

# Mercado de capitales, sector financiero y crecimiento en Colombia: un camino por recorrer

---

María Angélica Arbeláez R.<sup>1</sup>

Desde una perspectiva de largo plazo, una de las principales motivaciones para estudiar los mercados financieros (bancario y de capitales) tiene que ver con su efecto sobre el crecimiento. Sin embargo, la relación entre finanzas y crecimiento, lejos de ser simple, está llena de complejidades. Entenderlas aporta elementos cruciales para la adopción de políticas encaminadas a alcanzar mayores tasas de crecimiento de las economías.

La literatura reciente ha identificado un conjunto de factores que obstaculizan el crecimiento: funcionamiento ineficiente de los mercados financieros, seguridad y aplicación de los derechos de propiedad inadecuados, regulación ineficaz, sistema impositivo inapropiado, deficiencias en la gobernabilidad (tales como corrupción y ausencia de gobierno corporativo) e inestabilidad macroeconómica. También

se ha evidenciado que los aspectos legislativos, las instituciones, la regulación y ciertas políticas públicas influyen en el buen funcionamiento de los mercados financieros, definen el tipo de contratos que resultan entre los sectores real y financiero, y en última instancia, determinan la magnitud del efecto que los intermediarios y mercados financieros tienen sobre el crecimiento y la expansión. En este sentido, superar obstáculos en estos frentes relaja las restricciones financieras que enfrentan las empresas, siendo ésta una de las rutas más efectivas para promover el crecimiento.

En lo que respecta al tipo de instituciones financieras, la literatura ha identificado que el buen funcionamiento simultáneo de los bancos y de los mercados de capitales juega un papel crucial y complementario en el crecimiento de largo plazo, cada uno proveyendo al sector real servicios de diferente índole. Se destaca que la estructura del sistema financiero *per se* no es importante<sup>2</sup>, pero si es funda-

---

<sup>1</sup> Actualmente, Investigadora Asociada de Fedesarrollo. Anteriormente estuvo vinculada a la Institución en el período enero 1988-marzo 1989 como Asistente de Investigación; octubre 1997-junio 2002 como Editora de Coyuntura Económica; junio 2002-junio 2003 como Subdirectora Económica y junio-septiembre 2003 como Directora Encargada.

---

<sup>2</sup> Por estructura se entiende la orientación hacia bancos (*bank-based*) o hacia mercados de capitales (*market-based*).

mental el desarrollo y eficiencia de los dos tipos de mercados. Especial atención se ha dedicado al estudio de los mercados de capitales, dado su rol crítico en el crecimiento de largo plazo.

En Colombia son limitados los estudios que exploran directamente la relación entre los mercados financieros y el crecimiento (especialmente el papel que juega el mercado de capitales), así como los factores que están detrás de su desempeño. Sin embargo, los datos sugieren que el desarrollo del sector financiero colombiano en conjunto es incipiente, incluso en el contexto de América Latina, aunque con un progreso importante tras la liberalización financiera de principios de los noventa y la recuperación económica de los años recientes. El mercado de capitales colombiano sobresale por un desarrollo muy mediocre frente a otros países de la región y frente al mismo sector bancario. Se caracteriza por ser pequeño, por tener niveles bajos de actividad, liquidez e integración internacional, habiendo registrado además un estancamiento a lo largo de las últimas décadas.

Paralelamente, los indicadores construidos por entidades internacionales relacionados con la eficiencia de las instituciones, de la legislación y de la regulación (derechos de propiedad, protección a los inversionistas, respeto y cumplimiento de los contratos, protección a deudores y acreedores, entre otros) y la corrupción, ubican a Colombia en una posición débil en el contexto mundial, sugiriendo que estos factores pueden estar detrás de un aún insuficiente desarrollo de los mercados financieros.

Sin duda, esta situación determina las restricciones al financiamiento que enfrenta el sector real del país y el corto plazo de los recursos disponibles, convirtiéndose en obstáculo para la expansión y el crecimiento.

El nuevo conocimiento internacional plantea interesantes lecciones de política que resultan de la mayor relevancia para el caso colombiano. Pone de presente que el buen funcionamiento de los mercados bancarios y de capitales son motores del crecimiento, pero éste no se logra sin mejoras sustanciales en otros frentes. Las reformas financieras no producen el efecto deseado por sí solas y es necesario atacar también aspectos políticos, legales, regulatorios e incluso macroeconómicos que, en última instancia, influyen en el desarrollo financiero.

## **I. BANCOS, MERCADOS DE CAPITAL Y CRECIMIENTO: NUEVOS HALLAZGOS INTERNACIONALES**

La literatura internacional ha abordado ampliamente la relación entre el sector financiero y el crecimiento, desde perspectivas tanto teóricas como empíricas. En general, partiendo de los planteamientos de Shumpeter (1911), se argumenta que los servicios proveídos por los intermediarios financieros, movilizándolo ahorro, evaluando proyectos, manejando el riesgo, monitoreando gerentes y empresas, y facilitando las transacciones, son esenciales para la innovación tecnológica y el crecimiento económico. La controversia, sin embargo, no ha estado ausente de las discusiones. Como lo resume Levine (2004a) algunos opositores sugieren que el sector financiero sigue al crecimiento y no lo causa, critican que se ha sobrestimado el impacto del sector financiero e incluso han planteado que retarda el crecimiento.

En las décadas recientes, la investigación empírica desde perspectivas macroeconómicas y microeconómicas se ha encargado de probar que esta relación positiva efectivamente existe, es robusta y de largo plazo<sup>3</sup>. En uno de los trabajos más influyentes, King y Levine (1993)<sup>4</sup> demostraron que el desa-

rollo financiero precede al crecimiento y está asociado positivamente con la inversión y con la eficiencia en el uso del capital de las economías. El argumento de fondo radica en que cuando los bancos movilizan y asignan recursos eficientemente se reduce el costo de capital de las firmas, se promueve la formación de capital y se estimula el aumento de la productividad<sup>5</sup>. También se ha comprobado una asociación positiva y sólida entre desarrollo del mercado de capitales y crecimiento de largo plazo, aspecto en el que se destacan los trabajos de Levine y Zervos (1996 y 1998), Beck y Levine (2002) y Demirguç-Kunt y Maksimovic (1996a). Además, el desarrollo financiero impulsa más a las pequeñas y medianas firmas que a las grandes y por lo tanto promueve el crecimiento económico agregado (Beck et al. 2004b, 2005b).

En el mismo intento por explorar los canales a través de los cuales se produce el efecto, Rajan y Zingales (1998) explican que el desarrollo financiero reduce los costos del financiamiento externo de las firmas (aquel diferente a los recursos propios), el diferencial entre fondos internos y externos, y el costo del capital en general. En este sentido, el desarrollo financiero impulsa un mayor crecimiento de sectores industriales más dependientes del financiamiento externo y favorece en especial la creación de nuevas empresas<sup>6</sup>, reafirmando el rol de las

finanzas de promover prospectos de firmas e innovación. De acuerdo con Fishman y Love (2002, 2003 y 2004), más que un aspecto de dependencia de recursos externos, el desarrollo financiero permite que las firmas respondan mejor a los choques globales y aprovechen las oportunidades de crecimiento<sup>7</sup>.

La literatura también ha abordado la relación entre finanzas y crecimiento desde la perspectiva de las restricciones financieras que enfrentan las firmas, y ha encontrado que nivel de desarrollo financiero está directamente ligado a la magnitud de estas restricciones (Rajan y Zingales, 1998). Según esta corriente, las firmas financieramente restringidas son aquellas que usan una mayor proporción de recursos propios para invertir (flujos de liquidez) pues el costo es inferior, una situación que se origina en la existencia de asimetrías de información, altos costos de monitoreo, dificultades para aplicar el cumplimiento de contratos y problemas de incentivos<sup>8</sup>. Así, en la medida en que el desarrollo financiero reduce los costos de los fondos externos, relaja las restricciones financieras y promueve la expansión

---

<sup>3</sup> Sobre el plazo del efecto, Loayza y Ranciere (2002) demuestran que existe una relación negativa de corto plazo entre intermediación financiera y crecimiento (derivada de las crisis), pero ésta coexiste con un vínculo positivo y sólido de largo plazo.

<sup>4</sup> Analizan un conjunto de 80 países y un período de tres décadas (1960-1989).

<sup>5</sup> Estos resultados han sido confirmados por varios autores, y recientemente por Beck y Levine (2002), usando técnicas econométricas avanzadas.

---

<sup>6</sup> Las nuevas firmas son más dependientes de recursos externos que las ya establecidas.

<sup>7</sup> Sin embargo, en su trabajo más reciente señalan que, en efecto, en el largo plazo los sistemas financieros desarrollados dedican más recursos a industrias dependientes de recursos externos, pero en el corto plazo facilitan la reasignación de fondos hacia industrias con buenas oportunidades de crecimiento, sin importar su dependencia "natural" de recursos externos.

<sup>8</sup> La relación entre restricciones financieras, inversión y crecimiento de la firma fue originalmente analizada por Fazzari et al. (1988) y ha recibido atención reciente por Gallego y Loayza (2000) para Chile, por Harris et al. (1994) para Indonesia, por Jaramillo et al. (1996) para Ecuador, por Gelos y Werner (1999) para México, por Laeven (2001) para un grupo de países en desarrollo, y por Love (2001), Demirguç-Kunt y Levine (1999) para una muestra grande de países. Para Colombia, ver Arbeláez y Echavarría (2002).

y el crecimiento. Resultados hoy estándar en la literatura dan cuenta de que las firmas que enfrentan mayores restricciones financieras son las pequeñas más que las grandes, las domésticas más que las extranjeras, las que no pertenecen a conglomerados y las firmas creadas recientemente en comparación con las ya establecidas.

Además del acceso a los recursos, el desarrollo y las características específicas de los bancos y mercados de capitales también determinan los plazos de los fondos, un factor crucial para la expansión. De hecho, se ha encontrado que los países desarrollados tienen una mayor proporción de firmas con deuda de largo plazo frente a economías en desarrollo<sup>9</sup> y asimismo los recursos de mayores plazos se concentran en aquellas de mayor tamaño. De acuerdo con Demirguç-Kunt y Maksimovic (1999), la carencia de recursos de largo plazo se debe principalmente a la existencia de sistemas legales inefectivos, a sectores financieros poco desarrollados (sector bancario pequeño y mercado de capitales poco líquido) y a elevados niveles de corrupción (Fan et al. 2004).

## II. FACTORES QUE REDUCEN LAS RESTRICCIONES FINANCIERAS Y AMPLÍAN LOS PLAZOS

Una primera aproximación tiene que ver con la estructura del sistema financiero, en el sentido de orientarse hacia bancos o hacia mercados de capitales. La teoría advierte que existe un conflicto en torno a si los mercados de capitales y los bancos son sustitutos, complementarios o si uno de los dos tiene mayor impacto sobre el crecimiento que el otro. Al respecto, vale recordar que la corriente denominada *bank-based* destaca el papel positivo de

los bancos en movilizar recursos, suavizar las fricciones de información y por ende, en mejorar la asignación de los recursos, identificar buenos proyectos y monitorear al sector real (King y Levine, 1993; Levine 2002, 2004a, entre otros)<sup>10</sup>. En contraposición, se argumenta que los mercados de capitales no producen un efecto similar en mejorar la asignación de los recursos<sup>11</sup>, no impulsan el gobierno corporativo en la misma magnitud<sup>12</sup> y la liquidez crea un clima de inversión miope.

La visión basada en el mercado de capitales (*market-based*) resalta el rol de los mercados en promover el éxito del sector real, entre otras razones en la medida en que facilita la diversificación y los instrumentos para el manejo de riesgo (Beck et al. 2000; Beck y Levine 2000, 2002), reduce la tensión de plazos entre ahorradores e inversionistas y permite que las firmas tengan acceso permanente al capital a través de la emisión de acciones y bonos<sup>13</sup>. Así, una de las mayores virtudes radica en que la liquidez del mercado incrementa el acceso a fondos de largo plazo (Demirguç-Kunt y Maksimovic, 1996a, 1996b, 1999)<sup>14</sup>. Incluso, los mercados pueden aumentar los incentivos a obtener información sobre firmas y

---

<sup>10</sup> La revelación de la información reduce los incentivos y los costos para inversionistas individuales a adquirirla y procesarla, y a la vez muestra las oportunidades de inversión y en consecuencia mejora la asignación de los recursos (Levine, 2004a).

<sup>11</sup> Se argumenta que su desarrollo obstaculiza la identificación de proyectos de innovación, y por lo tanto impide que haya una asignación eficiente de los recursos.

<sup>12</sup> Esto se explica porque, dado que los inversionistas pueden vender sin costo sus títulos, tienen pocos incentivos para monitorear rigurosamente a los gerentes y empresas.

<sup>13</sup> Muchas inversiones rentables requieren de compromisos de largo plazo de capital, pero los ahorradores no quieren ceder el control de sus ahorros por períodos largos. Los mercados de acciones líquidos facilitan esta tensión al proveer un activo a los ahorradores que pueden vender rápidamente y sin costo.

---

<sup>9</sup> Independientemente del tamaño de las firmas.

a mejorar el gobierno corporativo, y mitigar los efectos del poder monopólico de los bancos pues su naturaleza competitiva estimula actividades de innovación en oposición a la aproximación excesivamente conservadora de los bancos.

Respecto de este debate, la literatura ha encontrado que los países con mejor funcionamiento de bancos y mercados de capitales crecen más rápido, pero el grado en que el sistema está basado en bancos o en mercados no tiene relevancia. Los dos mercados son complementarios y no sustitutos (Demirguç y Maksimovic 1996a) y el buen funcionamiento simultáneo de ambos es lo que promueve el crecimiento de largo plazo, en especial la liquidez del mercado de valores y el desarrollo del sector bancario (Levine y Zervos, 1998; Beck et al. 2000; Beck y Levine 2000, 2002). Cada mercado provee servicios diferentes importantes para el crecimiento, cuyos efectos además son independientes (Levine, 2002 y 2004a). Más bien, se sugiere que lo relevante para el crecimiento es el desarrollo de los servicios financieros en general y la eficiencia en el sistema legal que proteja los derechos de los inversionistas y que mejore la eficiencia del cumplimiento de los contratos.

Estos últimos resultados forman parte de la corriente sobre "Ley y Finanzas", que tiene su origen en el trabajo de La Porta et al. (1997). En términos generales, las variables que reducen las restricciones financieras y promueven el desarrollo financiero están relacionadas con los derechos de propiedad, la protección adecuada de inversionistas, la eficiencia regulatoria, la aplicación y cumplimiento de la

ley, y los niveles de corrupción (Beck et al. 2004a, 2005a, 2005b; Beck y Levine 2003; Fishman 2002; Claessens y Laeven 2002; Levine 2002, 2004a). Además, estos factores influyen en la posibilidad de ampliar los plazos de los recursos, con el argumento de que la mayor seguridad brinda la posibilidad de que acreedores y deudores entren en contratos de largo plazo (Demirguç-Kunt y Maksimovic, 1996a, 1996b y 1999; Fan et al. 2004). Incluso, otros factores como el crimen y la inestabilidad política son limitaciones importantes (Ayyagari et al., 2005).

Dentro de la regulación y estructura de los mercados, también se destaca la mayor competencia entre las instituciones financieras como un elemento que reduce los costos, relaja las restricciones financieras y favorece el crecimiento (Claessens y Laeven, 2005). Sin embargo, este resultado controvertido en aún más contundente cuando existe una regulación restrictiva que genera impedimentos a la entrada y a la actividad de las entidades (Beck et al., 2003). Por último, también se resalta que la mejor gobernabilidad de los bancos tiene un efecto positivo en su eficiencia y por ende en el crecimiento del sector real (Levine, 2004b).

### III. CÓMO ESTÁ COLOMBIA

Arbeláez y Echavarría (2002)<sup>15</sup> muestran que en Colombia las empresas están restringidas financieramente en la medida en que utilizan en gran medida recursos propios para invertir. La liberalización financiera de los noventa, con el consecuente aumento en la cantidad de crédito redujo las restricciones, pero la crisis reciente de 1998-2000 tu-

---

<sup>14</sup> Además, se argumenta que en mercados integrados se comparte el riesgo internacionalmente, lo que mejora la asignación de los recursos y promueve el crecimiento de largo plazo.

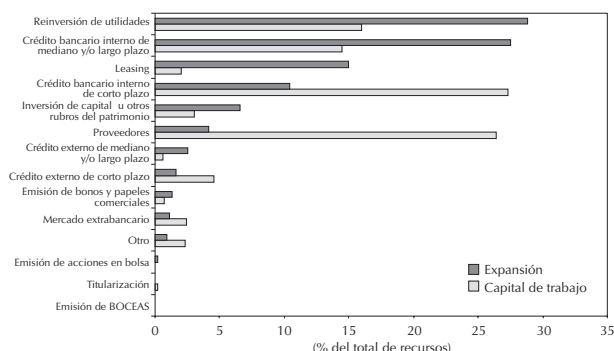
---

<sup>15</sup> Utilizan información a nivel de firma de la Superintendencia de Sociedades para 1981-1999.

vo un impacto fuerte sobre la inversión y la financiación<sup>16</sup>.

La estructura de financiamiento de las firmas en Colombia y su evolución permiten ilustrar estos resultados<sup>17</sup>. La financiación de las empresas en el país se concentra en recursos internos (capital y reinversión de utilidades) con cerca de 15% del total, cifra que asciende a cerca de 50% si se suma la financiación con proveedores (35%)<sup>18</sup>. Adicionalmente, esta situación ha tendido a profundizarse desde mediados de los noventa y fue especialmente crítica en los años de la crisis financiera (Gráfico 1).

### Gráfico 1. ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS 2003



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (E.O.E) 2003, Fedesarrollo.

<sup>16</sup> Siguiendo los hallazgos para otros países, se encontró que las firmas pertenecientes a conglomerados y aquellas con inversión extranjera enfrentan menores restricciones financieras y se beneficiaron menos con la liberalización financiera.

<sup>17</sup> Para un estudio detallado sobre la estructura de financiamiento de las empresas y el mercado de capitales ver Arbeláez et al. (2004).

<sup>18</sup> La fuente son módulos especiales de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo que indagan sobre la estructura de financiamiento de las empresas; están disponibles para los años 1995, 2000, 2001, 2002 y 2003.

El crédito bancario interno representa cerca de 38% y el proveniente del exterior pasó de ser 12% en 1995 a representar apenas 3,8% en 2002. La financiación a través del mercado de capitales es casi inexistente con apenas 0,5% en bonos y cerca de 1,5% en acciones, donde sobresale una reducción marcada de esta última fuente, ya que en 1995 representaba cerca de 3,6%. Las restricciones financieras son aún más evidentes si se tiene en cuenta que la principal fuente de recursos para invertir (expansión) son las utilidades reinvertidas, seguidas por crédito bancario de largo plazo y el leasing<sup>19</sup>; por su parte, el crédito de proveedores y el bancario de corto plazo financian el capital de trabajo<sup>20</sup>. Lo anterior sugiere que los intermediarios financieros (incluyendo proveedores) tienen ventaja comparativa en financiar inversión de corto plazo.

De acuerdo con los empresarios, las razones detrás de la mencionada estructura de financiamiento son primordialmente los menores costos financieros y el no tener acceso a otras fuentes. En cuanto al mercado de capitales, donde se encuentra que el 90% de las empresas nunca ha emitido bonos o acciones, las principales razones para no incurrir en este mercado tienen que ver con no querer perder el control de la empresa, desconocimiento de esta alternativa, percepción de que las condiciones de la empresa no son adecuadas, no querer hacer pública la información de la empresa y altos costos frente a los bancarios. Estos resultados se obtuvieron en

<sup>19</sup> El uso del leasing es particularmente importante en las medianas y pequeñas empresas, debido a las ventajas tributarias en el uso de este instrumento.

<sup>20</sup> Estos resultados van en línea de Demirguç-Kunt y Maksimovic (1996), en el sentido en que hay una alta correlación positiva entre inversión en planta y equipo y reinversión de utilidades, y negativa con financiamiento externo. Por otra parte, hay una relación negativa entre inversión en activos de corto plazo y reinversión de utilidades, y positiva con financiamiento externo.



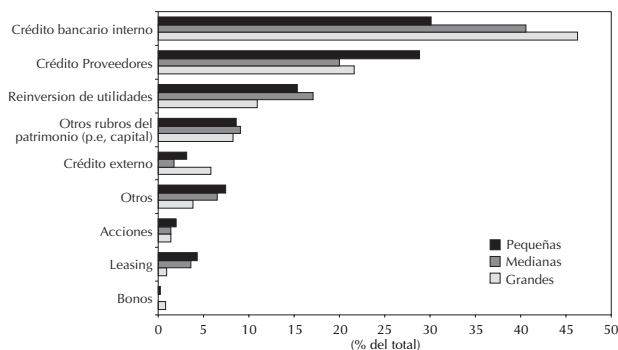
1995 y se mantuvieron en 2003 (Arbeláez et al., 2004).

Se observan diferencias marcadas entre tamaños de empresas, comprobando que las pequeñas son las más restringidas en el acceso a recursos externos: las grandes utilizan más crédito bancario interno (46% del financiamiento) e incluso del extranjero, y acuden en mayor medida al mercado de capitales. En contraste, las de menor tamaño usan principalmente crédito de proveedores, recursos propios y menos fondos financieros formales (Gráfico 2).

Los recursos de las empresas en Colombia son además, en su mayoría, de corto plazo: en 2003, 61% del total de la deuda era inferior a un año, 21,7% entre uno y tres años, y sólo 17% tiene plazos superiores a tres años. Esta situación es especialmente crítica en las firmas pequeñas, donde apenas 11% eran recursos bancarios de largo plazo.

La presencia de restricciones financieras luce aún más crítica si se compara con otros países: el indicador promedio para 1993-2003 de financiación

**Gráfico 2. ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO POR TAMAÑO (E.O.E. 2003)**



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (E.O.E.) 2003, Fedesarrollo.

interna<sup>21</sup> muestra que en Colombia es alto (2,4) frente al de América Latina (1,8) y a países como México, Chile y Brasil, con niveles de 1,9, 1,8 y 1,2, respectivamente.

Siguiendo los hallazgos de la literatura internacional, las restricciones financieras y la corta maduración de los fondos, especialmente en las pequeñas empresas, son prueba de la presencia de mercados de capitales poco activos y de un sector bancario relativamente pequeño.

#### IV. MERCADOS DE CAPITAL Y BANCARIO: DESARROLLO Y ESTRUCTURA

Los estudios internacionales definen variables para identificar el buen funcionamiento de los mercados bancario y de capitales, el nivel de desarrollo y la estructura (Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 1996a; Demirgüç-Kunt y Levine, 1999; Love, 2001). En particular, utilizan indicadores de tamaño, actividad, eficiencia<sup>22</sup> y concentración, y volatilidad e integración con los mercados internacionales en el caso de los mercados de valores.

El cálculo de estos indicadores para Colombia permite concluir que, a pesar del profundo proceso de liberalización financiera llevado a cabo a principios de los noventa, el sector financiero en conjunto<sup>23</sup> sigue siendo pequeño y poco eficiente. El país

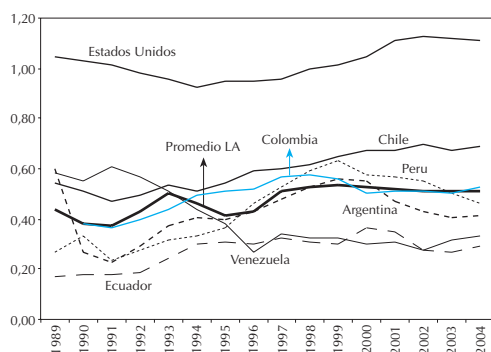
<sup>21</sup> Financiación interna: (caja + reducciones en inventarios y cuentas por cobrar + aumentos en cuentas por pagar)/inversión.

<sup>22</sup> Bancos: *Tamaño*: activos bancarios/PIB; *Actividad*: crédito al sector privado/PIB; y *Eficiencia*: margen de interés neto/activos o costos administrativos/activos. Para el mercado de capitales: *Tamaño*: capitalización del mercado/PIB; *Actividad*: valor transado/PIB; y *Eficiencia*: actividad/tamaño (liquidez). El desarrollo del sector financiero se calcula como Tamaño más Actividad, y del mercado de capitales Tamaño más Actividad más Eficiencia.

se ubica muy por debajo del promedio de América Latina y del mundo en cuanto al tamaño, en actividad es similar a la región pero la mitad del promedio mundial y es ineficiente en términos comparativos<sup>24</sup>. Vale anotar que este desempeño global se explica en buena medida por la presencia de un mercado de capitales muy poco desarrollado, ya que el sector bancario presenta indicadores de desarrollo aceptables, en niveles promedio de la región, aunque por debajo de países como Chile y México (Gráfico 3).

El atraso relativo del mercado de capitales resulta en una estructura financiera muy orientada hacia los bancos. Siguiendo la metodología de Demirgüç-Kunt y Levine (1999) Colombia es uno de los países con mayor orientación bancaria, sólo superado por Ecuador, Venezuela, países centroamericanos y Pa-

**Gráfico 3. DESARROLLO DEL SECTOR FINANCIERO**



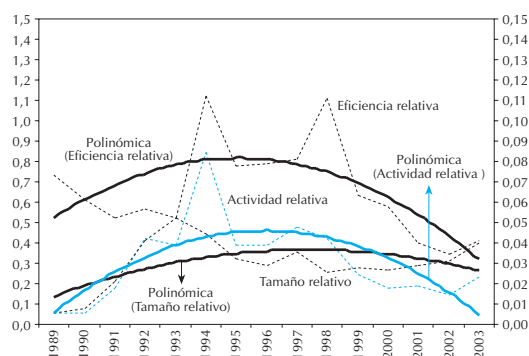
Fuente: FMI, IFS. Cálculos Fedesarrollo. Índice compuesto por medidas de actividad y tamaño del sector. Valores más bajos indican menor nivel de desarrollo.

<sup>23</sup> El indicador de desarrollo incluye el desarrollo del sector bancario y del mercado de capitales.

<sup>24</sup> Se observa que Colombia está por debajo del promedio de América Latina en 7 de las 8 variables consideradas en Demirgüç-Kunt y Levine (1999).

namá<sup>25</sup>, mientras que países como México, Brasil, Chile y Perú son más orientados hacia los mercados de capitales. A esta misma conclusión se llega al comparar la actividad, eficiencia y tamaño relativos<sup>26</sup> de los dos sectores, donde se observan muy bajas proporciones de los indicadores correspondientes al mercado de capitales frente al bancario. En cuanto al desempeño, se destaca un crecimiento importante hasta mediados de los noventa, una caída posterior hasta principios de la década actual -sugiriendo que la crisis, a pesar de haber afectado duramente el sector bancario, tuvo efectos más negativos en el mercado de valores- y finalmente una fuerte recuperación desde 2002 que se extiende hasta 2004 (Gráfico 4).

**Gráfico 4. ÍNDICES RELATIVOS DEL SECTOR FINANCIERO TOTAL**



Fuente: Superintendencia de Valores, Superintendencia Bancaria y Banco de la República de Colombia, World Bank Financial Structure Database y International Financial Statistics IMF. Metodología: Demirgüç-Kunt (1999).

<sup>25</sup> No obstante, el sector financiero en Panamá se considera altamente desarrollado.

<sup>26</sup> *Actividad relativa* = valor tranzado en bolsa/crédito al sector privado; *Tamaño relativo* = capitalización bursátil/activos totales de los intermediarios financieros (no incluye cooperativas); *Eficiencia relativa* = *turnover* del mercado bursátil/margen de intermediación financiera (donde *turnover* = valor tranzado en el mercado bursátil/capitalización del mercado bursátil).

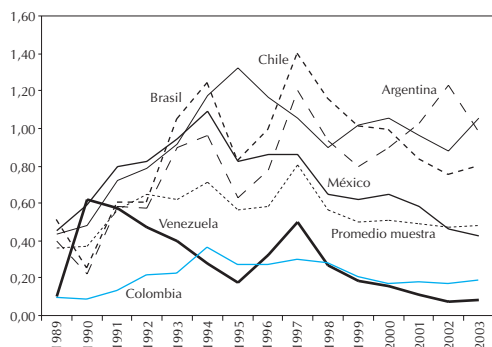


## V. EL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA, UN DESARROLLO MUY PRECARIO

A manera de síntesis, se puede concluir que el desarrollo del mercado de capitales en Colombia es aún muy precario. A pesar de la evolución positiva de principios de los noventa, que se interrumpió durante la crisis pero se recuperó en los años recientes, el país se ubica en un nivel muy bajo en el contexto internacional y en América Latina. El indicador de desarrollo es muy inferior al promedio de la región, y está muy lejos de aquel de países como Brasil, Chile, México, Argentina y Perú (Gráfico 5).

Lo anterior se origina en que el mercado de capitales colombiano es pequeño, poco líquido, relativamente concentrado, con altos costos de transacción y poco integrado internacionalmente. En cuanto a la capitalización del mercado<sup>27</sup>, entendida co-

**Gráfico 5. DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES**



Fuente: Financial Structure Database. Cálculos Fedesarrollo Índice compuesto por medidas de actividad, tamaño y eficiencia del sector, donde valores inferiores indican menores niveles de desarrollo.

<sup>27</sup> Este y los demás indicadores se calcularon con base en S&P Emerging Stock Markets Factbook (2002).

mo el volumen de recursos de financiación generados a través del mercado no bancario, durante el período 1990-2002 Colombia mantuvo un crecimiento anual promedio de 22,5%, bastante superior al total mundial (10,4%). Sin embargo, el nivel (medido como porcentaje del PIB) ha permanecido como uno de los más bajos, con un promedio para 2000-2001 de 13,7%, en contraste con 27% para América Latina y con 37,5% y 82,6% para Brasil y Chile<sup>28</sup>. Esto se debe a que Colombia tiene pocas empresas inscritas en Bolsa, 150 en promedio en los noventa (180 en América Latina, 250 en Chile y 450 en Brasil) con un tamaño relativamente muy pequeño<sup>29</sup> y con poca diversificación sectorial.

Una tendencia similar se observa en el volumen transado, donde el crecimiento en el país fue cercano a 15% en la década pasada, pero el nivel como porcentaje del PIB resulta muy pobre en comparación con los demás países de la región: entre 2000 y 2001 el promedio fue 0,5%, mientras en América Latina fue 3,3%, en Chile 7,2% y en Brasil 15%<sup>30</sup>.

La liquidez, medida como el volumen transado/capitalización, y una de las variables cruciales en cuanto al desempeño de los mercados, es igualmente muy baja: 2,7% en 2001, en contraste con 12% en América Latina y 151% en el total mundial.

Adicionalmente, los costos son extremadamente elevados, ya que el costo de transar en el mercado<sup>31</sup>

<sup>28</sup> Países industrializados como Canadá, Estados Unidos y Singapur, registraron en 2002 índices de 110% 135% y 151%, respectivamente.

<sup>29</sup> La capitalización sobre el número de firmas es de US\$108 millones, frente US\$430 en América Latina.

<sup>30</sup> Durante este período, el valor transado/PIB alcanzó un valor de 307% en Estados Unidos.

se acerca al 100% del precio de la acción; la volatilidad<sup>32</sup> es alta frente a los países desarrollados, pero baja frente a América Latina (31,1% versus 37% en 1996-2001); hay una alta concentración de la actividad del mercado (en 2001 la participación de los 10 papeles más grandes en el valor transado fue de 71%) pero baja en cuanto al tamaño (la participación de los 10 papeles más grandes en la capitalización total del mercado es de 31%); y finalmente hay poca integración internacional: la correlación del mercado colombiano con S&P 500 es de 0,2, mientras el promedio de la región es de 0,4 y los niveles de países como Chile, Brasil y México se acercan a 0,7.

La estructura del mercado de capitales colombiano ha cambiado sustancialmente en los últimos diez años: las acciones han perdido paulatinamente participación en el total transado (cerca de 13% a mediados de la década frente a cerca de 4% en los años recientes) y los instrumentos de renta fija han adquirido importancia. Sin embargo, dentro de la renta fija también se destaca que los papeles privados han perdido peso (de 70% en 1996 a 30% actualmente) mientras los papeles oficiales han ganado terreno. De hecho, la proporción de TES en el total transado en el mercado pasó de niveles de 6% en 1995 a cerca de 55% en los años recientes. Esto indica que el crecimiento global del mercado de capitales se ha sustentado en buena parte en el crecimiento de la deuda pública, un factor que si bien ha generado efectos positivos para su funcionamiento, no tiene una contraparte en mayores recursos de financiamiento del sector real.

## VI. DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES: HACIA DÓNDE VAMOS

Los elementos que más influyen en el desarrollo del mercado de capitales colombiano tienen que ver con factores de oferta, de demanda, infraestructura y aspectos regulatorios. Algunos estudios recientes (Arbeláez et al., 2002 y Arbeláez et al., 2004) han analizado las razones detrás de esto: i) la reducida participación de las empresas en el mercado de acciones y bonos; ii) la limitada participación de inversionistas institucionales que se deriva de la poca disponibilidad de instrumentos y de una regulación restrictiva; iii) ineficiencias en la infraestructura; y iv) un marco regulatorio caracterizado por normas desactualizadas y dispersas, arbitraje regulatorio, inflexibilidad, estrecha capacidad de supervisión, débil esquema de competencias y de autorregulación, ausencia de estándares de idoneidad profesional, debilidad en los estándares contables, falta de controles internos y prácticas de gobierno corporativo débiles.

Por otra parte, como se ilustró ampliamente en la primera sección, también se han identificado las variables que influyen en el desarrollo y buen funcionamiento de los mercados, y que a la vez determinan un mayor impacto en el crecimiento de las empresas. En particular, se destaca el efecto positivo de los buenos fundamentos económicos, políticas macroeconómicas sanas, mercados más abiertos y sistemas legales y regulatorios eficientes con mejor protección a los accionistas (Claessens et al., 2001)<sup>33</sup>.

---

<sup>31</sup> Corresponde a la suma de los costos por comisiones, honorarios e impacto sobre el mercado (S&P 2002).

<sup>32</sup> La volatilidad es medida como la desviación estándar anualizada del índice de precios de la Bolsa.

---

<sup>33</sup> De acuerdo con Demirgüç-Kunt y Maksimovic (1996b) el nivel de desarrollo del mercado de capitales está altamente correlacionado con el desarrollo de bancos, instituciones no bancarias (compañías financieras, fondos mutuos) compañías de seguros y fondos de pensiones privados.

Aplicando estos conceptos al caso colombiano, es claro que después de la crisis de finales de los noventa la situación económica del país se ha recuperado notoriamente, alcanzando tasas de crecimiento promedio de 4% en los últimos años, situación que ha venido acompañada de un saneamiento macroeconómico, especialmente en el frente monetario. El comportamiento descendente de la inflación y de las tasas de interés, sin duda ha favorecido la recuperación reciente de los mercados financieros. En materia regulatoria, la reciente aprobación de la Ley Marco del Mercado de Valores constituye un primer paso para generar orden normativo y seguridad jurídica para los sectores bancario y valores y para las autoridades de vigilancia y control, lo que sin duda ayudará a promover el mercado, brindándole reglas de juego claras, seguridad y reduciendo el riesgo<sup>34</sup>.

Otros indicadores institucionales relacionados con la Ley y el Orden, que según la evidencia internacional juegan un papel crucial en el desarrollo de los mercados de capitales y en su efecto sobre el crecimiento, no han sido objeto de análisis rigurosos en el país; sin embargo, su calificación es precaria, según lo confirman diferentes fuentes inter-

nacionales<sup>35</sup>. Para ilustrar esta situación, se seleccionaron algunos indicadores que se presentan en el Cuadro 1. En tres de las variables, calidad regulatoria, imperio de la ley y derechos de propiedad, el país sufrió un deterioro en 2004 frente a 1998. En cuanto a la estabilidad política y el control de la corrupción, ha habido un ligero progreso pero con calificaciones aún negativas. En general, los puntajes para Colombia son extremadamente bajos comparados con países de altos ingresos, y en todos los casos inferiores al promedio de América Latina, con un marcado contraste frente a algunos países como es el caso de Chile.

Estos resultados son sugestivos y llaman la atención sobre la urgencia de evaluar su real efecto sobre el buen funcionamiento de los mercados. Como se argumenta en la literatura, si se asume que el desarrollo de los mercados financieros (bancos y valores) tienen los dos una influencia en el crecimiento de largo plazo, es necesario conocer más a profundidad los determinantes del desarrollo financiero, lo que implica involucrar aspectos institucionales, legales y regulatorios. Sin lugar a dudas, esto puede brindar elementos importantes para orientar y priorizar algunas políticas públicas.

---

<sup>34</sup> Esta ley específica para el mercado de valores promueve la homogeneización de normas aplicadas a los diferentes agentes que participan en el mercado, la protección al inversionista y la promoción de prácticas de gobierno corporativo, mejora la transparencia del mercado, la divulgación y calidad de la información y fortalece las prácticas de autorregulación, entre los aspectos más destacados.

---

<sup>35</sup> Se trata de encuestas sobre obstáculos al crecimiento o la creación de indicadores sobre "libertades económicas" realizadas por organismos internacionales, las cuales cubren un número importante de países y de temas legales, regulatorios, jurídicos, de Ley y Orden y de políticas públicas, entre otros. Estas son precisamente las variables utilizadas en buena parte de los estudios citados en este documento.

### Cuadro 1. INDICADORES LEGALES E INSTITUCIONALES 1998

País	Estabilidad política (1)		Calidad regulatoria (1)		Control de la corrupción (1)		Imperio de la ley (1)		Derechos de propiedad (2)	
	1998	2004	1998	2004	1998	2004	1998	2004	1998	2004
OECD, altos ingresos	0,25	0,20	1,14	0,21	0,18	1,65	1,67	1,51	2,53	1,44
Reino Unido	0,24	0,77	0,23	1,62	2,33	2,06	2,05	1,71	1,00	1,00
América Latina	0,28	0,22	0,68	0,22	0,21	-0,09	0,00	-0,21	2,53	3,55
Colombia	-1,56	-0,47	0,51	-0,12	-0,61	-0,16	-0,66	-0,70	3,00	4,0
Chile	0,61	1,09	1,22	1,62	1,20	1,44	1,27	-0,70	1,00	1,0
Venezuela	-0,37	-0,46	0,13	0,18	-0,77	-0,94	-0,64	-1,10	3,00	4,0
Brasil	-0,38	0,34	0,21	0,19	0,10	-0,15	-0,08	-0,21	3,00	3,00

Fuente: (1) Daniel Kaufmann, Aart Kraay and Massimo Mastruzzi, "Governance Matters IV: Governance Indicators for 1996-2004". El puntaje va de -2,5 a 2,5, donde 2,5 corresponde a un mejor desempeño; (2) Heritage Foundation, Economic Freedom Index. El indicador va entre 1 y 5, donde 1 es mayor libertad.

## BIBLIOGRAFÍA

- Arbeláez, M.A. y Echavarría, J.J. (2001), "Crédito, liberalización financiera e inversión en el sector manufacturero colombiano". *Coyuntura Económica*. Vol. xxxi. N°3-4: 73-103.
- Arbeláez M.A., y Zuluaga S. y Guerra, M.L. (2002), El mercado de capitales colombiano en los noventa y las firmas comisionistas de bolsa, *Colección de libros de Fedesarrollo*, Ed. Alfaomega S.A.
- Arbeláez M.A., Villegas F. y Salazar N. (2004), "Colombia. Diagnóstico de la estructura de financiamiento del sector real e identificación de obstáculos que han impedido que estas empresas acudan al mercado de valores", (mimeo), Fedesarrollo y ANIF.
- Ayyagari, M., Demirgüç-Kunt, A., y Maksimovic, V. (2005), "How Important Are Financing Constraints? The Role of Finance in the Business Environment", (mimeo), World Bank, agosto.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Laeven L. y Levine R. (2004b), "Finance, Firm Size and Growth", *NBER Working Paper* N° 10983, diciembre.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (2004a), "Law and Firms' Access to Finance", *NBER Working Paper* N° 10687, agosto.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (2005a), "Bank Supervision and Corruption in Lending", *NBER Working Paper* N° 11498, julio.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. y Maksimovic, V. (2000), "Financial Structure and Economic Development: Firm Industry and Country Evidence". World Bank Policy Research *Working Paper* N°2423, junio.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. y Maksimovic, V. (2003), "Bank Competition, Financing Obstacles, and Access to Credit", Policy Research *Working Paper* Series 2996, The World Bank.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. y Maksimovic, V. (2005b), "Financial and Legal Constraints to Firm Growth. Does Size Matter?" *Journal of Finance*, American Finance Association, 60(1):137-177.
- Beck, T. y Levine, R. (2000) "New Firm Formation and Industry Growth: Does Having a Market or Bank-Based System Matter?". World Bank Policy Research, *Working Paper* N°2383.
- Beck, T. y Levine, R. (2002), "Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence", *NBER Working Paper* N° 9082, Julio.
- Beck, T. y Levine, R. (2003), "Legal Institutions and Financial Development", *NBER Working Paper* N° 10126, diciembre.
- Beck, T., Levine, R. y Loayza, N. (1999), "Finance and the Sources of Growth". *Journal of Financial Economics*. 58: 261-300.
- Claessens, S., Klingebiel, D., y Schmukler, S. (2001), "The Future of Stock Markets in Emerging Economies: Evolution and Prospects". Documento preparado para Fifth Annual Brookings-Warton Conference on Financial Services, Washington, D.C.
- Claessens, S., y Laeven, L. (2002), "Financial Development, Property Rights and Growth" World Bank Policy Research *Working Paper* N°2924, noviembre
- Claessens, S. y Laeven, L. (2005), "Financial Dependence, Banking Sector Competition and Economic Growth", World Bank Policy Research, *Working Paper* 3481, enero.
- Demirgüç-Kunt, A., Laeven, L. y Levine, R. (2003), "Regulations, Market Structure, Institutions and the Cost of Financial Intermediation" *NBER Working Paper* N°9890, julio.
- Demirgüç-Kunt, A. y Levine, R. (1999), "Bank-based and Market-based Financial Systems: Cross-Country Comparisons". World Bank Policy Research *Working Paper*, N° 2143.
- Demirgüç-Kunt, A. y Maksimovic, V. (1996a), "Stock Market Development and Financing Choices of Firms", *The World Bank Economic Review*; 10 (2): 341-369, Oxford University Press.
- Demirgüç-Kunt, A. y Maksimovic, V. (1996b), "Financial Constraints, Uses of Funds and Firm Growth: An International Comparison", World Bank Policy Research *Working Paper* N°1671.
- Demirgüç-Kunt, A. y Maksimovic, V. (1998), "Law, Finance, and Firm Growth". *The Journal of Finance*. Vol. LIII, N°6: 2107-2137.
- Demirgüç-Kunt, A. y Maksimovic, V. (1999), "Institutions, Financial Markets and Firm Debt Maturity". *Journal of Financial Economics*. 54: 295-336
- Fazzari, S.M., Hubbard, R. G. y Petersen, B.C. (1988), "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:141-195.
- Fishman, R. y Love I. (2002), "Patterns of Industrial Development: Revisited: The role of Finance", World Bank Policy Research *Working Paper* N°2877, agosto.
- Fishman, R. y Love, I. (2003), "Financial Dependence and Growth Revisited", *NBER Working Paper* N°9582, marzo.
- Fishman, R. y Love, I. (2004), "Financial Development and Growth in the Short and Long Run", *NBER Working Paper* N°10236, enero.
- Fan J., Titman, Sh. y Twite, G. (2004), "An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices", (mimeo) *Working Paper*, diciembre.

- Gallego, F. y Loayza, N. (2000), "Financial Structure in Chile: Macroeconomic Effects", (mimeo), Banco Central de Chile.
- Gelos, G. R. y Werner A. M. (1999), "Financial Liberalization, Credit Constraints, and Collateral: Investment in the Mexican Manufacturing Sector", (mimeo), International Monetary Fund.
- Harris, J. R., Schiantarelli, F. y Siregar M.G. (1994), "The Effect of Financial Liberalization on the Capital Structure and Investment Decisions of Indonesian Manufacturing Establishments", *World Bank Economic Review*, 8:17-47.
- King, R. y Levine, R. (1993), "Finance and Growth: Shumpeter Must Be Right", *Policy Research Working Papers*, WPS 1083, World Bank, febrero.
- La Porta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny R.W. (1997), "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, 52:1131-1150.
- Laeven, L. (2001), "Financial Liberalization y Financing Constraints: Evidence from Panel Data on Emerging Economies", (mimeo), World Bank.
- Levine, R. (2002), "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?", *NBER Working Paper* N° 9138, septiembre.
- Levine, R. (2004a), "Finance and Growth: Theory and Evidence", *NBER Working Paper* N° 10766, septiembre.
- Levine, R. (2004b), "The Corporate Governance of Banks: A Concise Discussion of Concepts and Evidence, World Bank Policy Research, *Working Paper* 3404, septiembre.
- Levine, R. y Zervos, S. (1996), "Stock Market Development and Long-Run Growth". *The World Bank Economic Review*. 10 (2): 323-339.
- Levine, R. y Zervos, S. (1998), "Stock Markets, Banks, and Economic Growth". *The American Economic Review*. 88 (3): 537-558.
- Levine, R., Loayza, N. y Beck, T. (2000), "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes". *Journal of Monetary Economics*. N°46: 31-77.
- Loayza, N. y Ranciere, R. (2002), "Financial Development, Financial Fragility, and Growth", (mimeo), Banco Central de Chile, octubre.
- Love, I. (2001), "Financial Development and Financing Constraints: International Evidence from the Structural Investment Model", (mimeo), Columbia University.
- Rajan R y Zingales, L. (1998), "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, 88:559-586.
- Shumpeter, J.A. (1911), "The Theory of Economic Development", Cambridge MA, Harvard University Press.