

---

# REPORTES DEL EMISOR

---

INVESTIGACIÓN E INFORMACIÓN ECONÓMICA

---

---

Bogotá, D. C., diciembre  
de 2004 - No. 67

---

EDITORA:  
Diana Margarita Mejía A.

ISSN  
0124-0625

REPORTES DEL EMISOR es una publicación del Departamento de Comunicación Institucional del Banco de la República.

Las opiniones expresadas en los artículos son las de sus autores y no necesariamente reflejan el parecer y la política del Banco o de su Junta Directiva.

REPORTES DEL EMISOR puede consultarse en la página web del Banco de la República:  
[www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co)  
(Ruta de acceso:  
Información Económica/Documentos e Informes/Reportes)

Diseño:  
Asesores Culturales Ltda.



## Documentos de investigación económica del Banco de la República

---

*Una de las funciones del Banco de la República es investigar sobre la economía colombiana.*

*A partir del presente número, Reportes del Emisor publicará de manera periódica los resúmenes de los trabajos del equipo de investigación del Banco.*

*En esta edición se presentan los resúmenes de las investigaciones publicadas entre los meses de julio y noviembre de 2004.*

---

Una de las funciones del Banco de la República es investigar sobre la economía colombiana. Por ello, el Banco cuenta con un equipo de investigadores altamente calificado y especializado en diferentes áreas, tales como los mercados financiero, monetario y cambiario, el sector externo, los indicadores sociales y el sector real, entre otras. La función de este equipo es estudiar la evolución de las variables económicas, con el objetivo de apoyar a la Junta Directiva en la toma de decisiones de política económica.

A partir del presente número, *Reportes del Emisor* publicará de

manera periódica los resúmenes de los trabajos de investigación económica adelantados por los integrantes del citado equipo del Banco de la República.

Estos documentos hacen parte de la serie Borradores de Economía, publicación de la Subgerencia de Estudios Económicos, los cuales pueden consultarse en la página web del Banco de la República:

<http://www.banrep.gov.co/docum/investi4.htm>

En esta edición se presentan los resúmenes de las investigaciones publicadas entre los meses de julio y noviembre de 2004.

---

# REPORTES DE INVESTIGACIÓN

---

RESUMEN DE TRABAJOS ADELANTADOS POR LOS INVESTIGADORES DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

[www.banrep.gov.co/docum/investi4.htm](http://www.banrep.gov.co/docum/investi4.htm)

Número 1, julio-noviembre 2004

---

## Antecedentes históricos de la deuda colombiana. La renegociación de la deuda externa de Colombia en los años treinta y cuarenta. Segunda ronda: 1938-1942

No. 293

MAURICIO AVELLA GÓMEZ

En este documento se expone la segunda ronda del proceso renegociador de la deuda externa de Colombia en los años treinta y cuarenta. La controversia entre las partes floreció en los primeros dos años. Los dos últimos fueron fructíferos en arreglos entre acreedores y deudores. El énfasis de la discusión en el artículo recae en las estrategias adoptadas por los negociadores, y en el papel protagonizado por los gobiernos de Gran Bretaña y de los Estados Unidos. Al final de la segunda ronda, Colombia había logrado regularizar el servicio de un poco más de la mitad de su deuda externa.

---

## Estabilidad real macroeconómica y la cuenta de capital en Chile y Colombia\*

No. 294

RICARDO FFRENCH-DAVIS Y LEONARDO VILLAR\*\*

En 1995, cuando la crisis del tequila se propagaba por América Latina, Colombia y Chile resultaron inmunes frente al contagio y registraron altas tasas de crecimiento. Los autores documentan que este notable desempeño estuvo asociado a la adopción de medidas prudenciales para evitar la excesiva exposición a flujos de capitales de corto plazo, incluyendo su capacidad de resistir las presiones a la apreciación cambiaria real. En efecto, ambos países establecieron un encaje sobre las entradas de fondos externos con el fin de desalentar los flujos de corto plazo, aplicaron bandas cambiarias móviles y otros instrumentos para reducir la vulnerabilidad interna a los flujos de capitales. No obstante, al llegar el contagio de la crisis asiática, a pesar de que los pasivos de corto plazo representaban una proporción baja de la deuda externa de ambos países, la vulnerabilidad ante la crisis financiera internacional fue alta. Ambas economías experimentaron alzas significativas de sus tasas de interés reales en 1998 y caídas del producto en 1999; las salidas de capitales asociadas a los pasivos externos de corto plazo fueron de montos reducidos, en tanto que aquéllos vinculados a los fondos de pensiones (propiedad de residentes nacionales) fueron considerables. Las similitudes no van más allá de las mencionadas; durante los noventa y los años más recientes, en Chile las tasas de crecimiento del PIB fueron altas, el ahorro del sector privado se incrementó y el sector público presentó

cuentas superavitarias, mientras que en Colombia las tasas de crecimiento del producto fueron menores a sus niveles históricos, el ahorro privado declinó y el déficit fiscal se incrementó. Se recuentan, brevemente, las causas de esas diferencias.

---

## Los determinantes del *spread*, la calificación y la percepción de la calidad de la deuda soberana de los países emergentes: un análisis de corte transversal

No. 295 (INGLÉS)

PETER ROWLAND Y JOSÉ L. TORRES

Este estudio se estructura en los datos de un análisis de corte transversal para identificar los determinantes de extensión sobre las riquezas de los Estados Unidos y la soberanía de las emisiones de los mercados emergentes, la dignidad de los emisores, donde el mayor está representado por el índice de valor de los inversionistas institucionales. Se hizo un ejercicio con 16 economías de mercados emergentes, junto con datos de series de tiempo para el período de 1998 a 2002, cuando se analizó su extensión, y de 1987 a 2001, cuando operó el análisis de valor. Los resultados sugieren que tanto para la extensión como para el valor, las variables explicativas significadas incluyan tasas de crecimiento económico, la razón deuda / producto nacional bruto; reservas / producto nacional bruto; deuda / exportaciones, y el servicio de la deuda / producto nacional bruto, mientras el valor es influenciado por la tasa de inflación y un incumplimiento de la variable *dummy*.

---

## Los determinantes del *spread*, la calificación y la percepción de la calidad de la deuda soberana de los países emergentes: un análisis de corte transversal

No. 296 (INGLÉS)

PETER ROWLAND

El presente estudio es una continuación del trabajo realizado por Rowland y Torres (2004), quienes utilizaron una metodología de corte transversal con información de 16 países emisores de deuda de los mercados emergentes, con el objeto de identificar los determinantes del diferencial de rentabilidad con bonos del Tesoro de los Estados Unidos (*spread*) y la capacidad de endeudamiento. Debido a que recientemente han surgido muchos nuevos emisores de deuda soberana, se puede expandir nuestro conjunto de países a 29 para el análisis del *spread* y a cerca de 50 para el análisis de las calificaciones de crédito y la capacidad de endeudamiento, utilizando datos en un solo momento en el tiempo, en este caso, finales de julio de 2003. Se usó un esquema de regresión de mínimos cuadrados ordinarios para el análisis empírico. El estudio identifica unas siete variables que juegan un rol en la determinación de las calificaciones, la capacidad de endeudamiento y los *spreads*. Estas incluyen el PIB per cápita,

\* Documento preparado como parte del proyecto de la Cepal sobre "Volatilidad, globalización financiera y crecimiento", apoyado por la Fundación Ford.

\*\* Ricardo Ffrench-Davis, es asesor regional principal de la Cepal y Profesor de Economía de la Universidad de Chile y Leonardo Villar, miembro de la Junta del Banco Central de Colombia y Profesor de Economía de la Universidad de los Andes.

la tasa de crecimiento económico, la tasa de inflación, las relaciones de deuda externa, de servicio de la deuda, el nivel de las reservas internacionales y el grado de apertura de la economía. Los hacedores de política de los mercados emergentes y los inversionistas deberían poner mucha atención a estas variables en el momento de definir las políticas económicas y evaluar las emisiones de bonos.

**Cambios en la estructura de los salarios urbanos en Colombia (1984 - 2000)**

No. 297                      LUIS EDUARDO ARANGO, CARLOS ESTEBAN POSADA  
Y JOSÉ DARÍO URIBE

Entre 1984 y 2000 se registraron variaciones importantes en la relación entre salarios de los trabajadores de mayor y menor nivel educativo. Entre 1992 y 1998 se presentó un incremento de esta relación que muy probablemente contribuyó a explicar la reversión de la tendencia previa a la desconcentración del ingreso ocurrida durante los años noventa, mientras que lo contrario se observó en los períodos 1984-1991 y 1999-2000. Las estimaciones de los autores indican que tales variaciones de los salarios fueron causadas por movimientos de la relación entre demanda y oferta laboral, en consonancia con el modelo convencional de determinación de salarios. Además, no se rechaza la hipótesis de ocurrencia de un cambio técnico, al menos en un sentido laxo, intensivo en el uso de trabajadores del mayor nivel educativo durante los años noventa cuyo efecto en la demanda fue tan alto que no logró ser compensado por los aumentos en la oferta.

**Crisis fiscal actual: diagnóstico y recomendaciones**

No. 298                      HERNÁN RINCÓN, JORGE RAMOS E IGNACIO LOZANO

Después de la ejecución del programa de ajuste fiscal y macroeconómico aplicado entre 1999 y 2002, y de las medidas económicas tomadas por la actual administración, se conoce que el país no se encuentra aún sobre una senda fiscal sostenible. Este documento recapitula integralmente el problema de las finanzas del gobierno y plantea algunas recomendaciones en materia de ingresos, gastos y deuda, con el fin de sanearlas y hacerlas sostenibles en el mediano y largo plazo. Haciendo un reconocimiento a los esfuerzos que han hecho las anteriores administraciones y la actual, el documento contribuye al debate que busca la adopción de nuevas y efectivas decisiones de política fiscal.

**La vivienda como colateral: política monetaria, precios de la vivienda y consumo en Colombia**

No. 299                      MARTHA LÓPEZ P.

En este documento se calibra un modelo de equilibrio general dinámico para el sector de vivienda en Colombia. El modelo tiene en cuenta el papel de las fricciones del mercado de crédito

en la explicación del ciclo económico. La vivienda sirve dos propósitos: proveer servicios de vivienda y servir como colateral para disminuir los costos de financiamiento relativos a la actividad de pedir prestado. Con el modelo se pretende mostrar la relación existente entre la hoja de balance de los hogares, la inversión en vivienda, los precios de la misma y el consumo. Se encuentra evidencia empírica de que existe un mecanismo de acelerador financiero en la inversión en vivienda y de que el consumo de los hogares responde a los efectos de la hoja de balance. En la década de los noventa, el mecanismo de acelerador financiero explica cerca del 40% de la respuesta máxima de la inversión en vivienda y de los precios de la misma ante un choque en tasas de interés. Finalmente, se hace un experimento para capturar la forma como desde 2000 el mecanismo de acelerador financiero se ve afectado por un cambio estructural en el mercado de financiación de vivienda.

**La vivienda en Colombia: sus determinantes socioeconómicos y financieros**

No. 300                      SERGIO CLAVIJO\*, MICHEL JANNA Y SANTIAGO MUÑOZ

El objetivo de este trabajo es proporcionar una visión de conjunto del mercado hipotecario en Colombia y su relación con los principales determinantes que se encuentran a nivel internacional. Nuestras recomendaciones apuntan a examinar la cadena productiva y obtener un mejor entendimiento de las estadísticas “vitales” del sector vivienda y su relación con las condiciones crediticias. También presentamos un modelo simultáneo tendiente a explicar los ciclos de precios hipotecarios en Colombia durante el período 1990-2003. Por el lado de la demanda, se encuentra que el metraje construido es bastante elástico al ingreso laboral de los hogares y al precio de la vivienda nueva, así como a la tasa de interés real. Por el lado de la oferta, se observó una elasticidad alta a los costos de construcción y un efecto riqueza moderado. Estos resultados son robustos a diferentes tipos de estimación.

\*Codirector, Banco de la República.

**Políticas de economía regional: casos de cuatro países**

No. 301 (INGLÉS)                      GERSON JAVIER PÉREZ V. Y PETER ROWLAND

Este documento presenta cuatro estudios de caso de economías con políticas regionales bien desarrolladas. Tales estudios incluyen la Unión Europea, España, Italia y Brasil. Estos casos han sido seleccionados debido a su relevancia al estudiar los problemas regionales de Colombia. En todos los casos, la política regional ha tenido un desempeño relativamente pobre, en la medida en que las desigualdades regionales no se han reducido significativamente. Sin embargo, se podría argumentar que esas disparidades podrían ser mayores sin estas iniciativas de política. Por lo tanto, los resultados ponen de relieve las dificultades en el desarrollo de una política regional exitosa.

### Expectativas de actividad económica en Colombia y estructura a plazo: un poco más de evidencia

No. 302

LUIS EDUARDO ARANGO Y LUZ ADRIANA FLÓREZ

Se presenta evidencia clara a favor de la hipótesis de que la estructura a plazo real contiene información sobre las expectativas de la actividad económica en Colombia para los plazos entre seis y doce, seis y 24, y 12 y 24 meses adelante. Los signos de los coeficientes estimados son, en todos los casos, los que predice la teoría. La capacidad de pronóstico del modelo es mejor para el período entre seis y 12 meses adelante que para períodos superiores.

### Dinero, precios, tasa de interés y actividad económica: un modelo del caso colombiano (1984:I-2003:IV)

No. 303

JOSÉ FERNANDO ESCOBAR R. Y CARLOS ESTEBAN POSADA P.

A partir de un esquema de oferta y demanda de dinero se estimó un modelo de relaciones de corto y largo plazos entre cinco variables: base monetaria, dinero (M1), tasa de interés, producto y nivel de precios al consumidor (cifras trimestrales desde 1984:I hasta 2003:IV). El modelo es del tipo denominado SVEC (*Structural Vector Error Correction*). Los parámetros de las funciones de oferta y demanda de dinero son compatibles con las restricciones teóricas convencionales. La estimación utilizó la metodología de tendencias estocásticas comunes para realizar un análisis de impulso-respuesta y un ejercicio de pronóstico con las posibles variables débilmente exógenas.

### Valor en riesgo de los activos financieros colombianos aplicando la teoría de valor extremo

No. 304

PAMELA CARDOZO

Desde finales de los años ochenta el sistema financiero colombiano ha experimentado cambios fundamentales acompañados de una mayor volatilidad del entorno en que se desenvuelve la actividad financiera. Como parte del fortalecimiento de la regulación prudencial, desde el año 2000 en Colombia, se está supervisando el riesgo de mercado medido a través del valor en riesgo (VeR). El VeR se define como la máxima pérdida potencial en el valor de un activo o portafolio, dada una probabilidad, debido a cambios en los precios del mercado, en un horizonte de tiempo determinado. Para obtener el VeR de un activo generalmente se supone que los retornos siguen una distribución normal, sin embargo, existe gran evidencia de que ésta no se ajusta en forma correcta a la serie de retornos financieros. En este estudio se utiliza la teoría de valor extremo (TVE) para obtener el VeR de seis activos financieros colombianos utilizando el método de picos sobre un umbral (*Peaks over Thresholds* (POT)) mostrando que la distribución normal no se ajusta a la distribución de los retornos de los activos colombianos. Se modela

de forma satisfactoria la distribución de las series, bajo el supuesto de observaciones independientes e idénticamente distribuidas, especialmente en la parte extrema de la distribución. Se compara el VeR obtenido (VeR TVE) y el VeR bajo el supuesto de distribución normal con los retornos reales dando como resultado un mejor ajuste del VeR de TVE. En el último examen de desempeño, la hipótesis nula de que el modelo realiza una buena estimación es rechazada 11 veces por el método tradicional (distribución normal) mientras que el método de TVE lo hace seis veces.

\* Artículo realizado como tesis de la Maestría en Economía de la Universidad de los Andes, asesorado por Fernando Beltrán.

### Ejercicio de estimación de la tasa de cambio del mercado libre

No. 305

GLORIA ALONSO, JORGE NIÑO, HÉCTOR ZÁRATE

El objeto del presente documento es mostrar el cálculo de la tasa de cambio del mercado libre, señalando su comportamiento durante 2003 y en lo transcurrido de 2004 hasta junio, y compararlo con la dinámica de la tasa de cambio del mercado regulado (TRM para operaciones en efectivo). Se hace una descripción breve de la legislación cambiaria en lo que concierne a operaciones de mercado libre. Así mismo, se presenta el diseño muestral utilizado para la encuesta y la metodología de cálculo empleada. De otro lado, se analiza la dinámica del precio de la divisa en el mercado libre, los resultados del margen de intermediación de la negociación de las divisas entre los dos mercados y la posibilidad del arbitraje entre los mismos. Por último, se habla sobre negociaciones de divisas entre el mercado regulado y el libre.

### Estructura de costos de transacción de las remesas de trabajadores en Colombia - 2003

No. 306

MARÍA MERCEDES COLLAZOS, ENRIQUE MONTES Y SANTIAGO MUÑOZ

Con base en la información publicada por el Banco de la República sobre los "Principales resultados de la encuesta de costos de transacción de remesas de trabajadores", se hace un análisis de las principales características de operación del mercado receptor de remesas en Colombia y de sus costos de transacción. Se encuentra evidencia de un mercado en proceso de cambio y con una mayor competencia, aunque todavía presenta importantes niveles de concentración. Los costos de envío y posterior pago de las remesas tanto por comisiones como por diferencial cambiario se han reducido. Los costos por comisiones, que son los más altos, se determinan en el mercado emisor de las remesas, en tanto que el diferencial cambiario es la principal fuente de ingresos para las entidades pagadoras. Sin embargo, se encontró que estas entidades incurrían para el pago de los giros familiares en costos altos y muy diversos.



**Crecimiento, comercio internacional e instituciones: reflexiones a raíz de las negociaciones TLC-ALCA**

No. 307

SERGIO CLAVIJO

Las discusiones TLC-ALCA hacen pertinente revisar los problemas de crecimiento, apertura y consolidación institucional en Colombia. Dichas negociaciones trascienden los temas arancelarios e incluyen derechos de propiedad y organización institucional. El crecimiento del ingreso real per cápita de América Latina presenta un rezago abismal respecto al del Sudeste Asiático (1,5% vs. 4,8% anual durante 1965-2004), agravándose durante el período post-crisis 1997-2004. Mientras Asia ha duplicado su ingreso per cápita cada 15 años, América Latina ha tenido que esperar casi medio siglo y Colombia cerca de 40 años.

Las negociaciones TLC-ALCA posibilitan modernizar nuestra economía y mejorar la organización institucional. Ningún país en vías en desarrollo ha logrado consolidar su crecimiento sin volcarse sobre el mercado externo. Para sostener el camino de desarrollo no existe fórmula diferente a la de aplicar buenas políticas económicas: baja inflación, tasas de cambio flexibles, un buen régimen tributario (con adecuada progresividad social), descentralización fiscal. Esto se verá reforzado a medida que se mejore la organización estatal y es aquí donde las negociaciones internacionales deben constituirse en un buen “anclaje” institucional.

**Inflación objetivo en una pequeña economía abierta: el caso colombiano**

No. 308

FRANZ HAMANN, JUAN MANUEL JULIO, PAULINA RESTREPO Y ÁLVARO RIASCOS

Se presenta un modelo de equilibrio general dinámico estocástico para *inflation targeting* en una economía pequeña abierta. Se ha calibrado este modelo para la economía colombiana y presenta una respuesta de variables macro a innovaciones relevantes en economías emergentes. Se analiza la sensibilidad de las respuestas a distintos valores de los parámetros. Con base en la metodología de Diebold *et al.* (1998), se determinó si el modelo captura el espectro, fase y coherencia de la inflación y producto observados. Los datos colombianos se caracterizan porque: primero, la inflación y brecha del PIB (con respecto a la filtración HP), están dominados por movimientos periódicos entre dos y 25 trimestres con un máximo de entre 10 y 12. El espectro cruzado y la coherencia muestran resultados similares. Segundo, la coherencia no está dominada por frecuencias particulares pero la correlación llega a ser de 0,6 para movimientos periódicos de cinco trimestres. Al comparar estos hechos con los del modelo, no se encontraron diferencias significativas en el espectro para movimientos de hasta 10 trimestres. El espectro del modelo registra mayor persistencia que las variables observadas y la coherencia se captura en el modelo para frecuencias cercanas al máximo y para movimientos de muy largo plazo.

**La demanda de especies monetarias en Colombia: estructura y pronóstico**

No. 309

CARLOS A. ARANGO A., MARTHA A. MISAS A. Y JUAN NICOLÁS HERNÁNDEZ

Las tesorerías de los bancos centrales enfrentan el problema de pronosticar las necesidades de especies monetarias requeridas por los agentes económicos para finalizar sus transacciones. Los pronósticos se utilizan para hacer sus planes a mediano plazo (2 a 3 años en el caso colombiano) de producción, e inventarios de materia prima y unidades terminadas por denominación. El objetivo de este trabajo es evaluar distintas técnicas de pronóstico que sean lo suficientemente flexibles como para incorporar las innovaciones recientes en los determinantes de la demanda y la estructura de denominación de las especies monetarias, y reconocer las posibles no-linealidades en la relación de aquellos con el uso del efectivo. La estrategia seguida se basa en la utilización de redes neuronales artificiales (ANN) y mínimos cuadrados flexibles (FLS), dos técnicas econométricas bastante robustas frente a cambios estructurales y que permiten incorporar elementos no-lineales en la modelación del efectivo.

**Antecedentes históricos de la deuda colombiana.**

**La renegociación de la deuda externa de Colombia en los años treinta y cuarenta. Tercera ronda: 1944-1949**

Apéndice estadístico de moratorias, repatriaciones de deuda externa, y acuerdos finales, 1920-1950

No. 310

MAURICIO AVELLA GÓMEZ

A diferencia de la segunda ronda de renegociación de la deuda externa (1938-1942), la tercera (1944-1949) se caracterizó por ser un período de rápidos acuerdos, más que uno de controversia en torno a las posiciones negociadoras. Estos convenios fueron los últimos en una serie de etapas cumplidas hasta la restauración completa del servicio de la deuda externa colombiana, el cual se había interrumpido formalmente desde principios de los años treinta. En términos cuantitativos, los departamentos y municipios, exceptuando Barranquilla, cuya deuda se había renegociado en 1939, llegaron a sumar el 51% de la deuda en dólares representada en bonos, y el 46% de la deuda externa total de largo plazo del país, cuando empezaron las negociaciones a fines de los treinta. En este ensayo se describen la negociación final del Municipio de Bogotá y, posteriormente, el arreglo de la deuda de los departamentos y municipios que, para finales de los cuarenta, se encontraban todavía en moratoria. Como última sección del ensayo se incluye un apéndice estadístico en el cual se reconstruyen las series de endeudamiento externo del país durante el período de 1923 a 1950, teniendo en cuenta las moratorias, repatriaciones y acuerdos finales en relación con cada uno de los préstamos.

**El crédito y sus factores determinantes: el caso colombiano (1990-2004)**

No. 311

LUZ ADRIANA FLÓREZ, CARLOS ESTEBAN POSADA Y JOSÉ FERNANDO ESCOBAR

A fin de interpretar el desempeño del crédito bancario observado durante los años 90 y principios del actual decenio en Colombia, se construyó un modelo teórico de equilibrio general dinámico. Además, se puso a prueba econométrica la ecuación generada en tal modelo, que establece una relación de equilibrio entre depósitos, crédito y tasa de interés activa (con datos del período 1990:01-2004:04). Las pruebas econométricas y los impulsos-respuestas (estos últimos obtenidos gracias a la metodología de “tendencias comunes”) permiten considerar plausibles dos hipótesis: a) existe una relación de equilibrio entre depósitos, crédito y tasa de interés activa como la que se deduce del modelo teórico, y b) la crisis de finales de los 90 fue una ruptura transitoria del equilibrio y no un cambio estructural, así que la situación actual (junio de 2004) puede entenderse como una etapa de retorno al equilibrio.

### Los precios y el impacto de la industria en el crecimiento económico: los casos inglés (1770 - 1840) y colombiano (1923 - 1998)

No. 312

CARLOS ESTEBAN POSADA Y EDGAR TRUJILLO

El desarrollo de las actividades industriales puede tener varios efectos positivos en el crecimiento económico general. En este ensayo examinamos las consecuencias de un cambio técnico industrial en el resto de la economía a través de su efecto en los precios de los bienes industriales. Las predicciones de nuestro ejercicio teórico, basado en un modelo de equilibrio económico bisectorial, son contrastadas con la evidencia empírica de dos casos: el inglés (1770-1840) y el colombiano (1923-1998). En el caso inglés, la evidencia que actualmente se acepta indica de manera clara que el cambio técnico en la industria manufacturera fue un factor importante en la reducción de los precios relativos de los bienes industriales y en la aceleración del crecimiento del conjunto de la economía desde fines del siglo XVIII y hasta mediados del XIX, tal como lo describe nuestro modelo teórico. En el caso colombiano la evidencia disponible sugiere que el mecanismo previamente mencionado (cambio técnico en la actividad manufacturera que reduce los precios industriales y, por tanto, acelera el crecimiento económico) solo ha operado de manera esporádica, con notables y prolongadas interrupciones, y, al menos aparentemente, con debilidad.

### Determinantes de los flujos de inversión hacia los mercados emergentes

No. 313 (INGLÉS)

CARLOS ANDRÉS AMAYA G. Y PETER ROWLAND

El estudio de los flujos de inversión extranjera es de gran interés para los hacedores de política económica ya que aquéllos son una parte considerable de la balanza de pagos y son además volátiles. En efecto, las paradas súbitas y la reversión de estos flujos han sido protagonistas en las recientes crisis de los países emergentes. El trabajo estudia los flujos de inversión extranjera, tanto inversión extranjera directa como inversión en portafolio, hacia economías emergentes poniendo especial énfasis en los determinantes de estos. En primera instancia, usando una sección cruzada para

el año 2000, y después, usando un panel de datos para el período 1980 a 1997, diversas variables emergen como principales determinantes. En general, economías grandes y con altas tasas de crecimiento atraen más flujos que economías pequeñas y con bajas tasas de crecimiento. Adicionalmente, los resultados encuentran evidencia a favor de que políticas fiscales prudentes, combinadas con niveles moderados de deuda resultan en mayores niveles de inversión extranjera. Finalmente, se encuentra que los ciclos económicos en las economías desarrolladas afectan estos flujos.

### Política económica regional para Colombia

No. 314 (INGLÉS)

JUAN DAVID BARÓN GERSON,  
JAVIER PÉREZ V. Y PETER ROWLAND

Este trabajo propone un marco de trabajo para una política económica regional en Colombia. Se estudian las características regionales y se muestra que las disparidades regionales son significativas y persistentes a lo largo del tiempo. Por ello, se hace necesario llevar a cabo una política económica que promueva el desarrollo de las regiones más pobres del país. Este estudio aprovecha lecciones de otros casos de política económica regional y propone un marco de trabajo basado en una iniciativa de política regional que actualmente se está implementando en Brasil.

### El *spread* de los bonos soberanos colombianos y sus determinantes

No. 315

PETER ROWLAND

El incremento de las emisiones colombianas de bonos soberanos durante los años noventa ha generado una creciente necesidad del Gobierno colombiano y del Banco de la República de entender la dinámica y los determinantes del *spread* de los bonos soberanos. Este es el primer estudio detallado del *spread* colombiano y sus determinantes. El trabajo muestra que el contagio y los *spillovers* juegan un papel importante en la determinación del *spread*, particularmente en el corto plazo. Un estudio de los cambios diarios del *spread* entre 1998 y 2003 utilizando una estructura de regresión por mínimos cuadrados ordinarios (MCO) encuentra evidencia de contagio, cambios en el mercado accionario de Estados Unidos, y variaciones en la tasa de cambio colombiana con una influencia significativa en el *spread*. Un estudio de los determinantes de largo plazo de los *spreads* utiliza una estructura de Johansen de cointegración multivariada junto con datos mensuales desde 1998 a 2002, y encuentra que las exportaciones, la tasa de cambio, la tasa de crecimiento económico y la tasa de los *T-bill* (títulos de corto plazo del tesoro norteamericano) son variables explicativas del *spread*. Una debilidad de este estudio, al igual que otros estudios que analizan un solo país, está en que el período de tiempo es muy corto para estudiar variables publicadas únicamente con frecuencia anual, y algunas de tales variables han sido probadas en estudios para varios países, como influyentes de manera significativa sobre el *spread*. Tales variables incluyen, por ejemplo, las razones de la deuda y el servicio de esta.

