

## Información Importante

La Universidad de La Sabana informa que el(los) autor(es) ha(n) autorizado a usuarios internos y externos de la institución a consultar el contenido de este documento a través del Catálogo en línea de la Biblioteca y el Repositorio Institucional en la página Web de la Biblioteca, así como en las redes de información del país y del exterior con las cuales tenga convenio la Universidad de La Sabana.

Se permite la consulta a los usuarios interesados en el contenido de este documento para todos los usos que tengan finalidad académica, nunca para usos comerciales, siempre y cuando mediante la correspondiente cita bibliográfica se le de crédito al documento y a su autor.

De conformidad con lo establecido en el artículo 30 de la Ley 23 de 1982 y el artículo 11 de la Decisión Andina 351 de 1993, La Universidad de La Sabana informa que los derechos sobre los documentos son propiedad de los autores y tienen sobre su obra, entre otros, los derechos morales a que hacen referencia los mencionados artículos.

**BIBLIOTECA OCTAVIO ARIZMENDI POSADA**  
UNIVERSIDAD DE LA SABANA  
Chía - Cundinamarca

# El nivel de Financiarización en Colombia: Comparación con países emergentes, EE.UU y Reino Unido

Realizado por:

Sebastián Suarez G.

John J. Rodriguez S.

## Contenido

Resumen.....	2
Abstract:.....	3
Introducción .....	4
Revisión de literatura .....	5
Metodología.....	7
Tabla 1: Países emergentes por región y referencias financiarizadas (EE.UU y Reino Unido) .....	9
Resultados.....	10
Tabla 1: Información condensada de los países e índices.....	11
Grafico 1: Índice de reforma financiera desde 1997 hasta 2007. Valor entre 0 y 1 .....	12
Grafico 2. Flujos de capital extranjero .....	13
Grafico 3. Indicador de actividad económica.....	14
Grafico 4. Nivel de deuda de Compañías no Financieras (%PIB). Nivel de cambio.....	15
Fuente: Propia autoría a partir de los datos del BIS y el banco mundial.....	15
Grafico 5. Crédito Domestico Hacia el Sector Privado .....	16
Conclusiones .....	17
Referencias.....	18
Anexo 1: Tasa de interés real en Colombia.....	20

## Resumen

La financiarización de las economías alrededor del mundo se ha caracterizado por tener una creciente tendencia. Cada vez más firmas transfieren su capital hacia el sector financiero. Este fenómeno económico comenzó en los países con sectores financieros más desarrollados y fuertes como Estados Unidos e Inglaterra quienes son hoy en día el punto de referencia y los cuales fueron influenciando a otras economías potentes hasta introducirse recientemente en economías emergentes. Este trabajo, como pocos, se enfoca en los efectos de la financiarización de los mercados en Colombia y busca comparar el nivel de financiarización con respecto a algunos países de América Latina y países emergentes en el mundo sin dejar de lado los países con los mayores niveles de financiarización en el mundo. La estructura de este trabajo consiste en 5 partes. Primero se introducirá el contexto de financiarización, su definición, sus comienzos en Estados Unidos y las condiciones de la llegada a Colombia. Segundo, una revisión de la literatura alrededor de este contexto. Seguido, se mostrará la construcción del estudio, recolección de datos, descripción y obtención de variables e interpretación de las mismas. Las variables que se utilizarán en este estudio serán (1) Índice de regulación financiera (Financial Reform Index), (2) obligaciones por pagar en el extranjero (Foreign liabilities), (3) Indicador de actividad económica (Market Based vs Bank Based activity indicator), y (4) Nivel de deuda de empresas no financieras (Non-Financial Company debt), variables que miden de la manera más precisa el nivel de financiarización de un país. La siguiente sección muestra los resultados los cuales reflejan un nivel de financiarización en Colombia por encima del promedio, y un análisis de cada variable con respecto a los demás países. Finalmente se hacen las conclusiones respectivas. Cabe resaltar que este trabajo está en gran parte basado en el trabajo de Karwowski & Stockhammer (2016) llamado *“Financialisation in Emerging Economies: A Systematic Overview and Comparison with Anglo-Saxon Economies”*

**Palabras clave:** financiarización, Colombia, países emergentes, regulación,

**JEL clasificación:** D52, E44, E62, F30, F41, G12, G15, G24, G2, G3, P33, P34

## Abstract:

The financialisation of economies around the world has been characterized by a growing trend. Nowadays more firms transfer their capital to financial sector. This economic phenomenon began in countries with more developed and stronger financial sectors like the United States and England, those countries are today the benchmark and which have influenced other powerful economies, recently introduced into emerging economies. This work, focuses on the effects of financialisation of markets in Colombia and seeks to compare the level of financialisation with respect to another Latin American countries and emerging countries in the world. Included the countries with the highest levels of financialisation in the world. The structure of this work consists of 5 parts. First, the financialisation context, its definition, its beginnings in the United States and the conditions of arrival in Colombia will be introduced. Second, a review of the literature around this context. The study construction, collection of data, description and obtaining of variables and their interpretation will be shown. The variables to be used in this study will be (1) Financial Reform Index, (2) Foreign liabilities, (3) Market Based vs. Bank Based activity indicator, Variables that more accurately measure the level of financialisation of a country. The following section shows the results which reflect an above average level of financing in Colombia and an analysis of each variable with respect to the other countries. Finally, the respective conclusions are made. It should be noted that this work is largely based on the work of Karwowski & Stockhammer (2016) called " financialisation in Emerging Economies: A Systematic Overview and Comparison with Anglo-Saxon Economies"

**Keywords:** Financialisation, Colombia, Emerging countries, Regulation

**JEL classifications:** D52, E44, E62, F30, F41, G12, G15, G24, G2, G3, P33, P34

## Introducción

A pesar de ser un término relativamente nuevo, la financiarización ha sido un tema controversial para muchos académicos en el mundo. Algunos la defienden asumiendo posiciones en las cuales aseguran que gracias a esto se diversifica y fomenta el crecimiento económico de un país, mientras que otros atacan esta forma de generar ingresos calificándola como una causante de crisis económicas, recesiones, desaceleración del crecimiento económico, desaceleración del sector industrial, desigualdad en los ingresos etc. Tomaskovic-Devey (2015) Existen diversas maneras de definir la financiarización. Dependiendo del ámbito en el que se use el término adquiere diferentes significados. Puede ser entendido como una expansión a gran escala de los mercados financieros en los últimos treinta años. También es definido como el proceso de desregulación y liberalización del sistema financiero y de la economía en general. Es entendido en otros casos como la expansión y proliferación de instrumentos y servicios financieros. De una manera más sencilla, la financiarización se puede ver como el dominio del sector financiero sobre el sector industrial Sawyer (n.d.) Aun así la definición más aceptada y citada entre los académicos es hecha por Epstein (2002) en la cual afirma que la “Financiarización se refiere a la creciente importancia de los mercados financieros, motivos financieros, instituciones financieras y elites financieras en el funcionamiento de la economía y sus instituciones de gobierno, tanto a nivel nacional como internacional.” La financiarización transforma el funcionamiento del sistema económico desde el punto de vista macro y microeconómico y tiene diversos impactos en la economía como un significativo incremento del sector financiero por encima del sector real, transfiriendo el ingreso desde el sector real al sector financiero y contribuyendo en el aumento de la desigualdad de ingresos y el estancamiento de los salarios. Palley (2007). El esfuerzo ha sido mayor cuando la mayoría de los trabajos intentan no solo enfocarse en los puntos débiles, sino encontrar una política que permita minimizar los efectos de la financiarización, manteniendo los aspectos positivos e implementando sugiriendo mecanismos de control. Algunos autores intentan entender este “fenómeno” y darle un nuevo sentido hacia una etapa moderna del capitalismo con un enfoque distinto de acumulación de capital. Otros por otro lado, intentan analizar los efectos que tiene esto en las crisis económicas y financieras, en inversiones, crecimiento de la productividad etc.

Históricamente la transición hacia la financiarización se puede evidenciar desde los años 70’s “como una medida para revertir la crisis registrada en la economía mundial durante esta década” Garcia, Alvarez (2009) siendo Estados Unidos el primer país reconocido en dirigir sus métodos de producción del sector real al sector financiero. La principal causa que despertó la era de la financiarización fue la tecnología, o como algunos autores lo llaman la nueva revolución industrial. En esta etapa se destaca los comienzos de la computación y la era digital lo que facilitó en gran medida los procesos de producción y la automatización de muchas funciones. Seguido tenemos como referencia a otros países desarrollados europeos como Alemania y Reino Unido los cuales adoptaron este patrón productivo. A pesar de esto el término fue acuñado en los 90’s Karwowski, Stockhammer, Keynesian, & Study (2016) y tiene relación con los términos neo-capitalismo, neoliberalismo y globalización. En este contexto la financiarización se utiliza como la transición del capitalismo gerencial al capitalismo financiero, o de manera más específica, es el cambio de ver un negocio como un vehículo para obtener retornos de inversión (...) a verlo como

un activo que se compra y se vende con el simple objetivo de generar ingresos a través de estrategias financieras. Locke (2014).

La influencia de los mercados financierizados llegó a Latinoamérica alrededor de los años 90 impulsado en gran medida por las reglas del consenso de Washington y de los modelos neoliberales. El consenso fue propuesto por el economista John Williamson en 1989 y era dirigido en su mayoría a países tercermundistas o en desarrollo en América Latina. Este consenso incluía requisitos como reformas fiscales encaminadas a ampliar la base imponible y mantener tipos (de interés) marginales moderados, liberalización financiera, tipo de cambio competitivo, apertura comercial, liberalización de la inversión directa extranjera entre otros. Bustelo (2003)

En el caso de Colombia, más específicamente, la financierización llegó gracias a la transformación que causó la apertura económica del gobierno de Cesar Gaviria entre otras transformaciones del sistema económico como la implementación de una tasa de cambio flexible desde un sistema de bandas cambiarias. Como lo describe Villar Gómez, Salamanca Rojas, & Murcia Pabón (2005) “Entre 1991 y 1997 tuvo lugar un importante proceso de liberalización de las tasas de interés, reducción en los coeficientes de encaje e inversiones forzosas y apertura del sector financiero a la inversión extranjera. En ese mismo período se detectó una notable profundización financiera”

El objetivo principal de este trabajo es mostrar el nivel de financierización en Colombia (si existe), encontrar los orígenes y las causas de la transición y el desarrollo de este modelo económico, mostrar los efectos tanto negativos como positivos de la implementación del modelo, y hacer una comparación primero con los países pares más cercanos teniendo como referencia los países emergentes de América Latina. Luego compararlo con los países emergentes de otras partes del mundo y finalmente los países referencia con altos índices de financierización como en este caso serán Reino Unido y Estados Unidos. Este proceso tiene como finalidad entender en qué nivel se encuentra Colombia frente al promedio mundial.

## Revisión de literatura

Existen claramente ganadores y perdedores. Gracias a que la financierización en Estados Unidos lleva ya relativamente bastante tiempo los efectos tanto positivos como negativos se han podido estudiar y analizar de una mejor forma que en cualquier otra economía. Los efectos negativos han sido amplios. La desaceleración de la economía se ha visto afectada en muchos sectores. Desaceleración de la productividad, desempleo que causa una reducción en la calidad de vida, menor gasto público generado por un menor recaudo de impuestos, entre otros. Es por esto que Tomaskovic-Devey (2015) aclara que “comparado con otros sistemas económicos, el capitalismo generalmente ha sido descrito como un generador tanto de desigualdad como de crecimiento de la calidad de vida. La financierización por otra parte, el cual es una nueva forma de capitalismo, tiene la capacidad de introducir inestabilidad en las economías nacionales, que, a un nivel mucho más grande, ha logrado desestabilizar la economía mundial.” El estudio realizado por este autor es a nivel de firmas dentro del sistema económico de Estados Unidos, e intenta saber si las inversiones a nivel financiero están en algún grado relacionadas con el crecimiento en la industria. Similares autores han logrado concluir que “la financierización de los sectores no

financieros tiene un efecto negativo reduciendo el crecimiento económico. De manera más concreta, académicos estudiaron las causas alrededor de la crisis económica de 2008 la cual describen como “la peor crisis desde la gran depresión del 28-29” como Stockhammer (2010) y la causa de un creciente interés sobre el tema de la financiarización de los mercados. Stockhammer hace énfasis en que las causas de la crisis estuvieron en el sector financiero más específicamente en una burbuja inmobiliaria al otorgar una elevada cantidad de créditos para la obtención de casas e hipotecas. Desde este punto, son muchas las posturas alrededor del tema. Algunos autores asumen posiciones defendiendo la financiarización de las economías mientras otros lo ven como una amenaza para la estabilidad económica de un país. Pero de manera general, la mayoría concluye en que se requieren muchos estudios aun para poder llegar a una conclusión definitiva.

Levine (2005) por otro lado hace un análisis tanto teórico como empírico del papel del sistema financiero y el crecimiento del sector económico y productivo de un país. En la parte teórica hace referencia a varios autores para demostrar, basándose en sus ideas, como el sistema financiero altera el crecimiento de la economía y también expone las ventajas de los sistemas financieros apoyados en la banca y en los mercados de derivados. Analiza también las interacciones entre las finanzas, crecimiento agregado, la distribución del ingreso, la reducción de las brechas de pobreza etc. Su conclusión a pesar de su extensa investigación, demuestra que la financiarización si tiene efectos positivos en las economías, pero con un efecto de largo plazo sin embargo resalta que hace falta mucha investigación para sacar conclusiones contundentes y aplicables en todas las economías para impulsar un crecimiento económico desde el sector financiero.

Para Neira (2005) La financiarización se puede ver como la dominación del capital financiero sobre el sector real de la economía en donde la lógica financiera se sobrepone a la lógica productiva en el proceso económico, dado lo anterior, actualmente, las políticas económicas de los países incluyen de cierta manera el proceso de financiarización van dirigidas con el propósito de que la expansión del sector financiero siga profundizándose abriéndose camino entre las posibles dificultades que pueden existir. Es necesario tener en cuenta que el proceso de financiarización trae consigo un desplazamiento de sectores con potencial en la generación de empleo esto debido a que las finanzas son un sector de alta productividad media del trabajo lo cual le permite expandir la oferta de sus productos sin la necesidad de generación de empleo.

Desde la perspectiva de Buchieri & Pereyra(2012) existen diversos factores que evidencian que el desarrollo financiero estimula el crecimiento económico uno de ellos es que el sistema financiero se puede ver como un arreglo institucional y dado esta definición se puede ver como factor diversificador del riesgo, estimula la rentabilidad de inversiones y reduce restricciones de liquidez. Además, se encontró que de manera inversa el crecimiento económico fortalece el sistema financiero. Además, se puede ver que la financiarización busca el máximo valor accionario, lo cual conlleva a unos objetivos que se pueden ver a corto plazo, así mismo se pueden ver otros problemas que conllevan al sector público a adoptar prácticas financieras lo cual implica el uso de recursos públicos en operaciones de altos riesgos. Soto (2013). Como se mencionó anteriormente algunos autores mencionan aspectos positivos y los (pocos) ganadores de la financiarización. La innovación ha permitido a los conglomerados financieros y no financieros utilizar la ingeniería financiera para poder aumentar su liquidez y diseminar riesgos Soto (2013) es decir buscar el máximo

valor accionario en el corto plazo dejando de lado los resultados o ingresos y acumulación de capital en el largo plazo. En el caso de América Latina gracias a la apertura financiera el referente se convirtió las tasas de la FED lo cual hizo que la relación funcional entre las tasas de interés nacionales y las tasas de ganancia se rompieran. Soto (2013) mostrando las primeras señales del neoliberalismo.

Como se puede evidenciar, mucha de la literatura y de los estudios realizados alrededor de este tema abarcan la financiarización para los países potencia y en su gran mayoría para Estados Unidos. Bonizzi (2013), consciente de este problema, logra realizar un acercamiento a la literatura de la financiarización en los países emergentes y en desarrollo. Este autor abarca desde la época en que las finanzas tomaron fuerza en estos países. Su posición la deja clara en su trabajo. Hace una crítica nombrando algunos de los impactos más dañinos para el desarrollo de los países emergentes relativo a los niveles de financiarización. América Latina sufrió en los años 90's una de sus peores crisis económicas.

Este modelo de crecimiento económico se ha expandido a otros países y ha llegado a economías emergentes. Cada país guardando sus respectivas proporciones en cuestiones de ingresos, exportaciones, nivel de producción, y políticas económicas regulatorias etc. En este sentido diversos académicos han tomado como referencia economías potentes y han realizado investigaciones sobre el comportamiento de las economías en países emergentes. Karwowski et al. (2016) ha realizado recientemente un trabajo midiendo que tan fuerte es la presencia de la financiarización y que tanto ha afectado a las economías en países pertenecientes a Asia, África, Europa y América. El total de países estudiados son 17 usando 6 medidas para identificar las diferentes interpretaciones. Como resultados encontraron que el nivel de financiarización en América Latina es muy débil aún bajo los 6 parámetros (índices) analizados y en comparación con las economías emergentes en otras partes del mundo.

## Metodología

Como hemos podido evidenciar, estudios realizados sobre la financiarización se han extendido ampliamente a lo largo del tiempo. Sin embargo, los trabajos se basan en su mayoría en países desarrollados liderados entre el análisis y el estudio de los datos por Estados Unidos, Reino Unido y Alemania. En este caso como se mencionó anteriormente, basaremos esta investigación mayormente motivados gracias al trabajo realizado por Karwowski et al. (2016) los cuales han abordado el tema desde una perspectiva mucho más amplia. Como ellos mismos lo explican "la investigación se centró inicialmente en la financiarización de la economía de Estados Unidos. Mientras que el enfoque geográfico de la agenda de investigación se ha ampliado con el tiempo, un sesgo hacia los países ricos se mantiene. La literatura sobre la financiarización en los países emergentes y en desarrollo evoluciona gradualmente en el contexto de los países de América Latina, partes de Europa emergente, Sudáfrica y algunos de Asia Oriental 'tigres'." Es por esta razón que los autores comienzan estudiar los casos de América Latina entre otras economías. El enfoque principal de este trabajo es poner a Colombia en el mapa de la financiarización y analizar la posición de Colombia frente a los diversos países emergentes y a su vez compararlo con los países considerados financiarizados en su totalidad como son Estados Unidos y el

Reino Unido. Dada la extensa historia que tiene el estudio de la economía en el mundo la financiarización ha sido un fenómeno relativamente nuevo desde sus comienzos en los años 70's en Estados Unidos y aun mucho más reciente si lo vemos desde el caso de los países latinoamericanos. Es por eso que este trabajo aborda la financiarización de los países emergentes, y siguiendo el formato de los autores mencionados anteriormente, se incluyen los indicadores a analizar para el caso colombiano. Con una observación de 20 países en total como se muestra en la tabla 1 las variables a analizar para cada país son:

- 1.) Índice de regulación (liberalización) financiera (Financial Reform Index)
- 2.) Obligaciones por pagar en el extranjero (Foreign liabilities)
- 3.) Indicador de actividad económica (Market Based vs Bank Based activity indicator)
- 4.) Nivel de deuda de empresas no financieras (Non-Financiar Company debt)<sup>1</sup>

Cada uno de estos indicadores fueron obtenidos de diferentes case de datos, básicamente de datos del banco mundial, BIS (Bank of International Settlement), la base de datos de Lane & Ferretti y del trabajo de Abiad, Detragiache, & Tressel (2010) . El índice de regulación financiera (IMF - financial reform index) se mide en un rango entre 0 y 1 demostrando que entre más cerca este a 1 mayor es la liberalización financiera. Es decir que tan regulado es el sector financiero en el país. Este dato se obtiene de la construcción de bases de datos basada en el trabajo de Abiad et al. (2010) los cuales son tomadas del Fondo Monetario Internacional.

El índice de Obligaciones por pagar en el extranjero (Flujo de capital extranjero) se mide por medio de las obligaciones financieras extrajeras. Este dato se toma y se representa como un porcentaje del PIB. Este dato se obtuvo gracias al trabajo de Lane & Milesi-Ferretti (2012)

El índice que mide la transición al sector financiero (Indicador de actividad económica) describe que tan inclinada esta la economía. Analiza si el sector financiero se basa más en un sistema bancarizado o en un sistema de mercados y acumulación de capital. Este índice se construyó a partir del indicador de movimientos financieros del Banco Mundial. De esta manera, si el indicador muestra un valor por encima de 1 muestra que la economía esta mayormente basada en los mercados de capitales. Es decir que “la actividad en los mercados de capitales es relativamente más fuerte que los créditos y préstamos bancarios”. Karwowski et al. (2016).

El índice de compañías no financieras o NFC (por sus siglas en inglés) se mide como la participación de la deuda de las compañías sobre el PIB. Indica cuantas compañías no financieras se exponen al sector financiero. Es decir, cuanta participación tienen en el sector financiero gracias a emisión de bonos privados, acciones, inversión en fondos de pensiones etc. Estos datos se obtuvieron del BIS (Bank of International Settlement).

Para este índice con respecto a Colombia que es el país que estamos analizando a en esta investigación, encontramos que no se encuentra disponibilidad de datos en esta fuente de información, por esta razón para el caso de Colombia se usó la base de datos “Domestic Credit to private sector (% del PIB)”, la cual no permite observar el nivel de deuda

---

<sup>1</sup> En el caso de Colombia este indicador fue construido a partir de la base de datos “Domestic credit to private sector (% of GDP)” del banco mundial ya que no había datos disponibles.

que tienen las corporaciones y su vulnerabilidad al sector financiero. Karwowski & Stockhammer (2016) Se analizaron los datos y se construyó el índice específicamente para Colombia permitiéndonos observar el comportamiento que existe en Colombia en cuanto a deuda de las corporaciones no financieras y su nivel de financiarización, aunque los demás datos fueron adquiridos y tratados bajo otra base de datos, esta base usada para Colombia es un buen proxy para la comparación de esta país con los demás países tenidos en cuenta en esta investigación.

Tabla 1: Países emergentes por región y referencias financierizadas (EE.UU y Reino Unido)

<b>REGIÓN</b>	<b>PAÍS</b>
LATINOAMERICA	<i>Argentina</i> <i>Brasil</i> <i>Colombia</i> <i>México</i>
PAISES EMERGENTES EUROPEOS	<i>Republica Checa</i> <i>Hungría</i> <i>Polonia</i> <i>Rusia</i> <i>Turquía</i>
AFRICA	<i>Sudáfrica<sup>2</sup></i>
ASIA	<i>China</i> <i>Hong Kong</i> <i>India</i> <i>Indonesia</i> <i>Malasia</i> <i>Singapur</i> <i>Corea del sur</i> <i>Tailandia</i>
PAISES ANGLOSAJONES	<i>Reino Unido</i> <i>EEUU</i>

Fuente: Propia autoría basado en el trabajo de investigación de Karwowski & Stockhammer (2016)

Para este índice con respecto a Colombia que es el país que estamos analizando a en esta investigación, encontramos que no se encuentra disponibilidad de datos en esta fuente de información, por esta razón para el caso de Colombia se usó la base de datos “Domestic Credit to private sector (% del PIB)”, la cual no permite observar el nivel de deuda que tienen las corporaciones y su vulnerabilidad al sector financiero. Karwowski &

<sup>2</sup> Único país seleccionado de la región africana por límite de datos.

Stockhammer (2016) Se analizaron los datos y se construyó el índice específicamente para Colombia permitiéndonos observar el comportamiento que existe en Colombia en cuanto a deuda de las corporaciones no financieras y su nivel de financiarización, aunque los demás datos fueron adquiridos y tratados bajo otra base de datos, esta base usada para Colombia es un buen proxy para la comparación de esta país con los demás países tenidos en cuenta en esta investigación, por esta razón también se construyó con estos datos el índice para todos los países en esta investigación.

Por otro lado, en relación con los países observados, de los 20 países 18 son países emergentes. La elección de estos países se basa en la definición que la literatura alrededor de este tema logra dar de la categoría de país emergente. Según Karwowski & Stockhammer (2016), a pesar de que el término no está definido de la mejor manera entre los diversos trabajos que abordan esta área, se refiere a “los países con ingresos medios que están en un proceso de transformación económica, por ejemplo, de una economía cerrada a una economía de libre mercado”. Así mismo las referencias de tiempo utilizadas están claramente resaltadas por una época pre-crisis y una post-crisis. En el ambiente económico las crisis son puntos de referencia y períodos en los que se toman medidas extremas para regular y evitar las consecuencias inmediatas y escenarios críticos en el futuro, interviniendo e intentando que no vuelvan a ocurrir en algún momento del tiempo. Teniendo esto claro, el referente de tiempo utilizado se basará en la crisis más reciente en la historia económica; la crisis del 2008. El análisis que se realizará a continuación estará dividido entre los años 1997 a 2007 y entre el 2008 al 2015. Cabe aclarar que para la completa extensión de países entre los años 2008 y 2015 para el primer indicador<sup>3</sup> se encontraron dificultades a la hora de hallar los datos por lo que nuestra investigación se realizara bajo el periodo pre-crisis en el primer indicador, obviando los demás años.

## Resultados

Como se mencionó anteriormente este trabajo está basado en gran medida en el estudio realizado por Karwowski & Stockhammer (2016) en el cual afirman que “la primera interpretación de financiarización para tener en cuenta es el grado en que los países han implementado la desregulación (liberalización) financiera”. Esto se logra ver gracias al índice de liberalización financiera reflejada en el gráfico 1. Cabe resaltar que, debido al limitado acceso a los datos, para este índice analizaremos su efecto pre-crisis. Es decir, el nivel de regulación financiera antes de la crisis del 2007-2008. El periodo entonces de estudio será entre 1997 a 2007.

Como se puede observar en el gráfico 1. Los países de referencia como EE.UU. y G.B. muestran niveles muy altos de liberalización financiera a tal punto que sus economías y más aún su sector financiero carecen completamente de cualquier medida regulatoria. Una de las razones por las cuales esto sucede es que estos dos países tienen una ventaja de tiempo mucho más amplia que los demás países. Como se mencionó al comienzo estas economías fueron las primeras en adoptar este modelo financiero en los años 70's por lo que se explica la razón de su alto nivel. Un caso interesante de observar es la situación entre Hong Kong y China. Hong Kong logró una independencia económica de China y ha

---

<sup>3</sup> Índice de regulación financiera (Financial Reform Index)

liberalizado su sector financiero a tal grado que está muy cerca de llegar a los niveles de nuestras muestras de referencia. Esto ha permitido un crecimiento económico acelerado en el sector financiero del gigante asiático llamando la atención de inversionistas extranjeros y acumulando capital para lograr aumentar el gasto público. En el caso de los países latinoamericanos podemos ver que el país con mayor índice de liberalización financiera es México seguido por Argentina. Las razones por las cuales estos dos países muestran altos niveles de liberalización se remontan a la crisis de finales de los 60's las cuales fueron un golpe duro para ambas economías. Otro de los países implicados en esta crisis fue Brasil. Contradictoriamente, Brasil tiene un nivel de liberalización bajo ya que ha tenido políticas de proteccionismo hacia las entidades financieras como los bancos nacionales. La gran influencia de Estados Unidos sobre México gracias a su posición geográfica también es otra razón que explica el alto índice de adopción de este método económico

Tabla 1: Información condensada de los países e índices.

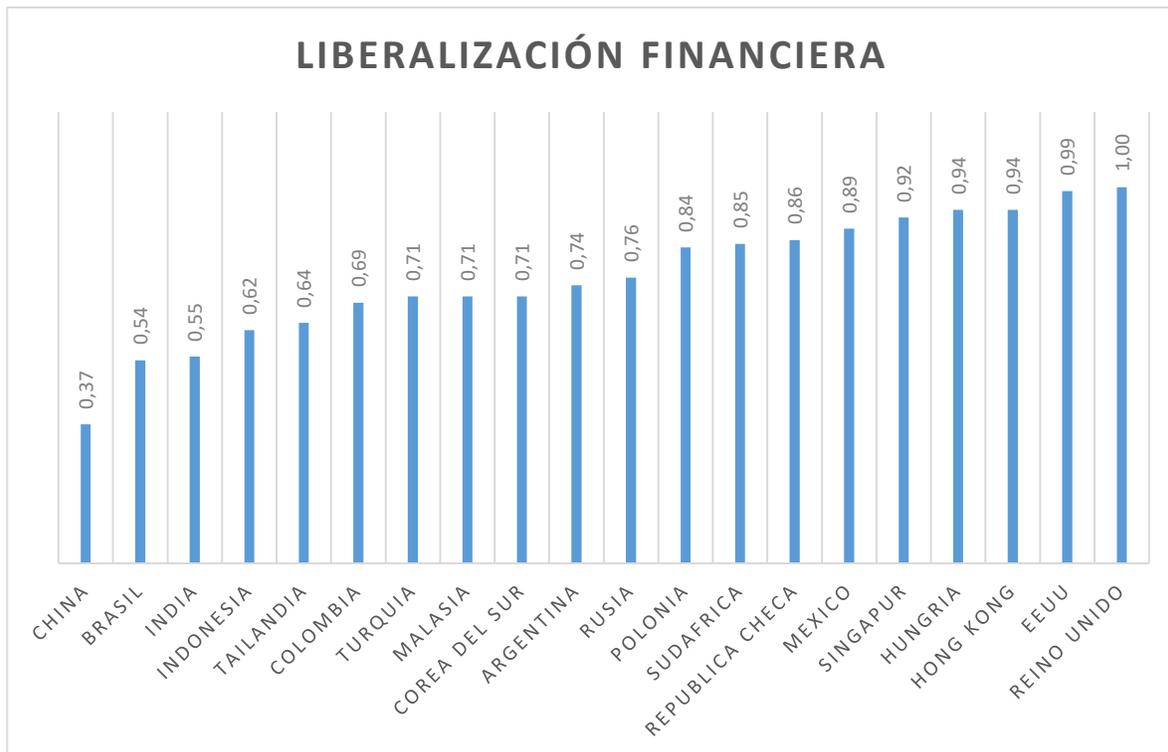
Indicador	Liberalización Financiera			Flujos de capital extranjero			Transición hacia un sector financiero basado en mercados			Financiarización de CNF		
	Índice de reforma financiera (0-1)			Deuda Extranjera (% PIB)			Indicador BM vs. BB			Crédito del Sector Privado (% PIB)		
	1997-2007	2008-2015	Cambio%	1997-2007	2008-2015	Cambio%	1997-2007	2008-2015	Cambio%	1997-2007	2008-2015	Cambio%
Argentina	0,74	N/A	N/A	100,9	90,9	↓ -10,0	0,24	0,05	↓ -80,7	17,00	13,80	↓ -23,18
Brasil	0,54	N/A	N/A	59,8	61,3	↔ 2,4	0,55	0,56	↔ 2,1	32,27	58,27	↔ 44,61
<b>Colombia</b>	<b>0,69</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>54,3</b>	<b>56,4</b>	↔ <b>3,7</b>	<b>0,07</b>	<b>0,16</b>	↔ <b>56,9</b>	<b>29,66</b>	<b>45,60</b>	↔ <b>34,95</b>
México	0,89	N/A	N/A	55,9	59,7	↔ 6,7	0,36	0,39	↔ 9,4	17,40	26,92	↔ 35,37
República Checa	0,86	N/A	N/A	80,4	89	↔ 10,6	0,31	0,22	↓ -29,2	39,40	48,44	↔ 18,67
Hungría	0,94	N/A	N/A	136,8	185,3	↔ 35,5	0,58	0,26	↓ -56,2	35,63	52,24	↔ 31,78
Polonia	0,84	N/A	N/A	66,3	76,5	↔ 15,4	0,27	0,27	↔ 0,5	24,30	50,31	↔ 51,71
Rusia	0,76	N/A	N/A	76,3	75,5	↓ -1,0	0,77	0,84	↔ 9,4	20,74	47,05	↔ 55,93
Turquía	0,71	N/A	N/A	58,5	62,1	↔ 6,2	1,89	0,96	↓ -49,1	19,75	57,15	↔ 65,44
Sudafrica	0,85	N/A	N/A	72,1	78,6	↔ 9,0	0,32	0,45	↔ 40,7	130,68	146,49	↔ 10,79
China	0,37	N/A	N/A	36,2	38	↔ 5,0	0,36	0,87	↔ 140,7	111,75	130,33	↔ 14,25
Hong Kong	0,94	N/A	N/A	599,4	692,2	↔ 16,2	1,59	3,48	↔ 119,1	149,23	192,65	↔ 22,54
India	0,55	N/A	N/A	34,6	38,5	↔ 11,2	0,84	1,11	↔ 32,1	32,11	50,65	↔ 36,60
Indonesia	0,62	N/A	N/A	94	84,7	↓ -9,9	0,38	0,46	↔ 21,7	29,27	32,07	↔ 8,72
Malasia	0,71	N/A	N/A	106,1	106,6	↔ 0,5	0,33	0,4	↔ 21,3	126,79	112,96	↓ -12,24
Singapur	0,92	N/A	N/A	682,4	727,3	↔ 6,6	0,94	1,1	↔ 16,9	98,52	112,87	↔ 12,71
Corea del sur	0,71	N/A	N/A	55,4	62,8	↔ 13,3	1,08	1,39	↔ 28,9	98,73	139,68	↔ 29,32
Tailandia	0,64	N/A	N/A	92,4	90,8	↓ -1,6	0,33	0,45	↔ 37	111,01	129,80	↔ 14,48
Reino Unido	1,00	N/A	N/A	354,3	452,9	↔ 27,8	0,64	0,58	↓ -8,9	135,37	169,91	↔ 20,33
EEUU	0,99	N/A	N/A	92,3	114,5	↔ 24,0	1,05	1,37	↔ 29,7	174,62	187,85	↔ 7,04
<b>PROMEDIOS</b>	<b>0,76365608</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>145,418706</b>	<b>162,17925</b>	<b>8,58218478</b>	<b>0,64497308</b>	<b>0,768556307</b>	<b>17,11449575</b>	<b>71,71</b>	<b>90,25</b>	<b>23,99</b>

Fuente: Realización propia a partir de la base de datos de cada uno de los índices.

Como se puede observar en el gráfico 1. Los países de referencia como EE.UU. y G.B. muestran niveles muy altos de liberalización financiera a tal punto que sus economías y más aún su sector financiero carecen completamente de cualquier medida regulatoria. Una de las razones por las cuales esto sucede es que estos dos países tienen una ventaja de tiempo mucho más amplia que los demás países. Como se mencionó al comienzo estas economías fueron las primeras en adoptar este modelo financiero en los años 70's por lo que se explica la razón de su alto nivel. Un caso interesante de observar es la situación entre Hong Kong y China. Hong Kong logró una independencia económica de China y ha liberalizado su sector financiero a tal grado que está muy cerca de llegar a los niveles de nuestras muestras de referencia. Esto ha permitido un crecimiento económico acelerado en el sector financiero del gigante asiático llamando la atención de inversionistas extranjeros y acumulando capital para lograr aumentar el gasto público. En el caso de los países

latinoamericanos podemos ver que el país con mayor índice de liberalización financiera es México seguido por Argentina. Las razones por las cuales estos dos países muestran altos niveles de liberalización se remontan a la crisis de finales de los 60's las cuales fueron un golpe duro para ambas economías. Otro de los países implicados en esta crisis fue Brasil. Contradictoriamente, Brasil tiene un nivel de liberalización bajo ya que ha tenido políticas de proteccionismo hacia las entidades financieras como los bancos nacionales. La gran influencia de Estados Unidos sobre México gracias a su posición geográfica también es otra razón que explica el alto índice de adopción de este método económico

Grafico 1: Índice de reforma financiera desde 1997 hasta 2007. Valor entre 0 y 1



Fuente: Realización propia a partir de la base de datos Abiad et al. (2008)

. En el caso de Colombia, que no se vio afectada directamente por la crisis en México de 1968-69, el indicador de liberalización financiera esta explicada por otros factores. A comienzos de los años 90 se reformo el sistema económico con el propósito de liberar el sistema financiero. Estas reformas las menciona de la mejor manera Zuleta (1997) de la siguiente manera:

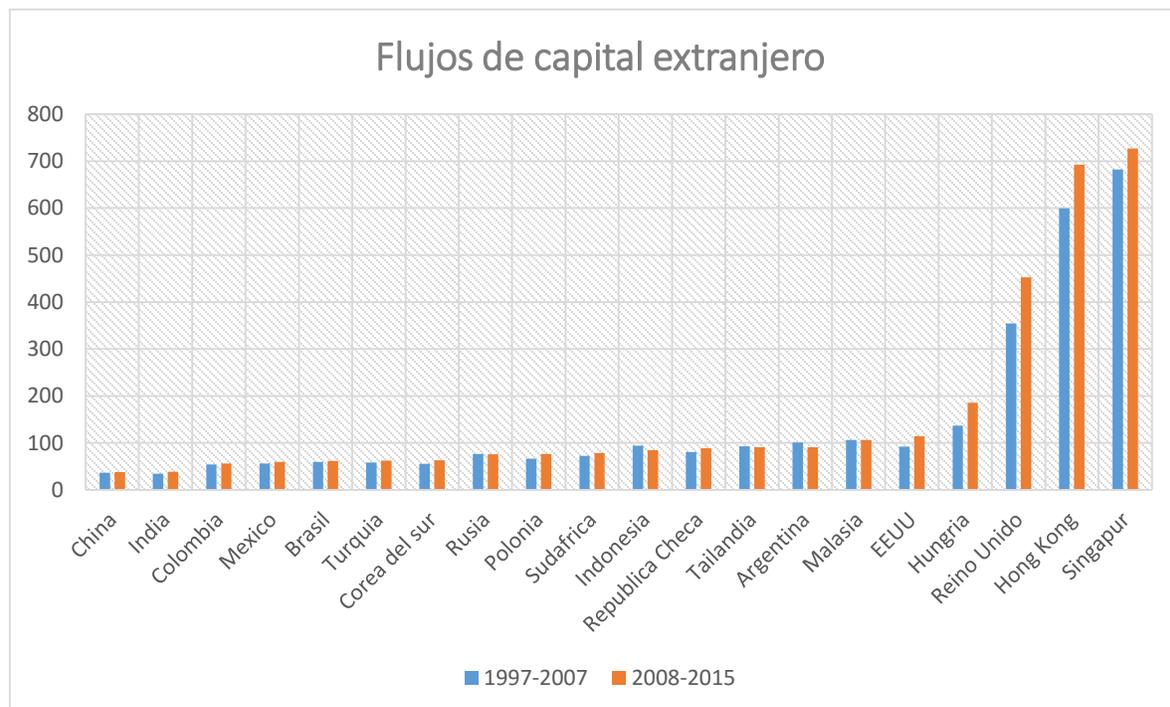
- Liberalización de las tasas de interés<sup>4</sup> que estaban controladas por autoridades económicas como también las tasas de cuentas de ahorro pasaron a ser fijadas por el mercado. También se limitó el tiempo durante el cual el Banco de la Republica puede intervenir a 180 días al año.

<sup>4</sup> Ver anexo 1

- Disminución de la especialización permitiendo que las CAVs captaran CDTs en pesos y UPACs a todos los plazos
- Se permitió que cualquier establecimiento de crédito pueda operar como agente en el mercado cambiario.
- Se facilitó la posibilidad de que cualquier establecimiento de crédito se pueda convertir en banco hipotecario y operar leasing.

Colombia tuvo su propia crisis entre los años 1997 y 1999 lo que generó una transformación económica de grandes proporciones y permitió el acceso de bancos extranjeros a su economía. Desde 1997 hasta 2008 el nivel de liberalización financiera alcanzó un rápido crecimiento lo cual afirma que las políticas siguen la tendencia mostrada en el gráfico anterior.

Grafico 2. Flujos de capital extranjero

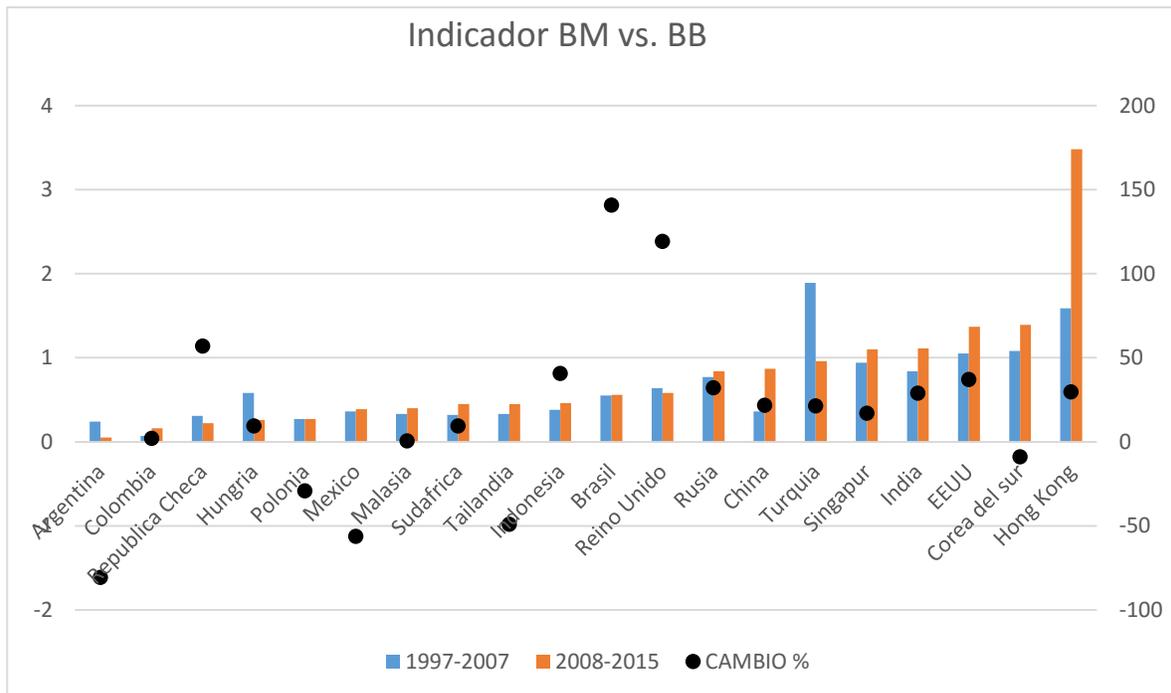


Fuente: Propia autoría a partir de la base de datos de Lane & Ferretti, 2012

A medida que un país abre su sector financiero liberalizando las regulaciones de su economía se espera que entre un flujo de capital extranjero bastante alto. Es por esto que el índice descrito anteriormente y la medida de flujos de capital representado en el gráfico 2 se esperan que estén relacionados fuertemente. Lastimosamente no es así en todos los casos. Como podemos ver un caso de éxito es Hong Kong y Singapur en donde se ve reflejado el gran aumento de capitales que ingresaron gracias a la liberalización de los sectores financieros. Caso contrario ocurre en Latinoamérica donde el nivel de flujos de capital extranjero es bastante débil. En el caso específico de Colombia se puede ver como el país latinoamericano que, a pesar de tener una liberalización financiera bastante alta, no

cumple la relación directa entre liberalización y entrada de capitales por lo que se ubica como el país que menor grado de flujos de capital extranjero tiene según nuestras observaciones. Una razón fuerte que explica este comportamiento es que “en 1989 se autorizó la inversión extranjera en el sector financiero, la cual estaba prohibida desde 1975, y se dispuso un máximo de capital extranjero del 49%. Posteriormente, en 1990, se adelantó una apertura total a la inversión extranjera. Zuleta (1997) Argentina llama la atención al haber tenido fuertes crisis económicas en los últimos años y sin embargo tener un grado alto de flujo de capital extranjero. De cualquier manera, es un caso que sigue la tendencia de la relación entre liberalización y flujos de capital al tener un índice de 0,74.

Grafico 3. Indicador de actividad económica



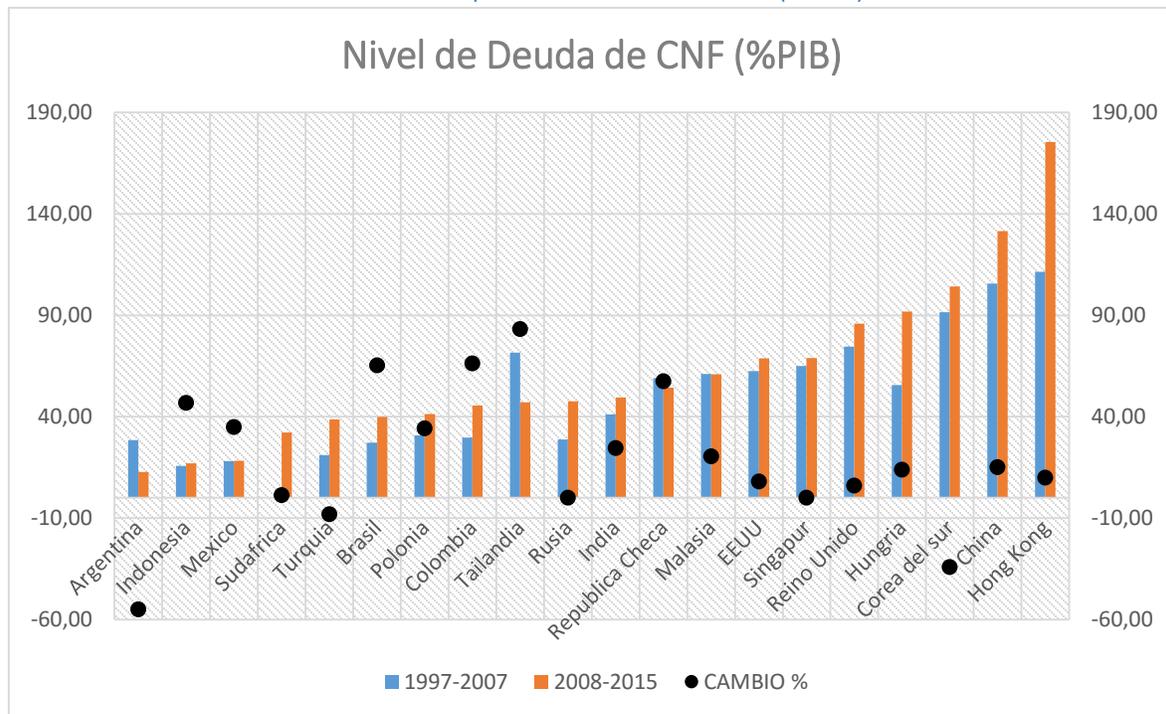
Fuente: Propia autoría a partir de la base de datos de banco mundial, 2013

La actividad económica propia de cada país también es un buen indicador de financierización. Muestra si la economía se basa más en un mercado bancario o de crédito o un mercado de acumulación de capitales. Como se puede observar gracias a la guía de la parte izquierda, países como Corea del Sur, Singapur, Hong Kong y hasta Estados Unidos tienen un indicador por encima de 1 para los años post-crisis. Esto quiere decir que “poseen un sistema financiero dominado por un mercado de acumulación de capitales por lo cual su enfoque económico está en un sector financiero basado en los mercados mientras que los países Latinoamericanos poseen un sistema financiero basado en la banca.” Karwowski & Stockhammer (2016) El caso de Colombia no es la excepción, a pesar de que se evidencia una transición entre los años pre-crisis y post-crisis del 2.1%, el sistema económico colombiano en su gran mayoría es bancario y crediticio. Teniendo esto en cuenta podemos ver que la transición hacia un sector bancario en Colombia es más fuerte

que el sector de mercados. Colombia en este caso, a pesar de mostrar una rápida aceleración hacia sectores de mercados está lejos de tener un sistema estable, al contrario de otros países como Argentina la cual ha tenido un fenómeno contrario llevando los sectores económicos hacia un sistema mayormente bancario.

Los principales actores de los sistemas productivos financieros y no financieros en cualquier economía del mundo son las firmas. Estas se encargan de mover grandes cantidades de activos y capitales que a su vez mueven la economía interna de los países. El indicador de nivel de deuda de las compañías no financieras permite tener una idea de que tan vulnerables están las actividades de estas firmas de ser financierizadas. Recordemos como se mencionó al principio, que entre los muchos efectos que tiene la financierización, uno de ellos es trasladar los métodos de producción de las firmas desde el sector industrial o manufacturero al sector financiero acudiendo a métodos de crédito o apalancamiento que suponen una deuda

Grafico 4. Nivel de deuda de Compañías no Financieras (%PIB). Nivel de cambio

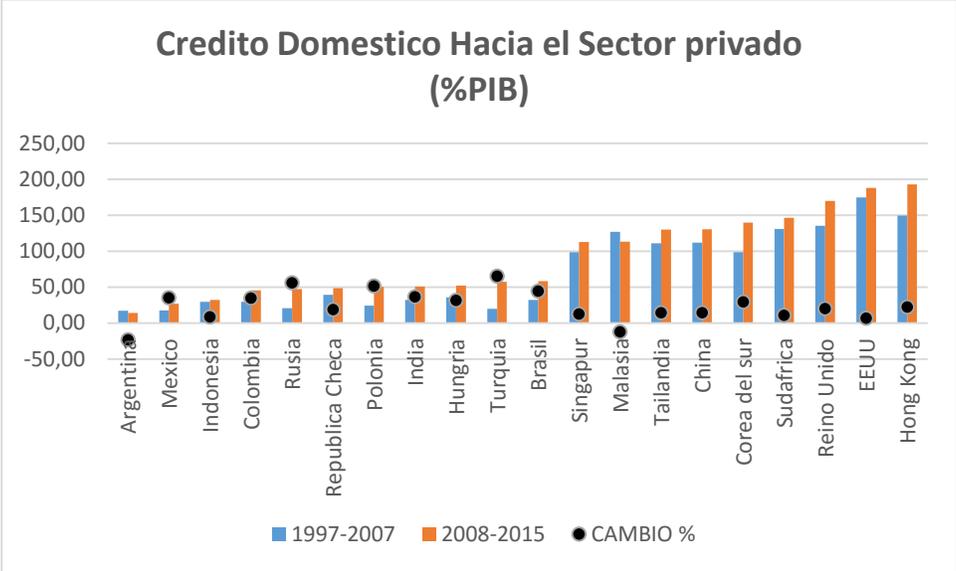


Fuente: Propia autoría a partir de los datos del BIS y el banco mundial.

Con este indicador podemos medir la exposición que tienen esas firmas a ser afectadas por movimientos financieros. Como se puede observar en la gráfica 4 hay una gran concentración de firmas no financierizadas con altos niveles de deuda en países asiáticos. La lista la encabeza Hong Kong y China con el 111.5% y el 105.6% para el periodo entre 1997 – 2007 y 175.5% y 131.5% para el siguiente periodo respectivamente. En

Latinoamérica se evidencia un nivel muy bajo de endeudamiento comparado con otras economías. Esto se debe a la facilidad que encuentran las entidades internacionales de depositar préstamos y créditos en empresas asiáticas en contraste con las Latinoamericanas donde los accesos a financiamiento tienen un acceso más limitado causado entre otras razones por la falta de instituciones que garanticen confianza y credibilidad.

Grafico 5. Crédito Domestico Hacia el Sector Privado



Fuente: Realización propia a partir de la base de datos del Banco Mundial

Colombia encabeza la lista entre los países latinoamericanos con un nivel de deuda de compañías no financieras del 29.66% entre los años anteriores a la crisis y de 45.6% para los años posteriores, mostrando así un cambio bastante grande entre estos dos periodos de alrededor del 66.20%. Esto es significativo comparado con otras economías incluyendo los países con niveles de financiarización altos ya que, teniendo este indicativo de cambio presente, Colombia es el segundo país después de Tailandia con el mayor cambio de nivel de deuda entre las firmas comparando ambos periodos.

Para conocer el impacto de la financiarización de las economías estudiadas anteriormente, se puede analizar el crecimiento del PIB de cada país desde 1997. Para este caso se divide en regiones para la facilidad del entendimiento del lector. El crecimiento del PIB no es un indicador de que la financiarización de las economías sea del todo positivo y la fórmula para llegar a un crecimiento económico, pero si logra mostrar la evolución del crecimiento económico de los países frente al cambio de las cuatro variables vistas anteriormente.

## Conclusiones

Esta investigación nos muestra el nivel de financiarización que tiene Colombia con respecto a los demás países que contiene la misma, para ello se usaron cuatro índices que nos dan un panorama del nivel de financiarización de las economías emergentes, más específicamente el caso de Colombia frente a grandes potencias mundiales en el ámbito.

Por medio de la desregulación financiera, entrada de capital financiero, y endeudamiento de corporaciones no financieras se evidencia que algunas naciones emergentes presentan en algunos casos una volatilidad más fuerte y persistente que las economías más grandes como son el Reino Unido y Estados Unidos, lo cual representa un riesgo debido a que cada vez se hay más restricciones de recursos para estas naciones lo cual les impide afrontar los efectos adversos de las burbujas de los precios de los activos.

Además, el análisis de estos índices nos deja entrever que en las economías más fuertes mundialmente se destaca la eficiencia de los mercados financieros, por otro lado, se evidencia que los países que no se encuentran dentro de este grupo importante de países consideran que el sector financiero intrínsecamente inestable. Karwowski & Stockhammer (2016)

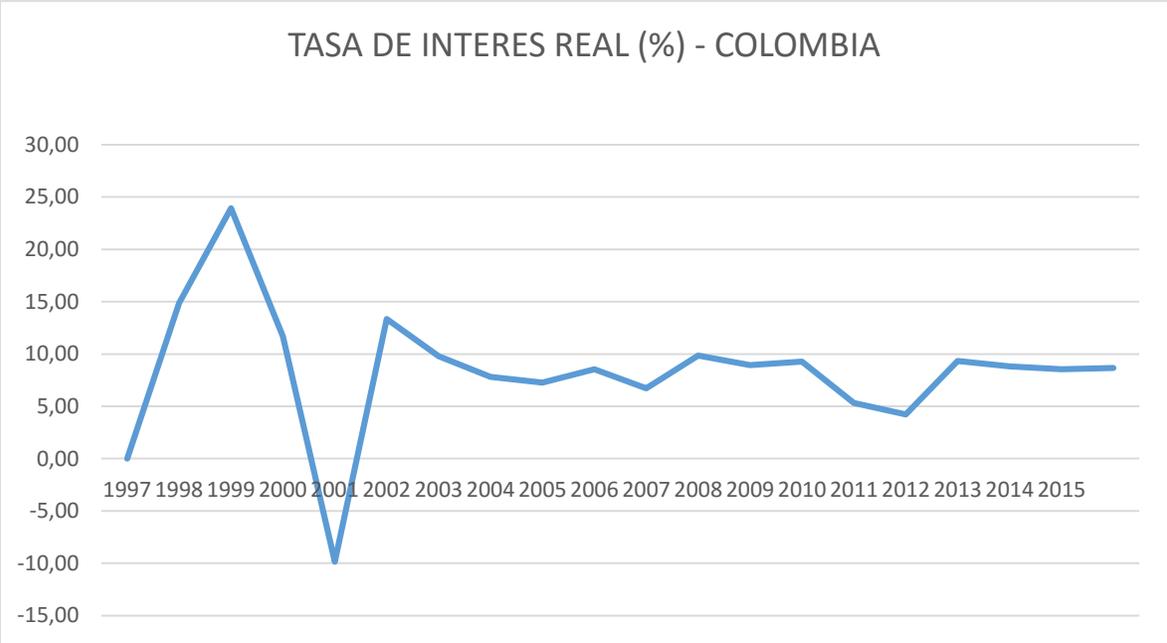
Por último, esta investigación hace un gran aporte estudiando el nivel que tiene Colombia en el ámbito de financiarización y lo que esto conlleva, para ello por medio de los cuatro índices y el Split de los datos que nos permite hacer una comparación del antes y después de la crisis económica se puede observar que medidas se utilizaron para afrontar la misma y que efecto se tiene en la economía dado el nivel de financiarización que se ha adoptada en el antes y el después de la crisis, además esta investigación ha analizado el debate sobre la financiarización de países emergentes y presenta elementos que permiten una comparación sistemática.

## Referencias

- Abiad, A., Detragiache, E., & Tressel, T. (2010). A New Database of Financial Reforms. *IMF Staff Papers*, 57(2), 281–302. <http://doi.org/10.1057/imfsp.2009.23>
- Bonizzi, B. (2013). Financialization in Developing and Emerging Countries. *International Journal of Political Economy*, 42(4), 83–107. <http://doi.org/10.2753/ijp0891-1916420405>
- BIS. (2016). Data: Total credit to the non-financial sector, Basel: Bank for International Settlement (BIS)
- Buchieri, F. E., & Pereyra, A. (2012). Contribuciones del Desarrollo Financiero al Crecimiento Económico : Aspectos Teóricos y Empíricos de Largo Plazo.
- Bustelo, P. (2003). Desarrollo económico : del Consenso al Post-Consenso de Washington y más allá, 1–14.
- Epstein, G. (2002). Financialization, rentier interests, and Central Bank policy. *Financialization of the World Economy*, 1–43.
- Garc, B. M. (2009). *T i f c g : t r i i*, 165–191.
- Karwowski, E., & Stockhammer, E. (2016). Financialisation in Emerging Economies: A Systematic Overview and Comparison with Anglo-Saxon Economies. *Economics Discussion Papers*, (August).
- Karwowski, E., Stockhammer, E., Keynesian, P., & Study, E. (2016). Financialisation in Emerging Economies: A Systematic Overview and Comparison with Anglo-Saxon Economies, (August).
- Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2012). External adjustment and the global crisis. *Journal of International Economics*, 88(2), 252–265. <http://doi.org/10.1016/j.jinteco.2011.12.013>
- Levine, R. (2005). Finance and growth: Theory and evidence. *Handbook of Economic Growth*, 1, 865–934. <http://doi.org/10.2307/2118406>
- Locke, R. R. (2014). Financialization , income distribution , and social justice : recent German and American experience, (68), 74–89.
- Neira, J. A. (2005). FINANCIARIZACIÓN SOBRE EL MERCADO LABORAL : Caso de estudio Bogotá.
- Palley, T. I. (2007). Financialization : What It Is and Why It Matters. *The Levy Economics Institute Working Paper Collection*, (525), 31. <http://doi.org/10.2139/ssrn.1077923>
- Sawyer, M. (n.d.). What Is Financialisation? Malcolm Sawyer 1, (266800), 1–17.
- Soto, R. (2013). Am??rica Latina. Entre la financiarizaci??n y el financiamiento productivo. *Problemas Del Desarrollo*, 44(173), 57–78. [http://doi.org/10.1016/S0301-7036\(13\)71875-3](http://doi.org/10.1016/S0301-7036(13)71875-3)
- Stockhammer, E. (2010). Neoliberalism, income distribution and the causes of the crisis. *Research on Money and Finance - Discussion Paper*, (19), 1–28. Retrieved from <http://econpapers.repec.org/paper/rmfdpaper/19.htm>

- Tomaskovic-Devey, D. (2015). Beware financialization, attractive and dangerous, but mostly dangerous. *Teorija in Praksa*, 52(3), 382–393.
- Villar Gómez, L., Salamanca Rojas, D., & Murcia Pabón, A. (2005). Crédito, represión financiera y flujos de capitales en Colombia: 1974-2003 \*. *Desarrollo Y Sociedad*, Primer sem(October), 1974–2003.  
[http://doi.org/http://economia.uniandes.edu.co/investigaciones\\_y\\_publicaciones/CED E/Publicaciones/Revista\\_Desarrollo\\_y\\_Sociedad](http://doi.org/http://economia.uniandes.edu.co/investigaciones_y_publicaciones/CED E/Publicaciones/Revista_Desarrollo_y_Sociedad)
- World Bank (2013) Financial Development and Structure Database, April 2013 update, Washington, D. C.: The World Bank.
- Zuleta, H. (1997). Una Visión General al Sistema Financiero Colombiano. *Borradores Semanales de Economía*.

Anexo 1: Tasa de interés real en Colombia.



Fuente: Propia autoría basado en la base de datos de "Real Interest rate (%)" del Banco Mundial