalización.

1.2 Pregunta de Investigación

La pregunta a responder derivada del problema de investigación planteado en la sección anterior, es la siguiente: ¿Cuál es el efecto de la liberalización financiera sobre el crecimiento económico?

Para poder dar una respuesta a esta pregunta, el trabajo parte de una revisión de los resultados de las investigaciones realizadas, en particular las realizadas más recientemente (Kaminsky y Schmukler, 2002), y de un análisis de los planteamientos y desarrollos teóricos.

El caso de estudio escogido para este trabajo, fue Colombia en el periodo 1980-2012. La razón de esto es que el país ha experimentado una creciente liberalización financiera desde principios de los años 80 y el sector financiero ha ganado un peso importante dentro del crecimiento económico del país, al tiempo que se ha registrado importantes cambios estructurales de la economía colombiana.

1.3 Contenido de la tesis

El presente trabajo comprende x capítulos, incluyendo la presente introducción y está organizado de la siguiente manera:

En el capítulo dos, titulado Liberalización Financiera en Colombia, se presenta un análisis general del sistema financiero en Colombia, y en particular la evolución de la liberalización financiera. En el capítulo tres, Marco Teórico, se presentan y se discuten los planteamientos teóricos y se plantea la hipótesis de trabajo. El capítulo cuatro, denominado Metodología y resultados, se presenta el modelo econométrico que pone a prueba la hipótesis de

investigación. Aquí mismo, se presentan y discuten los resultados obtenidos y sus limitaciones.

En el capítulo quinto, Conclusiones y recomendaciones, se presenta el análisis de los resultados del capítulo cuatro. Se presentan las conclusiones y las recomendaciones que se derivan de los resultados encontrados, se plantean las limitaciones de la investigación y se señalan posibles temas y caminos para investigación futura.

2. Liberalización Financiera en Colombia

2.1 El sistema financiero colombiano

Según Garay (1998) durante los años setenta se introdujeron una serie de innovaciones al sistema financiero, en respuesta a la gran demanda de crédito que caracterizaba a una economía en crecimiento como la colombiana. En particular, se crearon las corporaciones de ahorro y vivienda -CAV- y el sistema de ahorro Upac, mediante los decretos 677 y 678 de mayo de 1972, como instrumentos para la captación de recursos para préstamos a largo plazo. Para contribuir a la ampliación del sistema financiero, en 1979 se crearon las corporaciones de financiamiento comercial -CFC-. A pesar de lo anterior, en los años sesenta y setenta el sistema financiero colombiano era bastante limitado, operaba bajo un esquema de banca especializada, había muy poca diversidad en las operaciones, estaba altamente sobrerregulado y se restringía la entrada de nuevas instituciones, lo que reducía la competencia.

Las tasas anuales de interés reales antes de 1970 presentaban fuertes oscilaciones, e incluso llegaron a ser negativas. A comienzos de la década del setenta se presentó una disminución paulatina de las mismas, llegando a ser negativas en 1972 y 1973, hecho que impidió un margen de ganancia a la actividad financiera; a partir de 1974-1975, gracias a la introducción de las reformas al sistema financiero, las tasas de interés reales permanecieron positivas, incluso superaron niveles del 10% a mediados de los ochenta, para luego ir reduciéndose hasta llegar a los niveles más bajos en 1992-1993.

En los ochenta el mercado financiero continuaba rigiéndose por criterios legalistas, sin avanzar en conceptos de evaluación de riesgo: el seguimiento se realizaba mediante

información muy heterogénea, que no cumplía con el propósito de informar a los clientes sobre los diferentes riesgos y el manejo de los activos de los intermediarios. En el primer quinquenio de los ochenta persistían fuertes barreras a la entrada de nuevas instituciones. El estricto control de cambios imperante decreto -Ley 444 de 1967- limitó la gama de negocios cambiarios que podía ofrecer la banca colombiana a sus clientes, lo que aumentó los costos de estas operaciones. A lo anterior se sumaba el hecho de que el sector tenía que soportar un complejo sistema de cargas cuasifiscales, entre las que se destacaban los altos encajes y las inversiones forzosas substitutas del encaje.

La economía colombiana atravesó por un período de recesión a principios de los ochenta. Esto, unido a las deficiencias en la supervisión de las instituciones financieras, condujo al deterioro de los índices de rentabilidad y de calidad de la cartera, lo que produjo el descalabro de varias instituciones. Las medidas que se tomaron para conjurar la crisis fueron de dos tipos: por una parte se encontraban las de corto plazo, como la nacionalización u oficialización de los bancos cuya situación era más crítica, con lo que se pretendía neutralizar las expectativas de los depositantes; por otra estaban las de largo plazo, orientadas a recuperar la capacidad de generar utilidades por parte de los intermediarios financieros, incrementar su solvencia mediante el fortalecimiento patrimonial y reducir el peso relativo de los activos de difícil realización dentro del total de los mismos. En particular, con el objetivo de ayudar a las instituciones con problemas de liquidez se creó en 1986 el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras – FOGAFIN - y se promulgaron normas cuyo fin era evitar que los anteriores propietarios de las entidades intervenidas pudiesen beneficiarse con las medidas que se adoptasen.

Durante el segundo quinquenio de los ochenta, la política financiera se centró en el saneamiento del sistema mediante el establecimiento de normas de regulación prudencial y prácticas de supervisión profesional, siguiendo estándares internacionales -Acuerdo de Basilea-. De igual manera, se inició el desmonte de las inversiones forzosas y de los subsidios a los créditos de fomento, al tiempo que se liquidaron los fondos de fomento a la actividad privada y sus funciones fueron retiradas al Banco de la República, con el fin de separar la política monetaria de la de crédito de fomento.

Dentro de los elementos que caracterizaban el funcionamiento del sistema financiero colombiano a finales de la década de los ochenta se encuentran: primero, la alta fragmentación de los intermediarios; segundo, las tasas de interés eran reguladas y sólo a finales de los ochenta se vieron parcialmente desreguladas; tercero, el esquema de fragmentación por nichos de operación creó condiciones de protección agravadas por la extremada regulación, siendo que la inversión estaba sujeta a una fuerte regulación y a obstrucciones que impedían acceder de manera sencilla al mercado financiero; cuarto, el manejo cambiario afectó de manera directa al sector, ya que se impedía intervenir en los mercados de divisas, de crédito y de capital extranjero; y, quinto, la sobrecarga tributaria al sector financiero le restó rentabilidad al negocio bancario.

En general, el sistema financiero colombiano como institución superó con relativo éxito la crisis financiera mundial de 1982. Sin embargo, durante la década de los noventa retomó algunas características que presentaba antes de la crisis. En particular, se hizo evidente que el esquema de funcionamiento del mercado financiero no era compatible con el nuevo entorno de apertura y globalización de la economía colombiana, ya que la banca había experimentado un retraso como consecuencia, entre otros factores, de la escasa competencia y de las limitadas posibilidades de ingreso del capital extranjero, que le restaron eficiencia y competitividad.

Fue así como, con el propósito de garantizar una acumulación de capital y la existencia de un soporte al crecimiento de la economía, resultaba indispensable iniciar una serie de transformaciones en el interior del sistema financiero nacional. Desde finales de la administración Barco se dio inicio a la eliminación de un amplio número de obligaciones de los intermediarios financieros, entre las que se destacaban las inversiones en títulos emitidos por el Estado. Adicionalmente, en 1990 se permitió que inversionistas extranjeros participaran en la banca colombiana sin necesidad de compartir la propiedad con socios colombianos. Posteriormente se fomentó la privatización de las entidades financieras nacionalizadas durante la crisis financiera de los ochenta. Este proceso comenzó en la administración Gaviria y continuó durante la de Samper. A 1996 habían sido privatizados seis bancos.

En 1990 se promulgó la ley 45, por medio de la cual se abandona el esquema de banca especializada y se da paso al esquema de banca universal regulada. Las medidas tomadas permiten la existencia de un holding -filiales y matrices- con reglas que facilitan la entrada, salida, transformación, fusión y disolución de sociedades financieras, dentro de una normatividad para el manejo de eventuales conflictos de interés, buscando no restringir la movilidad del sector. Así, el proceso de desregulación del mercado financiero y de liberación de las decisiones empresariales ha venido configurando un sistema de banca múltiple, en el que la especialización de la intermediación depende principalmente de decisiones gerenciales. El sistema de filiales se adoptó como solución para reducir la brecha entre la banca múltiple y la especializada.

En 1993 se reestructuró la ley 45 de 1990, lo cual facilitó el paso hacia un sistema de banca múltiple mediante la intervención de los intermediarios financieros en diferentes sectores de la economía. A pesar de esto, todavía se mantienen las grandes categorías de intermediarios.

Mediante la ley 35 de 1993 se crearon condiciones de intervención estatal, orientadas a facilitar el libre funcionamiento del mercado financiero, preservar la competencia, prevenir riesgos y dirimir con claridad conflictos internos de intereses.

Dos de los elementos importantes introducidos por la reforma financiera fueron el nuevo enfoque de la supervisión de las entidades financieras y el refuerzo de la capacidad técnica y analítica de los organismos de vigilancia y control. Siguiendo los parámetros del Acuerdo de Basilea, se fijó un sistema de prevención de riesgos a través del establecimiento de normas de solvencia, ponderación de los activos por riesgo, seguimiento y control de la cartera y de las provisiones de acuerdo con su calidad, y de mejoras en la valoración de activos.

En los noventa el mercado financiero adelantó un proceso de liberalización, en el que cada vez fueron menos frecuentes tanto las intervenciones sobre la tasa de interés como las restricciones entre intermediarios, al tiempo que se ha estrechado la supervisión prudencial a las entidades. En este contexto se presentó un importante incremento del capital de las entidades financieras, que sirvió para adelantar proyectos de modernización, expansión e

internacionalización de estas entidades. Adicionalmente, el sistema financiero se ha vuelto más dinámico, lo que ha generado un ambiente propicio para la entrada de inversionistas extranjeros. Finalmente, estas reformas se han traducido en un mayor grado de competencia dentro de un sector que aún es pequeño y concentrado con respecto a los de otros países latinoamericanos.

2.2 Consideraciones Teóricas

Los puntos de vista sobre la liberalización financiera son bastante conflictivos. Muchos sostienen que provoca burbujas financieras y crisis. Otros afirman que la liberalización financiera permite que los mercados funcionen adecuadamente y el capital se mueva a su destino más rentable.

La evidencia empírica sobre estos efectos no es robusta. En este trabajo se construyó una nueva cronología de la liberalización financiera para Colombia.

La crisis mundial del 2008 volvió a encender el debate sobre los efectos de la liberalización financiera. Muchos argumentan que la desregulación de los mercados financieros fue el principal desencadenante de muchas de las crisis observadas desde 1970. La evidencia apoya esta afirmación.

Por ejemplo, Kaminsky y Reinhart (1999) encontraron que la probabilidad de crisis bancarias se incrementa en un 40 por ciento después de la desregulación del sector bancario nacional. También encuentran que las crisis son precedidas por un fuerte aumento del ratio crédito bancario-PIB y por un ciclo de auge en los precios de las acciones, un 50 por ciento más altos que los observados en los tiempos de no crisis.

Se han propuesto una variedad de modelos para explicar estos hechos. Por ejemplo, Allen y Gale (1999, 2000), Hellman et al. (2000) y Schneider y Tornell (2004), entre otros, muestran que la liberalización financiera conduce a comportamientos más riesgosos por parte de los bancos.

Por otra parte, Tornell y Westermann (2005) sostienen que la liberalización financiera provoca ciclos de auge y caída de préstamos en economías con restricciones de crédito e imperfecciones en los mercados financieros globales. Allen y Gale (2000) muestran además

que estos auge crediticios pueden alimentar burbujas del mercado de valores debido a que los problemas de agencia generan un incentivo para que los prestatarios utilicen los préstamos bancarios para comprar activos de riesgo, estas burbujas terminan en crisis bancarias y recesiones.

En general, estos modelos se basan en la idea de que las fallas del mercado y distorsiones impregnan los mercados de capital y son las fuentes de los patrones de auge y caída.

Otros autores, en cambio, destacan los beneficios de la liberalización financiera.

Ellos afirman que la liberalización financiera permite que el capital se mueva a su destino más atractivo, el aumento de la productividad y el crecimiento y el fomento de un mejor funcionamiento de los mercados financieros.

Por ejemplo, Bekaert et al. (2005a, b) encuentran que la liberalización conduce a un aumento de un punto porcentual de crecimiento económico anual, así como a una disminución de la volatilidad de la producción. Además, Henry (2000a, b) encuentra que la liberalización provoca un aumento en la tasa de inversión y una revalorización sustancial de las cotizaciones bursátiles en un gran número de países. Modelos neoclásicos tradicionales proporcionan el soporte teórico de estos hallazgos. En estos modelos, la liberalización financiera reduce el coste del capital y de los combustibles, un auge significativo en los préstamos y los precios del mercado de valores, pero no desencadenan una crisis financiera.

Si bien la investigación empírica sobre los efectos de la liberalización financiera ha crecido significativamente durante las últimas dos décadas, la evidencia total no es todavía muy concluyente, con algunos estudios que apoyan la relación entre la liberalización y la crisis y otros que respaldan la visión neoclásica tradicional.

2.3 La evolución de la liberalización financiera global

Una de las zonas más prolíficas de la investigación empírica en economía internacional y financiero ha sido el análisis de los efectos de los controles de capitales y la liberalización financiera global en los mercados financieros, la inversión y el crecimiento.

A pesar del gran interés de varias disciplinas sobre los efectos de la desregulación de los mercados financieros, la información sobre la evolución de las regulaciones financieras sigue siendo fragmentada.

La información sobre los controles de la cuenta de capital se basa principalmente en los indicadores publicados por el Fondo Monetario Internacional en regímenes de cambio y las restricciones cambiarias. Este indicador no distingue entre los controles a las entradas de capital y controles a las salidas de capital y sólo distingue dos regímenes de la cuenta de capital: un régimen " sin controles ", que incluye episodios con la plena liberalización de la cuenta de capital, y un régimen de " controles ", que incluye episodios con menores restricciones a la libre circulación de capital, así como episodios con prohibición total de transacciones en la cuenta de capital.

La información sobre la reglamentación del sector financiero nacional es aún más fragmentada. No existe una institución que recopile información sistemática del país a través del tiempo y los investigadores han construido su propia cronología de la liberalización.

Por ejemplo , Williamson y Mahar (1998) Construyeron fechas de liberalización sobre la base de la existencia de controles de crédito, controles sobre las tasas de interés, las barreras de entrada al sector bancario, la regulación gubernamental del sector bancario, y la importancia de los bancos de propiedad del gobierno en el sistema financiero .

Otros esfuerzos incluyen los de Demirguc - Kunt y Detragiache (1999), que mostraron la fecha de liberalización de cincuenta y tres países desde 1980. En ese estudio, la liberalización del sector financiero nacional se interpreta como la liberalización de las tasas de interés internas. Más recientemente, Laeven (2003) construyó un índice de la liberalización del sector financiero nacional para 13 países en desarrollo para el período 1988-1998.

La información sobre la liberalización de los mercados de valores nacionales también sigue siendo parcial. La Corporación Financiera Internacional (CFI) ofrece esta información sólo para los mercados emergentes.

Una vez más, este índice sólo captura dos regímenes: un régimen de "liberalización " y un régimen de "restringido". Las fechas de liberalización se determinan en función de si los extranjeros pueden comprar acciones de empresas que cotizan en la bolsa de valores nacional y si hay libre repatriación de capitales y remisión de dividendos y ganancias de capital.

Bekaert y Harvey (2000) mejoran con la medida de la CFI al incluir también a otros indicadores de la desregulación del mercado de valores, tales como la creación de nuevos vehículos de inversión como los fondos nacionales y recepción de depósitos.

La cronología usada para este estudio está basada en el trabajo realizado por Kaminsky y Schmukler (2002). Este estudio describe una nueva cronología de la liberalización financiera para veintiocho países en el período 1973-2005. Este trabajo, en primer lugar, incluye episodios de desregulación en los países tanto desarrollados como en desarrollo. La mayoría de los estudios anteriores se centraban en los mercados emergentes, y no mostraban la evolución de la liberalización financiera en los mercados desarrollados, con este nuevo trabajo se obtiene una cronología de la liberalización que permite analizar y comparar el avance de la liberalización en el mundo.

En segundo lugar, esta cronología trata la liberalización de la cuenta de capital, el sector financiero interno y los mercados de valores. La mayoría de los estudios anteriores se han centrado en la eliminación de las regulaciones en una sola parte del sector financiero.

Este enfoque en la apertura de un único mercado financiero puede dar una imagen incompleta de los efectos de la regulación porque los controles en un sector también pueden afectar el comportamiento de otras partes del sistema financiero, que puede o no estar directamente bajo ningún tipo de restricciones.

En tercer lugar, esta base de datos captura la intensidad de la liberalización financiera. La mayoría de las cronologías no suelen distinguir entre las diferentes intensidades de liberalización/represión. Por último, esta base de datos permite capturar la reversión de la liberalización financiera. Trabajos anteriores analizaban episodios de liberalización financiera como si fueran permanentes. Sin embargo, muchos países han sufrido varios reveses de liberalización, en particular después de las crisis monetarias.

2.4 Medidas de liberalización financiera

Para la construcción de las diversas medidas de liberalización financiera, se utilizaron una amplia gama de fuentes, incluida la información proporcionada por las instituciones internacionales y nacionales. El trabajo de Kaminsky y Schmukler (2002), utilizo datos del Banco de Pagos Internacionales, la Corporación Financiera Internacional, el Fondo Monetario Internacional, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico y el Banco Mundial. Además de los informes anuales de los bancos centrales, ministerios de finanzas, y las bolsas de todos los países de la muestra.

La proxy para la variable liberalización financiera que se construyó en el trabajo está compuesta por tres subíndices: liberalización financiera interna, liberalización internacional y liberalización del mercado de acciones. Cada subíndice, a su vez, está constituido por varios indicadores. La liberalización financiera interna incluye la eliminación de la regulación respecto de las tasas de interés sobre depósitos y préstamos, la asignación de créditos y los depósitos de moneda extranjera. La liberalización internacional se mide por el fin de la regulación sobre los préstamos extraterritoriales por parte de instituciones financieras y no financieras, los tipos de cambio múltiples y los controles de flujos salientes de capital. La liberalización del mercado de acciones se mide por la abolición de regulaciones respecto de la adquisición extranjera de acciones en el mercado nacional de acciones, la repatriación de capital y la repatriación de intereses y dividendos².

Para cada sector, esta cronología identifico tres regímenes: "totalmente liberalizado", "parcialmente liberalizado" y "reprimido". Los criterios utilizados para determinar si la cuenta de capital, el sector financiero nacional y el mercado de valores, están total o parcialmente liberalizados o reprimidos se describen en detalle en el Anexo I. Estos criterios parecen caracterizar bien los grados de liberalización financiera.

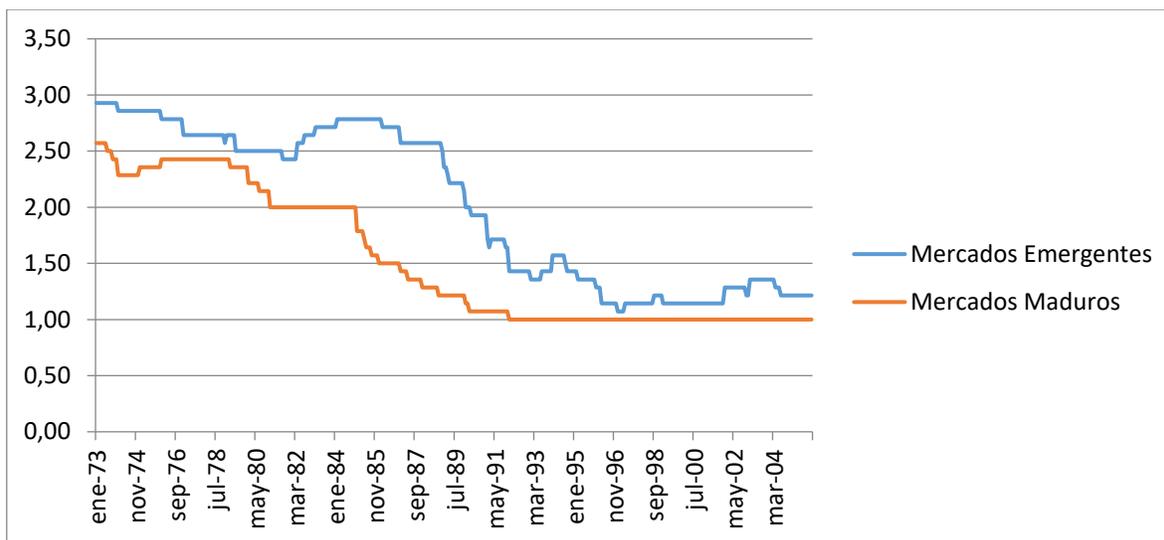
2.5 Colombia y el Mundo

Para cada país, el índice de liberalización es igual a 1 cuando la economía está totalmente liberalizada, igual a 2, cuando la economía se liberalizó parcialmente, e igual a 3 cuando la

² El índice se describe en Kaminsky y Schmukler (2003). Los datos numéricos se encuentran en [en línea] <http://www.siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/financiam_liberalization_index.xls>

cuenta de capital, el sector bancario nacional y el mercado de valores son reprimidos. Como era de esperar, las economías maduras son en promedio menos reguladas, así lo muestra el siguiente gráfico.

Índice de Liberalización Financiera Global



Fuente: Elaboración propia basada en datos del Banco Mundial. Los mercados maduros son: Canadá, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Japón, Noruega, Portugal, España, Suecia, Reino Unido y Estados Unidos. Los mercados emergentes son: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Hong Kong, Indonesia, Corea, Malasia, México, Perú, Filipinas, Taiwán, Tailandia y Venezuela.

El índice promedio para las economías maduras fue de 1,5, mientras que para las economías emergentes fue de 2,0. En todas las regiones se produjo un levantamiento gradual de las restricciones, con el Índice de liberalización decreciente desde un valor inicial de 2,6 para los mercados maduros y 2,9 para las economías emergentes a 1,0 y 1,2, respectivamente, hacia el final de la muestra. Como se muestra en esta figura, la dinámica de la liberalización es diferente entre las economías emergentes y maduras.

Si bien el ritmo de la liberalización de las economías maduras es ininterrumpido, las reformas de los mercados emergentes sufren una liberalización pronunciada a principios de 1980 a raíz de la crisis de la deuda y otra menos pronunciada después de la crisis de finales de 1990 y principios de 2000.

Los mercados de valores de los países desarrollados se liberalizaron antes, con el índice de este sector oscila alrededor de 1,5 a principios de 1970. Por el contrario, tanto el sector financiero nacional y la cuenta de capital tienden a ser severamente reprimido hasta principios de 1980.

Los índices para ambos sectores son, en promedio, por encima de 2,5 para principios de 1970. Los mercados financieros en todos los ámbitos fueron fuertemente reprimidos en los países en desarrollo en la década de 1970. Pero en la década de 1970 a mediados y finales, muchas economías emergentes liberalizaron el sector doméstico y la cuenta de capital.

La reforma de la liberalización fue de corta duración. Los controles se volvieron a imponer en las secuelas de la crisis de la deuda de 1982. En general, las restricciones en los mercados de valores se mantuvieron en vigor hasta finales de 1980, cuando una ola de liberalización se produjo en Asia y América Latina.

2.5.1 Construcción de la cronología de liberalización financiera para Colombia

A principios de la década de 1980, empezaron una serie de reformas en busca de liberalizar el sistema financiero colombiano, (Zuleta, 1997). Las reformas más importantes fueron: la liberalización de las tasa de interés que eran controladas permanentemente por la autoridad económica. Las tasas de las cuentas de ahorro, así como las tasas activas y pasivas de las CAVs (Corporaciones de Ahorro y vivienda) pasaron a ser fijadas por el mercado. Del mismo modo se limitó el tiempo durante el cual el Banco de la Republica puede intervenir las tasas de interés a 180 días al año. También se eliminaron los controles cuantitativos al crédito, los cuales pasaron de ser una herramienta discrecional y sin ningún límite a tener límites precisos.

Además se permitió que las CAVs captaran CDTs en pesos y UPAC a todos los plazos y al resto de los intermediarios captar cuantas de ahorro en pesos, se permitió que cualquier establecimiento de crédito pueda operar como agente en el mercado de cambio, con un requisito mínimo de capital y se simplificaron los procesos de fusiones, transformaciones, escisiones y liquidaciones de entidades financieras.

Adicionalmente, se facilitó la posibilidad de que cualquier establecimiento de crédito pueda convertir en Banco Hipotecario y la decisión de permitir a cualquier entidad la realización de operaciones de leasing. Se eliminó el régimen de inversiones forzosas y substitutivas del encaje.

En 1989 se autorizó la inversión extranjera en el sector financiero, pues esta había sido prohibida en 1975, y se dispuso que el máximo de capital extranjero que podía tener cada entidad fuera del 49%. Durante el año 1990, se adelantó una apertura total de la inversión extranjera.

A partir de estos acontecimientos se construyó la cronología de la liberalización financiera para el caso Colombia, y se ha caracterizado de la siguiente forma:

Durante el periodo de estudio que va de 1974 hasta el 2013 para la cuenta de capital se observaron 3 periodos, el primero va de 1974 hasta diciembre de 1990 y está caracterizado por la represión financiera de la cuenta de capital. El segundo periodo va desde enero de 1991 hasta agosto de 1998 y es de liberalización parcial de la cuenta de capital; empezó con la ley 45 de 1990 la cual según Asobancaria: “Fue una de las reformas estructurales más importantes del sistema financiero colombiano. Estuvo orientada hacia la liberalización de los mercados y la internacionalización de la economía, y dio paso a la estructura de la multibanca dentro del modelo de matrices y filiales”³ y terminó con La ley 9a de 1991 la cual derogó el decreto 444 de 1967. Por medio de esta ley se eliminó el monopolio del Banco de la República sobre el control de divisas, con la cual el grueso de las operaciones financieras empezó a realizarse a través de los intermediarios financieros. Además, se dio vía libre al régimen de inversión extranjera, consagrando la igualdad de derechos entre inversionistas nacionales y extranjeros⁴. La liberalización completa llegó en el tercer periodo el cual va desde septiembre de 1998 hasta la actualidad.

La Liberalización del sector financiero nacional se caracterizó de la siguiente manera: desde agosto de 1974 hasta agosto de 1980 se dio una liberalización parcial del sector

3

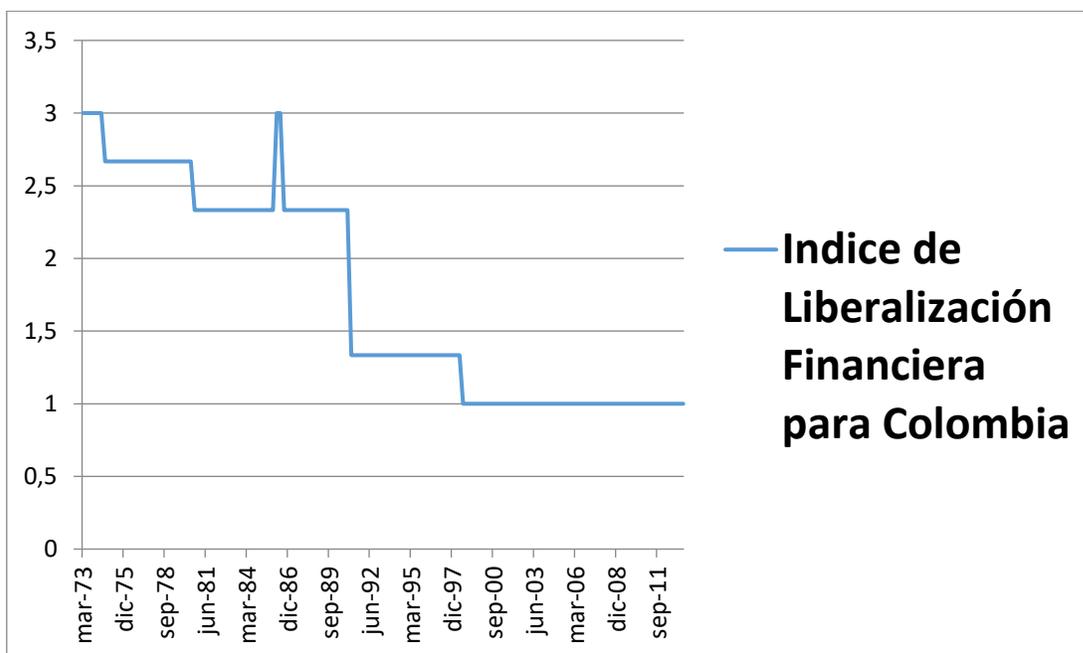
http://www.asobancaria.com/portal/page/portal/Asobancaria/publicaciones/juridico_legal/marco_juridico_del_sector_financiero_colombiano/principales_leyes_aplicables/principales_leyes_aplicables_1

⁴ <http://www.banrepcultural.org/blaavirtual/economia/industrilatina/014.htm>

financiero nacional, de septiembre de 1980 hasta noviembre de 1985 fue liberalizado totalmente, después se dio un retroceso durante un breve periodo de tiempo el cual fue de diciembre de 1985 hasta junio de 1986 en donde se dio una represión del sector financiero nacional, debido al programa macroeconómico de ajuste 1985-1986 ⁵. El último periodo está marcado por la liberalización total y va desde julio de 1986 hasta la actualidad.

El mercado de valores estuvo marcado por una liberalización total desde enero de 1991⁶ hasta la fecha, anterior a ese momento este mercado estuvo marcado por la represión.

Siguiendo los parámetros de clasificación expuesto en el anexo 1, el índice de liberalización financiera para Colombia se puede plantear como parcialmente liberalizado, desde enero de 1991 hasta agosto de 1998, y totalmente liberalizado desde septiembre de 1998 hasta la fecha. La siguiente grafica muestra la evolución de la liberalización financiera en Colombia. Donde 3 es represión y 1 es liberalización total.



Fuente: Elaboración propia basada en datos del Banco Mundial.

⁵ Enmarcado en la crisis de la deuda, durante el programa macroeconómico de ajuste 1985-1986 bajo el acuerdo de co-monitoría con el FMI se tomaron una serie de medidas que buscaban detener el proceso de disminución de las reservas internacionales y lograr la estabilidad macroeconomía de la economía colombiana. <http://www.banrepcultural.org/blaavirtual/economia/industriatina/153.htm>

⁶ ley 45 de 1990

3. Marco Teórico

3.1 Introducción

La idea principal es que la liberalización mejora la profundización financiera del sector ya que aumenta el volumen de ahorro, mejora la asignación de recursos y disminuye los costos de intermediación sobre todo después de eliminar los topes de las tasas de interés pasivas y activas (Aristas et al., 2002).

En la nueva teoría del crecimiento (teoría del crecimiento endógeno)⁷, el papel del sector financiero que se refleja en el proceso de la intermediación financiera, tiene un papel más específico ya que facilita el financiamiento de la investigación y el desarrollo así como la inversión en el capital humano.

Los efectos de la liberalización financiera han sido estudiados desde dos enfoques. El primer enfoque sostiene que la liberalización fomenta el desarrollo financiero y el crecimiento económico de largo plazo, mientras que el segundo enfoque afirma que la liberalización exagera la inestabilidad tanto financiera como económica. (Ranciere, Tornell y Westermann, 2006). Con respecto al primer enfoque, McKinnon (1973) y Shaw (1973) subrayan que un sistema deprimido por restricciones financieras como los topes de las tasas de interés activas y pasivas, la canalización del crédito, el encaje legal, entre otros, inhiben el desempeño de los intermediarios al no permitir el aumento del ahorro ni la asignación eficiente del capital a las inversiones más productivas. Como resultado de lo anterior, se genera un fenómeno denominado “represión financiera”⁸, que ha sido ampliamente estudiado para América Latina (Aghenor y Montiel, 1996). Se ha encontrado por ejemplo, que la represión financiera conduce a una asignación ineficiente de los recursos, altos costos de uso del capital de intermediación financiera y tasas de rendimiento inferiores para los ahorradores. Desde un punto de vista teórico y empírico la represión financiera inhibe el crecimiento (Roubini y Sala-i-Martin, 1992). Así las cosas, la eliminación de este fenómeno a través del proceso de liberalización financiera, interpretada

⁷ <http://www.eumed.net/cursecon/libreria/2004/mca/endogeno.htm>

⁸ La represión financiera se refiere a la noción de que un conjunto de regulaciones gubernamentales, leyes, y otras restricciones que no son de mercado impiden que los intermediarios financieros de una economía funcionen a su máxima capacidad.

como la remoción de restricciones a la libre colocación de crédito y de distorsiones a los precios relativos relevantes para la intermediación financiera, podrían constituirse en un factor que estimule el crecimiento de largo plazo. Los resultados empíricos en torno al efecto de la eliminación de la represión financiera, han mostrado un impacto positivo sobre el crecimiento y apoyan este punto de vista.

La literatura sobre la liberalización y el crecimiento se ha centrado en la identificación de los efectos de la liberalización en el crecimiento promedio de largo plazo. Por ejemplo, Bekaert, Harvey y Lundblad (2005) encuentran que las acciones que buscan la liberalización de los mercados conducen a un aumento de un punto porcentual en el crecimiento medio del PIB.

Sin embargo muchos de los países en desarrollo que liberalizaron sus mercados financieros experimentaron crisis en parte por los shocks externos que la liberalización financiera introduce o amplifica. La liberalización financiera puede generar volatilidad en el corto plazo a pesar de sus beneficios a largo plazo (Kaminsky y Schmukler, 2002). También, debido a las imperfecciones del mercado y las asimetrías de información, eliminar todas las regulaciones financieras públicas no puede producir un ambiente óptimo para el desarrollo financiero. Una alternativa a una administración financieramente represiva sería un nuevo conjunto de normas para garantizar la competencia del mercado, así como regulación y supervisión prudencial.

3.2 Liberalización y crecimiento económico

A partir de la década de los noventa, en la literatura económica ha habido un notable incremento en los estudios que analizan la relación entre sector financiero y crecimiento económico. La mayoría de los estudios empíricos y teóricos concluyen que el funcionamiento del sector financiero es un determinante clave del crecimiento económico a largo plazo. Los sistemas financieros influyen en el crecimiento económico a través de su impacto sobre las decisiones de ahorro e inversión y de cambio tecnológico (Levine, 1997).

Un funcionamiento eficiente del sistema financiero se asocia a unos buenos resultados macroeconómicos. Es decir que economías con sectores financieros más avanzados y eficientes son más desarrolladas, sin embargo la relación no es clara, y la simple

contrastación no permite medir la causalidad entre las variables, es decir, si el desarrollo del sector financiero explica el crecimiento económico o si por el contrario el crecimiento permite el desarrollo del sector financiero.

En relación con esto Levine (2004) concluye: los países con mercados financieros que funcionan mejor crecen más rápidamente y los sistemas financieros que funcionan bien solventan las restricciones financieras que impiden la expansión sectorial y empresarial, lo que sugiere que este es un mecanismo a través del cual el desarrollo financiero es crucial para el desarrollo. El desarrollo financiero será un elemento determinante de la aceleración en el crecimiento económico en especial en los países en desarrollo (Arestis, 2005).

Por esta razón aquellas economías que deseen acelerar su ritmo de crecimiento a largo plazo, deberán mejorar el funcionamiento y la eficiencia de sus sistemas financieros nacionales. Para mejorar la eficiencia de los mercados financieros se necesita aplicar medidas que reduzcan los problemas de información intrínsecos que afectan estos mercados. Una medida que ayudaría a resolver estos problemas es una eficiente regulación prudencial y supervisión bancaria. Sin embargo el funcionamiento ineficiente de los mercados financieros, sobre todo en los países en desarrollo, a menudo se explica como el resultado del intervencionismo público en esos mercados.

Los pésimos resultados macroeconómicos de los países en desarrollo se atribuirían a la existencia de límites máximos a los tipos de interés, unas elevadas reservas bancarias y a las restricciones cuantitativas en la asignación de créditos (Mackinnon y Shaw, 1973). Por lo tanto la liberalización financiera sería una condición necesaria para el crecimiento económico y el desarrollo. Esta liberalización de los mercados nacionales de capital y de los sectores bancario y financiero implicaría liberar al mercado financiero de cualquier intervención pública y dejar que sea el mercado el que asigne el crédito (Arestis, 2005) la desaparición de los techos a los tipos de interés generaría mayores niveles de equilibrio de ahorro e inversión. Además, la reducción de los coeficientes de reserva y la abolición de los programas directos de crédito generarían una asignación más eficiente del préstamo bancario, generando proyectos de inversión con productividad elevada (Arestis y Demetriades, 1999). En conclusión, la liberalización financiera llevaría a una mayor eficiencia y desarrollo de los mercados financieros.

3.3 Desarrollo financiero y crecimiento económico

La relación entre el desarrollo del sistema financiero, de los diversos servicios financieros en particular, y el crecimiento económico ha sido una preocupación de diversos pensadores desde hace tiempo. En el siglo XIX hay una diversidad de autores que ya consideraban los servicios financieros, o el capital financiero como un factor importante en los procesos comerciales y de inversión, Ricardo, Marx, y Hilferding entre otros. Sin embargo, es tal vez hasta el siglo veinte que se acentúa esta preocupación y se desarrolla una concepción más específica sobre el papel del sistema financiero en los procesos de inversión y eventualmente en el crecimiento. Schumpeter (1912) en particular, en su “Teoría del Desarrollo Económico” es quien plantea de manera más específica la importancia del financiamiento en los procesos de inversión, concibe específicamente al financiamiento como un factor que complementa las iniciativas de innovación de los empresarios, lo explica también como un incremento en la demanda de bienes de producción gracias a la creación de un nuevo poder de compra por parte del sistema bancario. Schumpeter pensaba que la institución que permitiría al empresario adquirir las máquinas y otros recursos necesarios para llevar a cabo su inversión, sería un sistema capitalista financiero bien desarrollado, que incluiría toda una serie de instituciones que darían crédito.

En el 2002, Demirguc-Kunt y Levine buscaron dar una respuesta a la pregunta: ¿qué impacta de mejor manera a la economía, un desarrollo financiero basado en un mercado bursátil o basado en un desarrollo bancario?⁹ Las principales conclusiones de este trabajo se resumen de la siguiente manera: “el desarrollo financiero general importa para el éxito económico, pero la estructura financiera, per se, no parece importar mucho. Por lo tanto la definición de las políticas podría lograr más si se enfocara menos en si el país es un país basado en bancos o en el mercado, y le diera más importancia a las reformas legales, regulatorias y políticas, que propiciarán el funcionamiento de los mercados y de los bancos” (Demirguc-Kunt y Levine, 2002).

⁹ ¿Cómo cambia la estructura financiera en tanto crecen las economías?, ¿Cuál es el impacto del desarrollo financiero en el crecimiento económico? y ¿si la estructura financiera influye la tasa de crecimiento económico? Goldsmith (1969)

Posteriormente a los trabajos de Shaw (1973) y Mackinnon (1973) señalan con más precisión la importancia del desarrollo financiero y la importancia que tiene una mayor intermediación financiera en el crecimiento de una economía. Desde entonces, pero sobre todo en la década de los noventa, ha habido un gran número de trabajos que buscan confirmar la asociación entre el desarrollo del sistema financiero doméstico y el crecimiento, lo que, en general, ha permitido comprobar una correlación alta entre las dos variables,¹⁰ teniendo en cuenta que la correlación no implica causalidad.

Levine, siguiendo esta línea de investigación, en su artículo de 1997, plantea que el desarrollo financiero incide en el crecimiento económico a través de las siguientes cinco funciones financieras que él identifica:

“Específicamente, los sistemas financieros:

- Movilizan los ahorros.
- Colocan los recursos.
- Supervisan a los administradores y ejercen control corporativo.
- Facilitan el intercambio, cobertura, diversificación y manejo de riesgos
- Facilitan el comercio de bienes y servicios

Y sostiene que hay dos canales por medio de los cuales cada una de las funciones financieras mencionadas incide en el crecimiento económico: acumulación de capital, innovación tecnológica y productividad.

Con estas aportaciones teóricas, y el énfasis de Shaw (1973) y Mackinnon (1973) en la necesidad de liberar y eliminar ciertas restricciones para que se desarrolle el sistema financiero, es inmediato el tema de liberación y de apertura.

¹⁰ Ha habido un número importante de trabajos empíricos que relacionan el desarrollo financiero y crecimiento, por ejemplo, Roubini y Sala-i-Martin (1992), Pagano (1993), King y Levine (1993), varios de estos han sido revisados y mencionados por Levine (1997, 1999) y adicionalmente por Khan y Senhadji (2000).

King y Levine (1993) concluyen que: “niveles más altos de desarrollo financiero están correlacionados de manera significativa y robusta con tasas más rápidas, presentes y futuras, de crecimiento económico, acumulación de capital y mejorías en eficiencia económica” y adicionalmente, concluyen que “las finanzas no solamente siguen al crecimiento, sino que parecen preceder al crecimiento económico de manera importante”.

La evidencia y el desarrollo de la investigación en los últimos años, ha permitido plantear que existe una relación positiva entre el desarrollo financiero y el crecimiento, sin embargo los resultados de los diversos estudios, también nos han permitido entender que la naturaleza de la relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento es compleja y que los resultados dependen de la situación específica de cada país.

4. Metodología y resultados

4.1 Metodología

La investigación se realizara a través de la estimación de un modelo econométrico a partir de la metodología de cointegración. Esta metodología estudiada originalmente por Engle y Granger (1987) consiste en determinar si existe una relación de equilibrio de largo plazo entre las variables de interés. Lo anterior, permite estimar las relaciones de largo plazo entre el crecimiento y algunas proxis de la liberalización financiera que se construirán, con el fin de estimar el impacto de la liberalización financiera sobre el crecimiento económico.

Con el fin de evaluar empíricamente el efecto de la liberalización financiera en el crecimiento económico de Colombia, se propone la siguiente función de producción Cobb-Douglas sencilla:

$$Y_t = A_t \text{GAP}_t^\alpha \text{INV}_t^\sigma \text{LF}_t^\theta X_t^\phi e^{\epsilon_t} \quad (1)$$

Esta incluye un conjunto de variables estructurales de la economía colombiana y una variable de desarrollo financiero. Las variables son: Y_t es la producción total, GAP_t es el gasto público, INV_t es la inversión total en capital físico, LF_t es la liberalización financiera y X_t es un vector de otras variables explicativas del modelo. La versión dinámica de la función de producción resulta:

$$\Delta Y_t = \beta + \alpha \Delta LGAP_t + \sigma \Delta LINV_t + \Delta \theta LLF_t + \varphi \Delta LX_t + E_t \quad (2)$$

La ecuación (1) se puede linealizar con logaritmos y obtener las tasas de crecimiento.

Donde L indica que las variables están en logaritmos, Δ es el operador de primera diferencia y E_t es un término de error que tiene una distribución normal con media cero y varianza constante.

Para el vector X_t , se tomaron, la tasa prime rate para captar el efecto en el PIB cuando se libera la cuenta de capital, el ratio M2/PIB como medida de profundización financiera y el índice de tasa de cambio real, pues esta tiene efectos en el PIB a través de variables como la inversión, además se espera una relación cercana con la cuenta corriente ya que estas variables se determinan de forma simultánea, además de tener en cuenta que cuando la cuenta corriente se deteriora, la cuenta de capital se deteriora aún más, el déficit en cuenta corriente se ve acompañado por salidas de capital, y el superávit por entradas de capital. (Dornbusch, 1980)

Como la idea era medir el impacto de la liberalización financiera en el crecimiento económico tomamos el PIB como variable dependiente, el gasto público y la inversión están dentro del modelo como variables de control del impacto sobre el PIB.

La fuente de las series fue el Dane, el Banco de la Republica, el FMI y el Banco Mundial. Las observaciones son trimestrales y el periodo de análisis fue 1980: 1-2012: 4.

En primera instancia, se determinó el orden de integración de las series económicas con las pruebas de raíces unitarias Dickey-Fuller Aumentada y Phillips-Perron. Después se procedió a cuantificar el comportamiento de largo plazo de las variables especificadas en la ecuación (2).

El análisis de largo plazo se aborda a partir del concepto de cointegración. En este sentido, dos o más variables cointegran si en el largo plazo se encuentran en equilibrio. Sobre este punto es necesario señalar que la noción de equilibrio no se refiere al vaciamiento del mercado, sino más bien hace referencia a un equilibrio estadístico en el que dos variables se mueven igualmente en el largo plazo, sin que se desvíen ampliamente una de la otra

Formalmente de acuerdo a Engle y Granger (1987), un conjunto de variables económicas está cointegrado, si para un vector de coeficientes $\beta = (\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_n)$ denominado vector de cointegración y un vector de variables $Y = (Y_{1t}, Y_{2t}, \dots, Y_{nt})$ existe una relación tal que: $\beta Y_t = e_t$, donde e_t es la desviación del equilibrio, en cuyo caso el equilibrio existe si dicha desviación es un proceso estacionario. Un requisito es que las variables del vector Y_t deben mostrar el mismo orden de integración d , de tal forma que la combinación lineal expresada estará integrada de orden $d-b$.

Engle y Granger (1987), muestran el procedimiento estándar para determinar empíricamente si las variables económicas están cointegradas, el cual consta de dos etapas. El procedimiento es el siguiente: 1) se realizan las pruebas de estacionariedad a cada una de las series económicas para determinar su orden de integración y 2) se estima la ecuación de cointegración para hallar los residuos y aplicarles una prueba de estacionariedad. Si los residuos resultan ser $I(0)$, es decir estacionarios sin raíz unitaria, entonces es posible concluir que las variables están cointegradas.

4.2 Resultados

Con la finalidad de determinar el orden de integración de las variables del modelo, se realizaron pruebas de raíz unitaria con las técnicas de Dickey-Fuller Aumentada y Phillips-Perron. En el Cuadro 1 se presentan los resultados de ambas pruebas. Se observa que para el logaritmo del PIB no es posible rechazar la hipótesis nula de no estacionariedad a un nivel de significancia de 1%, en tanto que para la variable de liberalización financiera no es posible rechazar la hipótesis de que presenta raíz unitaria al 1%, 5% y 10%. El logaritmo del gasto y el logaritmo de la inversión no son estacionarios.

Al realizar la prueba para la primera diferencia de las series con la técnica ADF y PP es posible rechazar la hipótesis nula de no estacionariedad al 1%, 5%, y 10% para el total de las series. Sin embargo los resultados de la prueba en niveles parece favorecer el comportamiento $I(1)$ en la mayoría de las series.

Cuadro 1

Las pruebas de Dickey-Fuller aumentada y de Phillips Perron

Variable	ADF Nivel	ADF Primera Diferencia	PP Nivel	PP Primera Diferencia
LPIB	-2,640017	-5,016126	-5,587234	-21,7396
LF	-2,40384	-10,4997	-2,306788	-12,53254
LM2/PIB	-2,204078	-2,800472	-1,58161	-13,06132
LPRIME	-2,91819	-4,692169	-3,52577	-9,762062
LINV	-1,978411	-6,499905	-4,30077	-18,31966
LGASTO	-2,261427	-13,30161	-2,214637	-13,35472
ITCR	-1,387815	-11,63939	-1,554744	-11,66918

Notas: n=145 los valores criticos de la prueba ADF y PP para los datos en niveles y en primera diferencia son: -4.025426, -3.442474 y -3.145882 con un nivel de significancia de 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Las pruebas de raiz unitaria aplicadas sugieren la posibilidad de analizar el comportamiento de largo plazo entre las variables del modelo.

Se procedió a realizar la estimación de dos modelos, en el primero tenemos a la variable PIB como variable dependiente en función de la inversión, el gasto público, la prime rate el índice de liberalización financiera, el ratio M2/PIB y el ITCR. Y el segundo modelo tiene como variable dependiente al ratio M2/PIB en función de la liberalización financiera, la inversión, el ITCR y la prime rate. La estimación se hizo por el método de MCO. De aquí obtuvimos los residuos de la ecuación cointegrante y le aplicamos una prueba de raíz unitaria, los resultados se muestran el cuadro 2.

Cuadro 2

Las pruebas de Dickey-Fuller aumentada y de Phillips Perron para los residuos de los modelos

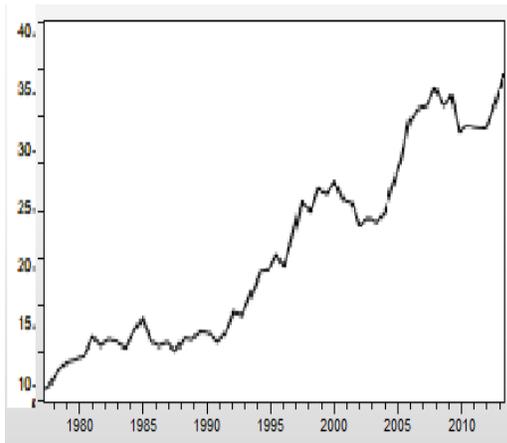
Variable	ADF Nivel	ADF Primera Diferencia	PP Nivel	PP Primera Diferencia
Resimodelo1	-5,775987	-5,885505	-8,597183	-15,29141
Resimodelo2	-5,456247	-6,390146	-7,2887	-20,59675

Los valores críticos de la prueba ADF y PP para los datos en niveles y en primera diferencia son: -4.025426, -3.442474 y -3.145882 con un nivel de significancia de 1%, 5% y 10%, respectivamente.

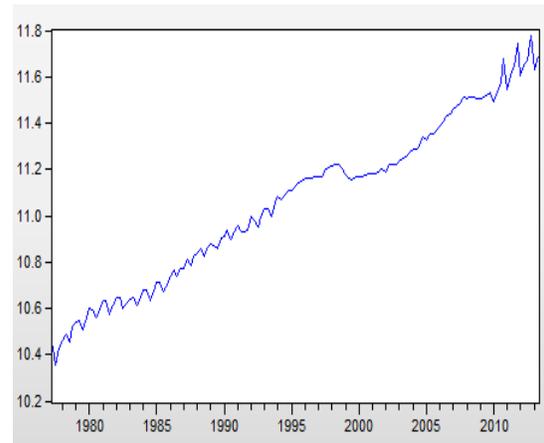
Tanto para el primer como para el segundo modelo las pruebas de raíz unitaria de los residuos obtenidos muestran que son estacionarios, es decir que su orden de integración es $I(0)$. Con estos resultados se puede concluir que en el modelo 1, el PIB, el gasto público, la inversión, la tasa prime rate, el índice de liberalización financiera, M2/PIB y el ITCR pertenecen a un espacio de cointegración.

En el modelo 2, M2/PIB, la tasa prime rate, el índice de liberalización financiera, el ITCR y la inversión pertenecen a un espacio de cointegración. Es decir existe una relación de equilibrio de largo plazo entre las variables.

L(M2/PIB)



LPIB



La relación entre liberalización financiera y PIB se esperó que fuera inversa, por la característica del índice, debido a que entre más grande es este, menor es la liberalización, y entre más pequeño sea, mayor es la liberalización.

El paso siguiente es estimar el mecanismo de corrección del error. Es decir, la corrección del error cuando hay fuerzas que desvíen a las series de su relación de largo plazo y nuevamente estas retornan al equilibrio de largo plazo. Esta ecuación que se estimó permitió capturar la dinámica de las variables PIB, LF, Inversión, Gasto Público, Prime rate, ITCR y M2/PIB en el tiempo.

La ecuación a estimar para el primer modelo es la siguiente:

$$DLPIB_t = \alpha + \beta_i \sum_{i=1}^n DLPIB_{t-i} + \lambda \sum_{i=1}^n DLGASTO_{t-i} + \sigma \sum_{i=1}^n DLINV_{t-i} + \theta_i \sum_{i=1}^n DLF_{t-i} + \varphi \sum_{i=1}^n DLX_{t-i} + \rho \hat{u}_{t-1} + \varepsilon_t$$

La ecuación a estimar para el segundo modelo es la siguiente:

$$\begin{aligned}
DLM2PIB_t = & \alpha \\
& + \varphi \sum_{i=1}^n DLM2PIB_{t-i} + \sigma \sum_{i=1}^n DLINV_{t-i} + \theta_i \sum_{i=1}^n DLF_{t-i} \\
& + \varphi \sum_{i=1}^n DLPRIME_{t-i} + \Omega \sum_{i=1}^n DLITCR_{t-i} + \rho \hat{u}_{t-1} + \varepsilon_t
\end{aligned}$$

Se hizo la estimación y se obtuvieron los siguientes resultados:

Variable	Modelo 1 (DLPIB, LF, DLINV, DLGASTO, DLX)	Modelo 2 (DL(M2/PIB),LF, DLINV, DLPRIME, DLITCR)
C	0,017605 (0.0023)	1,032481(0.001)
LF	-0,0536 (0.0012)	-0,109241 (0.00)
DL(M2/PIB)	0,301428 (0.00)	
DLPRIME	-0,041015 (0.0041)	-0,826776 (0.00)
DLINV	0,101821 (0.00)	-0,368227 (0.105)
DLGASTO	-0,096 (0.00)	
DLITCR	0,061318 (0.165)	2,128214 (0.236)

Los coeficientes son significativos al 5% para el modelo 1 con excepción del ITCR el cual no resulto significativo ni al 1, 5 o 10% y tampoco obtuvo el signo esperado. Los resultados del modelo indican que en el largo plazo el gasto público tendría un efecto desfavorable en el crecimiento económico de Colombia, pues un aumento del 10% en el gasto publico

provocaría una disminución del 0.96% en el PIB. Este resultado puede ser explicado debido a que el gasto tiene un costo de oportunidad, en este sentido se puede dar una pérdida de bienestar social derivada de financiar el gasto público con impuestos que distorsionan la asignación de los recursos, es como decir que financiar el gasto a partir de deuda o altos impuestos puede generar una externalidad negativa para las actividades privadas. Para el caso de la inversión un aumento del 10% conduciría a un elevar el PIB en 1.01%, el cual es un resultado esperado, aunque es pequeño.

Respecto a la variable de liberalización financiera, un aumento del 10% se reflejaría en un incremento de 0.53% del PIB real en el largo plazo, este resultado muestra que en principio la liberalización financiera permite que el capital se mueva a su destino más atractivo, el aumento del crecimiento y el fomento de un mejor funcionamiento de los mercados financieros, sin embargo el resultado obtenido difiere de otros alcanzados en trabajos anteriores, por cuanto el efecto de la liberalización en el crecimiento es muy pequeño. El ratio M2/PIB resulto ser significativo para el crecimiento económico por cuanto un aumento del 10% provoca un aumento del 3.01% en el PIB, hay que resaltar que aquí puede existir un problema de causalidad, es decir que puede ser que el crecimiento del PIB provoque aumentos en M1 y los cuasidineros, no obstante la relación de largo plazo de estas dos variables es claramente visible, los aumentos en la profundización del sistema financiero van de la mano con aumentos en el PIB. De aquí la necesidad de analizar si la liberalización financiera induce mejoras en la relación M2/PIB.

El mecanismo de corrección de errores, para el modelo fue de -0.0126, el signo negativo actúa para reducir el desequilibrio en el próximo periodo, en este caso, trimestralmente. Se concluye que la desviación del PIB respecto a su nivel de equilibrio de largo plazo se corrige trimestralmente en un 12.6%, aproximadamente.

Los coeficientes son significativos al 5% para las series del modelo 2 con excepción de la inversión y el ITCR las cuales no resultaron significativas para el modelo. Los resultados muestran que la liberalización financiera afecta positivamente la profundización financiera, pero de manera mínima pues un aumento del 10% en la liberalización conlleva un crecimiento del 1.09% en la profundización, esto se debe a que la liberalización permite el libre flujo del capital con una mejor asignación de recursos y mejor diversificación del

riesgo, permite la participación extranjera en las actividades de solicitud y otorgamiento de préstamos, además de permitir la inversión de estos en los mercados de valores nacionales. Esto se puede observar al ver como en 1990 antes de la apertura de la cuenta de capital el ratio M2/PIB estaba alrededor del 20%, y para 1995 había alcanzado un nivel de 37%. Hay que resaltar que comparativamente la profundización financiera en Colombia sigue siendo baja, pues en países como Reino Unido, Japón o Suiza la relación M2/PIB es superior a 100% y en los países que pertenecen a la OECD esta corrientemente por encima del 60%. Este bajo efecto de la liberalización en la profundización es interpretado como que además de una simple liberalización financiera, los países requieren un conjunto de instituciones económicas, legales y sociales para que la liberalización de la cuenta capital se traduzca en una mayor profundización financiera.¹¹ La tasa prime rate tiene una relación inversa con el ratio M2/PIB, por lo que un descenso del 10% en la prime rate induce un aumento del 8.26% en la profundización del sistema financiero. Tomando la prime rate como tasa de interés internacional, en una economía plenamente liberalizada como la colombiana, en donde se puede pedir prestado en el exterior, hay libre movilidad de capitales y los extranjeros pueden invertir en el mercado de valores local, los movimientos de esta tasa repercuten directamente en los flujos de dinero que entran o salen de la economía y por tanto afectan la profundización financiera.

Conclusiones y recomendaciones

Este trabajo ha investigado la relación entre liberalización financiera y crecimiento económico en Colombia durante el periodo 1980-2012 para conocer sus efectos de largo plazo.

En este estudio se encontró que para el periodo 1980-2012 de la economía colombiana: 1) la liberalización financiera ejerció una influencia positiva, aunque pequeña, en el crecimiento económico en el largo plazo, 2) la liberalización financiera, aunque influye directamente en la profundización financiera, no tiene gran peso, razón por la que su efecto en el PIB no es mayor.

¹¹ La necesidad de la presencia de instituciones legales, sociales y económicas que funcionen adecuadamente a fin de obtener beneficios de la apertura de una economía ha sido enfatizada por Rodrik (1999)

La liberalización financiera ha provocado el aumento en los tipos de interés reales, sin embargo estos tipos de interés más altos no se han traducido en mayores tasas de ahorro e inversión, este resultado contradicen la teoría neoclásica, y apoyan la teoría keynesiana en donde los mayores tipos de interés reales generan menor inversión, menor actividad económica y menores tasas de ahorro.

El desarrollo financiero y la mayor profundidad financiera están ligados a los mayores niveles de crecimiento, sin embargo aunque la liberalización pueda considerarse una condición necesaria para alcanzar una senda mayor de crecimiento y más estable de crecimiento económico en el largo plazo, no es una condición suficiente.

Esto demuestra que a pesar del intenso proceso de liberalización de la economía colombiana desde principios de los 90, los resultados o mejoras en los indicadores macroeconómicos no han sido los esperados, el análisis que se llevó a cabo en este trabajo concluye que son necesarias un conjunto de reformas económicas e institucionales (Rodrik,1999) que generen un verdadero cambio estructural no solo en el sector financiero, sino en toda la economía del país, con las cuales se pueda captar los efectos positivos del proceso de liberalización sin padecer los posibles efectos negativos que son la mayor posibilidad de padecer crisis financieras o cambiarias, la mayor volatilidad de los flujos de capitales extranjeros y la desestabilización macroeconómica en el corto plazo (Ranciere, Tornell y Westermann ,2006).

Por otro lado, el desarrollo financiero no puede identificarse de manera simplista con la liberalización financiera. La pérdida de protagonismo del sector público en el sector financiero, con casi la absoluta privatización de la banca pública, la desaparición de la banca de desarrollo y la masiva entrada de bancos extranjeros en los sistemas financieros y de pensiones colombianos, aun cuando ha hecho más rentable al sector, no ha provocado cambios definitivos en la estructura del sistema.

La liberalización financiera por sí sola no ha provocado un mayor crecimiento, ni una mayor profundización del sector, y tampoco ha generado un sistema financiero más eficiente desde el punto de vista macroeconómico.

Referencias bibliográficas

- Ang, J. y W McKibbin (2007). Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence from Malaysia, *Journal of Development Economics*, 84(1), 215-233.
- Arestis, P. et al. (2002). The impact of Financial Liberalization Policies on Financial Development: Evidence from Developing Countries, *International Journal of Finance and Economics*, 7(2), 109-121.
- Arestis, P. and P. O. Demeriades, (1999) “Financial Liberalization: The Experience of Developing Economies” *Eastern Economic Journal* 25 pp 441-57
- Arestis, (2005), “Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence”, *Economic Journal* 107 (May), pp783-99
- Bárbara Stallings con la colaboración de Rogério Studart. *Financiamiento para el desarrollo América Latina desde una perspectiva comparada.* (CEPAL) Santiago de Chile, julio de 2006.
- Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República. Garay, Luis Jorge, (1998) “Colombia: estructura industrial e internacionalización 1967-1996” Publicación digital en la página web de la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República.
<http://www.banrepcultural.org/blaavirtual/economia/industralatina/indice.htm>
Búsqueda realizada el 15 de octubre de 2013.
- Beck, T.; Levine, R., Loayza, N. (2000): Finance and the Sources of Growth. *Journal of Financial Economics* 58, 261-300.
- D. Acemoglu, (2009). “The crisis of 2008: Structural Lessons for and from Economics” (January 11, 2009) <http://econ-www.mit.edu/faculty/acemoglu/other>.
- Dritsakis, N. y A. Adamopoulos (2004). Financial Development and Economic Growth in Greece: An Empirical Investigation With Granger Causality Analysis, *International Economic Journal*, 18(4), 547-559.

- Dornbusch, R., (1980) "Exchange Rate Economics: Where Do We Stand?", *Brookings Papers on Economic Activity*, v.1, pp.143-185.
- Engle, R. y C. Granger (1987). Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing, *Econometrica*, 55(2), 251-276
- Henry, P. (2000a) Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices, *Journal of Finance* 55(2), 529-563.
- Henry, P. (2000b) Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms? *Journal of Financial Economics* 58(1-2), 301-334.
- S. Clavijo,(2006). "Competitividad del Sector Financiero Colombiano": Propuesta del Banco Mundial Comentarios de ANIF, *Journal of Development Economics* (Mayo 2006). 39, p. 5 – 30.
- Johansen, S. (1988). Statistical Analysis of Cointegration Vectors, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12(2-3), 231-254.
- Kaminsky, Graciela, and Sergio Schmukler, (2002), "Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization," World Bank Working Paper No. 2912.
- Khan, M.S. and A. S. Senhadji, (2000). "Financial Development and Economic Growth: An Overview" IMF Institute, IMF Working Paper 00/209 (Washington: International Monetary Fund). December 2000
- Levine, Ross. (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature* Vol. XXXV pp. 618-726.
- Levine, Ross. (2004), "More on Finance and Growth: More Finance, More Growth?", *Federal Reserve Bank of Saint Louis Review*, 85, pp 31.46
- Levine, R. and Schmukler, S. (2006) Internationalization and Stock Market Liquidity, *Review of Finance* 10(1), 153-187.

- Mckinnon, R. I. (1973). Money and Capital in Economic Development, The Brookings Institution, Washington.
- McKinnon, R. and Pill, H. (1997) Credible Economic Liberalizations and Overborrowing, American Economic Review 87(2), 189-193.
- Ranciere, R., A. Tornell y F. Westermann (2006). Decomposing the effects of Financial Liberalization, Journal of Banking & Finance, 30(12), 3331-3348.
- R. King and R. Levine, (1992). “Financial Intermediation and Economic Development”, En: Capital Markets and Financial Intermediation, Centre for economic police research, Cambridge: Cambridge University Press, 1992. Vol 2. pp 156-189. ISBN 0-521-44397-0
- Robert J. Barro, Xavier Sala-i-Martin (2009); Crecimiento económico. versión española traducida por Gotzone Pérez Apilanez; revisada por Robert Andrew Robinson y José Ramón de Espínola Salazar.– Versión española de la 2ª ed inglesa. – Barcelona : Reverté, 2009XVIII , 660 p. Índice.B-27124-2009. – ISBN 978-84-291-2614-3.
- Rodrik, Dani. Who needs capital-account convertibility? Mimeo, Harvard University, february 1998
- Roubini, N. and X. Sala-i-Martin, 1992, “Financial Repression and Economic Growth,” Journal of Development Economics 39, p. 5 – 30.
- Shaw, E. (1973). Financial Deepening in Economic Development, Oxford University Press, Nueva York.
- Stiglitz, J. 2000, “Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability”, World Development, 28, pp 1075-86
- Stiglitz, J. and Yusuf, S. 2001. “Development Issues: Settled and Open” in Frontiers of Development Economics Edited by Meier, G. M. and Stiglitz, J. E. The World Bank.

Anexo 1

Los criterios para definir los períodos de liberalización

Cuenta de Capital

Criterios para la liberalización completa:

Prestamos en el extranjero por los bancos y las corporaciones: Los bancos y corporaciones se les permite endeudarse en el exterior libremente. Puede que tengan que informar a las autoridades, pero la autorización se concede de forma casi automática. Los requisitos de reserva pueden existir, pero son inferiores a 10 por ciento. El plazo mínimo requerido no dura más de dos años. Y

Tipos de cambio múltiples y otras restricciones: No hay tipos de cambio especiales, ya sea para la cuenta corriente o cuenta de capital. No hay restricciones a la salida de capitales.

Criterios para la liberalización parcial:

Prestamos en el extranjero por los bancos y las corporaciones: Los bancos y corporaciones se les permite endeudarse en el exterior, pero con ciertas restricciones. Los requerimientos de reserva son entre un 10 y un 50 por ciento. La madurez mínima requerida podría ser de entre dos y cinco años. Puede haber algunos límites en los préstamos y ciertas restricciones a sectores específicos. O

Tipos de cambio múltiples y otras restricciones: Hay tipos de cambio especiales para cuenta corriente y cuenta de capital. Puede haber algunas restricciones a las salidas de capital.

Criterios para la Represión:

Prestamos en el extranjero por los bancos y las corporaciones: Los bancos y corporaciones son en su mayoría no se les permite endeudarse en el exterior. Los requisitos de reserva podrían ser superiores al 50 por ciento. El vencimiento mínimo requerido podría ser superior a cinco años. Puede haber límites en los préstamos y existen fuertes restricciones a ciertos sectores. O

Tipos de cambio múltiples y otras restricciones: Hay tipos de cambio especiales para cuenta corriente y cuenta de capital. Existen restricciones a las salidas de capital.

Sector financiero nacional

Criterios para la liberalización completa:

Las tasas de interés activas y pasivas: No hay controles (techos y suelos) sobre las tasas de interés. Y

Otros indicadores: No hay controles de crédito (subsídios a ciertos sectores o ciertas asignaciones de crédito). Depósitos en moneda extranjera probablemente están permitidos.

Criterios para la liberalización parcial

Las tasas de interés activas y pasivas: Puede haber controles, ya sea en préstamo o tasas de interés pasivas (techos o pisos), pero están menos extendidas que durante una represión. Y

Otros indicadores: Puede haber controles en la asignación de controles de crédito (subsídios a ciertos sectores o ciertas asignaciones de crédito). Los depósitos en moneda extranjera probablemente no se permiten.

Criterios para la Represión:

Las tasas de interés activas y pasivas: Hay controles en los tipos de tasas activas y pasivas (techos y suelos). O

Otros indicadores: Hay controles en la asignación de controles de crédito (subsídios a ciertos sectores o ciertas asignaciones de crédito). No se permiten los depósitos en moneda extranjera.

Mercado de valores

Criterios para la liberalización completa

Adquisición por parte de los inversores extranjeros: Los inversores extranjeros se les permite mantener un patrimonio interno sin restricciones (excepto para algunos sectores específicos). Y

La repatriación del capital, dividendos e intereses: Capital, dividendos e intereses pueden ser repatriados libremente dentro de los dos años de la inversión inicial.

Criterios para la liberalización parcial

Adquisición por parte de los inversores extranjeros: los inversores extranjeros pueden poseer hasta el 49 por ciento de las acciones en circulación de cada empresa. Es posible que haya restricciones para participar en determinados sectores. Puede haber formas indirectas de invertir en el mercado de valores, al igual que a través de fondos nacionales. O

La repatriación del capital, dividendos e intereses: Capital, dividendos e intereses pueden ser repatriados, pero por lo general no antes de dos a cinco años de la inversión inicial.

Criterios para la Represión:

Adquisición por parte de los inversores extranjeros: Los inversores extranjeros no se les permite mantener patrimonio interno. O

La repatriación del capital, dividendos e intereses: Capital, dividendos e intereses pueden ser repatriados, pero no antes de los cinco años de la inversión inicial.

El índice de liberalización financiera muestra conjuntamente la liberalización de la cuenta de capital, el sector financiero nacional y el mercado de valores. El valor de 3 significa represión, 2 significa liberalización parcial, y 1 significa la plena liberalización. El índice es un promedio.

Un país se considera estar plenamente liberalizado cuando al menos dos sectores están totalmente liberalizados y el tercero se liberalizó parcialmente. El país está clasificado como parcialmente liberalizado, cuando al menos dos sectores están parcialmente liberalizados.