I
ARTÍCULOS

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

INFLACIÓN Y MERCADO DE CAPITALES: AVANCES PROMISORIOS

Una de las consecuencias positivas de reducir la inflación y de que su nivel se mantenga bajo y estable es permitir la profundización del mercado de capitales y, de esta manera, promover la inversión privada y el crecimiento de la economía. Los avances logrados en los últimos años en materia de colocación de títulos de deuda pública interna son muy promisorios: ha sido posible bajar los costos de financiación del Gobierno Central y extender los plazos de los instrumentos respectivos.

*Por: Carlos Caballero Argáez**

El desarrollo del mercado de deuda pública -el incremento de las emisiones de títulos del Tesoro Nacional, de sus montos y de las transacciones llevadas a cabo con los mismos- constituye uno de los avances más importantes y promisorios de los registrados en el mercado de capitales de Colombia en los últimos años. Un desarrollo que, además, contribuye a reducir la vulnerabilidad de la economía colombiana frente a choques externos, al hacer menos dependiente al Gobierno Central de la obtención de recursos de endeudamiento externo[1].

Al finalizar el año anterior el saldo de los títulos de Tesorería en circulación (TES B), denominados en pesos, en dólares de los Estados Unidos y en unidades de valor real (UVR), se elevó a la suma de $33.367 miles de millones (mm), constituyó el 85,3% de la emisión de bonos del Gobierno Nacional, y fue equivalente al 17,4% del PIB (Cuadro 1).

* Miembro de la Junta Directiva del Banco de la República. Se agradece la colaboración de Juan Camilo Gutiérrez, director del Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas no comprometen ni al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 La publicación *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional de marzo de 2002 señala cómo los gobiernos de América Latina han dependido mucho más para su financiamiento del endeudamiento externo y se refiere a los problemas que genera esta dependencia y, entre otros, al hecho de que "el valor de la deuda se vuelve muy sensible a cambios en las tasas de interés internacionales si la deuda se contrata sobre tasas flotantes, o si el país tiene que recurrir a los mercados internacionales para refinanciar los saldos de su deuda externa... en otras palabras, una mayor dependencia de la deuda externa aumenta la vulnerabilidad de las finanzas públicas a la volatilidad de las tasas de interés internacionales", *World Economic Outlook*, Fondo Monetario Internacional, marzo de 2002, p. 57.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 1

Saldo en circulación de los bonos emitidos por el Gobierno Nacional Central (*)

	Total GNC	TES clase B	Total GNC / PIB	TES / PIB	TES / Total GNC
	(Miles de millones de pesos)		(Porcentaje)		
1995	5.193	3.864	6,2	4,6	74,4
1996	7.159	5.897	7,1	5,9	82,4
1997	11.226	9.614	9,2	7,9	85,6
1998	15.109	13.856	10,8	9,9	91,7
1999	21.333	20.100	14,1	13,3	94,2
2000	30.633	26.772	17,6	15,4	87,4
2001	39.134	33.367	20,4	17,4	85,3

Nota: Saldos sobre capitales.

(*) Los bonos del GNC incluyen: bonos agrarios, TIDIS, TAN, bonos Ley 21 de 1963, bonos de cesantías, TES Ley 546 de 1999, TRD, bonos Ley 160 de 1994, bonos educativos de valor constante, TES A, TES B, bonos pensionales, bonos para la seguridad, bonos de solidaridad para la paz, bonos Ley 55 de 1985, bonos Colombia Decreto 700 de 1992, bonos Resolución 4308 de 1994.

Fuente: Banco de la República, Departamento de Fiduciaria y Valores.

En diciembre de 1996 el saldo correspondiente era de $5.897 mm y constituía el 82,4% del total de la emisión de bonos del Gobierno y el 5,9% del PIB.

De otra parte, del total de las transacciones de acciones, bonos privados y TES B en el mercado de valores -bursátil y "sobre el mostrador"- el 91% correspondió en 2001 a operaciones efectuadas con Títulos de Tesorería, cuando en 1997 (año para el cual existen cifras de transacciones en el mercado sobre el mostrador) la cifra equivalente había sido de 49%. En 2001, además, la transacción de TES B en el mercado de valores fue equivalente al 150,2% del PIB; en 1997 la cifra equivalente era 29,9% del PIB (Cuadro 2).

La profundización del mercado de deuda pública tiene muchos efectos positivos para el manejo de la economía. Permite, fundamentalmente, obtener recursos de mediano y largo plazo, a tasas de mercado, para financiar el déficit fiscal, y genera instrumentos de inversión a largo plazo para los inversionistas institucionales, los fondos de pensiones, por ejemplo. Es más, los parámetros del mercado de deuda pública se convierten en una referencia obligada para que otros emisores de títulos de largo plazo acudan al mercado en búsqueda de recursos. En particular, agentes que apoyen la financiación de vivienda -los bancos hipotecarios y las empresas titularizadoras de hipotecas- y las empresas privadas en los diferentes sectores de la producción y de los servicios. Un objetivo de la política financiera debe ser, entonces, buscar la profundización del mercado de capitales mediante la ampliación de los plazos de captación de los títulos de deuda soberana y la reducción de las tasas de interés respectivas.

Es algo que ha venido lográndose en Colombia en años recientes, tal como se observa

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 2

Mercado de valores - Transacciones de títulos

(Miles de millones de pesos)

Año	Total (a)	Bolsa de valores			
		Acciones	Bonos privados	TES B	Total (b)
1996	13.437	2.331	9.133	1.973	13.437
1997	55.565	3.894	8.400	11.934	24.229
1998	57.081	4.569	9.002	13.696	27.268
1999	78.271	2.764	6.025	16.034	24.823
2000	135.338	2.897	4.318	17.751	24.966
2001	298.508	1.769	3.288	50.268	55.325

	Mercado sobre el mostrador			TES B / PIB
	Bonos privados	TES B	Total (c)	
1996				2,0
1997	6.882	24.455	31.337	29,9
1998	8.274	21.539	29.813	25,1
1999	4.356	49.092	53.448	43,0
2000	3.985	106.387	110.372	71,5
2001	5.277	237.906	243.183	150,2

(a) = (b) + (c).

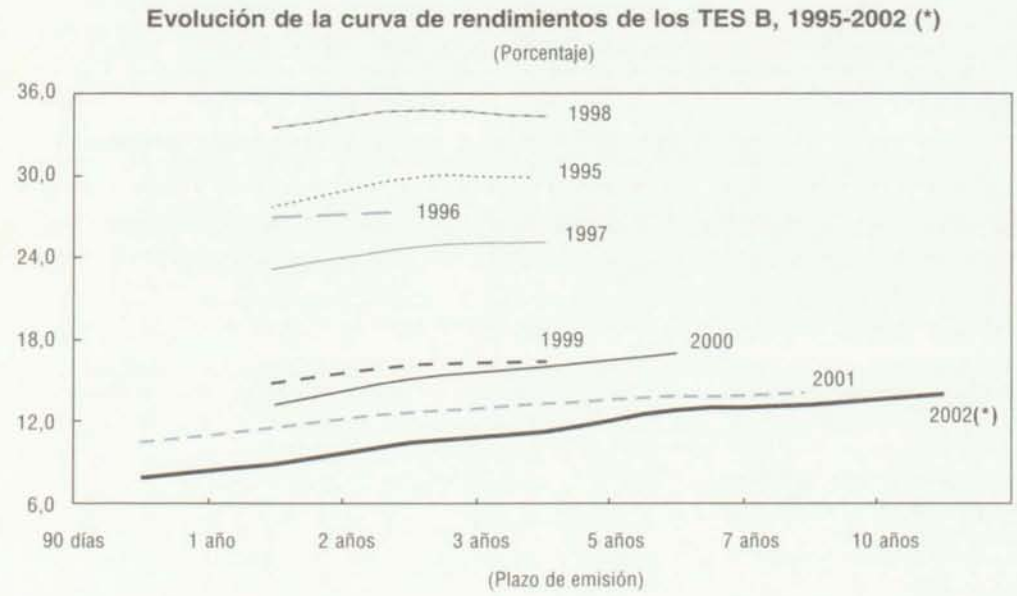
Fuente: Banco de la República, Superintendencia de Valores y Bolsa de Valores de Colombia.

en el gráfico que contiene la evolución de la curva de rendimientos de los TES B desde 1995. Con excepción de 1998, cuando las tasas de interés se elevaron, la tendencia hacia la reducción de las tasas de captación de recursos por parte del Gobierno Central, y al alargamiento de los plazos, es muy clara. Inclusive en lo corrido del presente año hasta finales de abril había sido posible extender aún más el plazo. Al logro de ese objetivo contribuyen la reducción de la inflación y las expectativas de un bajo ritmo de inflación futuro, acorde con los índices de inflación a nivel internacional. La reducción de la inflación, y su consolidación en un nivel de 3% en el largo plazo, no solamente tienen el efecto de disminuir las tasas de interés sino los de aumentar el plazo promedio de los contratos y estimular el desarrollo del mercado de acciones.

I. La inflación y el desarrollo del mercado de capitales: una preocupación de vieja data

El estudio de la relación entre el comportamiento de la inflación y el desarrollo del mercado de acciones fue un tema de interés para los investigadores de la economía colombiana al despuntar la década de los años

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.



(*) Datos a marzo de 2002.

Fuente: Banco de la República

80. Probablemente como consecuencia de la notable pérdida de dinamismo del mercado de acciones en los años 70. La transacción de acciones expresada como porcentaje del PIB, que en la primera mitad de los años 60 había alcanzado un 0,96% cayó en la primera de los 70 a 0,39% y en el mismo período de los años 80 a 0,31% (Cuadro 3).

Uno de los primeros trabajos en los cuales emerge la preocupación por el efecto negativo de la inflación sobre el mercado accionario fue el de Juan Camilo Restrepo, Juan Guillermo Serna y Manuel Gilberto Rosas, publicado en 1983[2]. En este documento se formularon planteamientos como los siguientes:

- En una economía con cambios acentuados en el nivel de precios se tributa sobre ganancias que no son reales y, si las utilidades no han crecido al ritmo de la inflación, es decir en términos reales, el volumen de las utilidades se deteriora. Lo mismo ocurre al ingreso de las personas que, por un aumento nominal, ven incrementados sus gravámenes y disminuido su ingreso real.

- El proceso de descapitalización de las empresas estaría relacionado con los rendimientos ofrecidos por los títulos valores frente a la inflación, con el costo de las diversas fuentes de recursos una vez se tiene en cuenta el aspecto tributario,

[2] Restrepo, Juan Camilo; Serna, Juan Guillermo; Rosas, Manuel Gilberto (1983). "Inflación, financiamiento y capitalización empresarial", en *Ensayos sobre política económica*, Banco de la República, diciembre.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 3

Evolución del mercado bursátil colombiano, 1950-2001 (*)

(Precios constantes de 1994)

	1951-1955	1956-1960	1961-1965	1966-1970	1971-1975
Acciones					
Porcentaje de crecimiento	5,13	(11,13)	2,19	18,87	(12,26)
Transacciones / PIB	1,10	0,94	0,96	0,89	0,39
Transacciones / Total transacciones	74,04	71,43	66,22	67,49	33,66
Renta fija					
Porcentaje de crecimiento	13,48	27,32	(4,86)	28,21	16,27
Transacciones / PIB	0,28	0,37	0,49	0,43	0,79
Transacciones / Total transacciones	19,63	28,57	33,78	32,51	66,34
Certificados de cambio y títulos canjeables					
Porcentaje de crecimiento	(100,00)	-	-	-	-
Transacciones / PIB	0,13	0,00	0,00	0,00	0,00
Transacciones / Total transacciones	6,33	0,00	0,00	0,00	0,00
Total transacciones					
Porcentaje de crecimiento	4,89	(0,92)	(0,39)	22,12	4,45
Transacciones / PIB	1,52	1,31	1,45	1,32	1,18

	1976-1980	1981-1985	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001
Acciones						
Porcentaje de crecimiento	30,10	(40,31)	13,15	99,58	(66,00)	19,00
Transacciones / PIB	0,49	0,31	0,20	2,00	2,00	1,00
Transacciones / Total transacciones	15,68	7,48	3,88	7,94	4,00	2,00
Renta fija						
Porcentaje de crecimiento	22,16	1,03	19,62	49,28	3,00	21,00
Transacciones / PIB	1,24	1,94	3,72	18,10	35,00	43,00
Transacciones / Total transacciones	43,76	46,34	72,58	78,03	96,00	98,00
Certificados de cambio y títulos canjeables						
Porcentaje de crecimiento	-	41,47	(28,86)	(31,80)	-	-
Transacciones / PIB	1,47	2,08	1,26	2,52	-	-
Transacciones / Total transacciones	40,22	46,16	23,54	13,97	-	-
Total transacciones						
Porcentaje de crecimiento	35,91	14,35	5,29	43,78	(7,00)	21,00
Transacciones / PIB	3,22	4,33	5,19	22,64	36,00	44,00

(*) A partir de julio de 2001 se integraron las bolsas en la Bolsa de Valores de Colombia, y en noviembre de 2001 se creó el mercado electrónico colombiano (MEC) con la participación de nuevos usuarios transaccionales de los sectores financiero y público. Las cifras de crecimiento del último período corresponden al incremento anual, entre diciembre de 2000 e igual mes de 2001.

Fuente: Superintendencia de Valores y Bolsa de Valores de Colombia.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

y con los intereses de los dueños de las empresas.

- La emisión de acciones y su participación en las transacciones bursátiles están directamente relacionadas con la rentabilidad de las acciones pero inversamente relacionadas con la tasa de interés de los otros títulos y con la inflación.

- En varios años la emisión de acciones en términos nominales no creció al ritmo de la inflación y, aún más, disminuyó en términos nominales. Mientras tanto las UPAC, los CDT, los papeles gubernamentales y los depósitos de ahorro, entre otros, compensaron la disminución de la emisión de acciones y mantuvieron un crecimiento real para el ahorro financiero.

La reducción de la inflación, y su consolidación en un nivel de 3% en el largo plazo, no solamente tienen el efecto de disminuir las tasas de interés sino los de aumentar el plazo promedio de los contratos y estimular el desarrollo del mercado de acciones.

Un estudio de Mauricio Carrizosa, contratado y publicado por la Bolsa de Bogotá en 1986, confirmó algunas de las conclusiones del trabajo anterior[3].

Para Carrizosa, "las acciones no han protegido a los inversionistas contra la pérdida del poder adquisitivo del peso... resultado bien notable, puesto que si algo se espera de la inversión accionaria es que defienda contra la inflación"[4]. En este análisis se encontró una clara relación estadística negativa entre la evolución del índice de precios reales de las acciones y la evolución del coeficiente de endeudamiento de las empresas; a la par con el aumento del endeudamiento, había caído el nivel de los precios reales de las acciones.

La interpretación de Carrizosa fue bien interesante. Al aumentar la inflación y, con ella, la tasa de interés real, las empresas se veían en la obligación de repartir más dividendos para compensar a sus accionistas y, simultáneamente, para reponer y ampliar el capital tenían que endeudarse con el sistema financiero estimuladas, además, por el costo relativamente más bajo de esta forma de financiación. A su vez, el mayor endeudamiento de las sociedades, al elevar su riesgo específico, daba lugar a un "mayor descuento de sus utilidades futuras, acentuando así la presión depresiva sobre los precios"[5].

En último término, entonces, un aumento de la inflación que diera lugar al incremento de la tasa de interés real deprimía los precios de las acciones, elevaba el costo del capital para las empresas y estimulaba el endeudamiento. El cambio significativo en el componente inflacionario de las tasas de interés del primer quinquenio de los años 70, cuando las expectativas de inflación pasaron del 10,0% al 25,0% anual, habría esta-

[3] Carrizosa, Mauricio (1986). Hacia la recuperación del mercado accionario, Bolsa de Bogotá, septiembre.

[4] *Ibíd*, p. 79.

[5] *Ibíd*, p. 79.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

do vinculado en buena parte, entonces, con la depresión del mercado de acciones que tuvo lugar en esa época y que marcó un quiebre claro en la evolución del mercado de acciones en el país.

Unos años más tarde, en 1988, cuando la Bolsa de Bogotá completó 60 años de existencia, se encargó un trabajo a Rudolf Hommes con el objeto de analizar la evolución histórica de la sociedad anónima en Colombia[6]. En su documento, Hommes sostuvo que en Colombia no existía un mercado de capitales y, a su vez, destacaba aspectos como los siguientes:

La inflación opera como un enemigo de la capitalización de las empresas. Estimula el endeudamiento, pues rebaja el interés real promedio después de impuestos y adicionalmente, con la inflación surgen actividades especulativas altamente rentables que distraen los recursos propios de las empresas.

- Existe un mercado de instrumentos de deuda a corto plazo, excesivamente corto, que ha crecido apreciablemente en los últimos años ... pero sus características no implican ningún desarrollo cualitativo real del mercado de capitales.

- En este tipo de mercado deben existir alternativas en cuanto a plazo y riesgos diferentes, que permitan acomodar las necesidades y características de los demandantes de fondos y de los ahorradores.

- La observación de países con inflación creciente, donde sucede algo muy similar con el mercado financiero, tienta a concluir que en una economía inflacionaria no puede existir un mercado muy desarrollado de instrumentos de largo plazo y, al parecer, no queda otro remedio que convertir recursos de corto plazo en saldos estables que puedan prestarse a largo plazo, con todo el riesgo que ello implica. Bajo este esquema, si la inflación es persistente, la sociedad anónima está condenada a vivir a la sombra del sector financiero y del Banco de la República.

- La inflación opera como un enemigo de la capitalización de las empresas. Estimula el endeudamiento, pues rebaja el interés real promedio después de impuestos y adicionalmente, con la inflación surgen actividades especulativas altamente rentables que distraen los recursos propios de las empresas, liberados por la vía del endeudamiento, causando una depresión de los precios de las acciones frente a otros activos.

II. *La misión de estudios del mercado de capitales*

En octubre de 1994 el Gobierno Nacional creó la misión de estudios sobre el mercado de capitales con el propósito de elaborar investigaciones y asesorar al Ministerio de Hacienda en los temas referentes al mercado de capitales y, en particular, en aquellos obs-

[6] Hommes, Rudolf, "La sociedad anónima en Colombia: un análisis histórico", en *Bolsa de Bogotá-60 años,* Bolsa de Bogotá, 1988.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

táculos existentes para su desarrollo. Los resultados de los diferentes estudios que se llevaron a cabo entre 1995 y 1996 se encuentran contenidos en el informe final de la misión, publicado en mayo de 1996[7].

La misión revisó los estudios que se habían realizado en Colombia sobre los determinantes de la inversión y el ahorro en el país y consideró que las variables que miden el uso del costo del capital -la tasa de interés, las tasas de tributación y los precios de los bienes de capital- no habían recibido hasta ese momento suficiente atención; que la tasa de interés por lo general no se había incluido en los modelos, que cuando se había hecho los resultados no eran significativos, y que la literatura empírica sobre el caso colombiano había ignorado el papel del riesgo como determinante de la inversión.

Las principales conclusiones de los estudios de la misión sobre la relación entre macroeconomía y mercado de capitales pueden sintetizarse así:

- Existe una relación negativa y significativa del riesgo inflacionario y cambiario sobre las tasas de inversión. En efecto, un aumento del 1,0% en la volatilidad de la inflación implica una caída cercana al 5,0% en la tasa de inversión privada, lo cual significaba, en 1995, una reducción de la tasa de inversión del 12,0% al 11,4% del PIB. Es mayor el efecto de la incertidumbre inflacionaria que el de la cambiaria; sin ninguna ambigüedad, "a mayor incertidumbre, menor inversión"[8].

- La manera más expedita de tener altas tasas de inversión es mediante bajas tasas de interés acompañadas de estabilidad económica. Una política de represión financiera, asociada con altas tasas de interés reales, no estimula el ahorro ni contribuye al crecimiento económico. En cambio, sí favorece la creación de intermediarios financieros con un alto grado de ineficiencia.

- Las variables de costo de capital tienen una incidencia estadísticamente significativa y cualitativamente importante sobre la inversión. Debido al proceso de reforma estructural que ha tenido lugar en la economía colombiana, la sensibilidad de la inversión frente a estas variables aumentó a partir de 1990. Para la misión este no constituyó un resultado sorprenden-

Existe una relación negativa y significativa del riesgo inflacionario y cambiario sobre las tasas de inversión. En efecto, un aumento del 1,0% en la volatilidad de la inflación implica una caída cercana al 5,0% en la tasa de inversión privada, lo cual significaba, en 1995, una reducción de la tasa de inversión del 12,0% al 11,4% del PIB. Es mayor el efecto de la incertidumbre inflacionaria que el de la cambiaria; sin ninguna ambigüedad, "a mayor incertidumbre, menor inversión".

[7] Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Banco Mundial, Fedesarollo (1996). *Misión de estudios del mercado de capitales, Informe final*, mayo.

[8] *Ibid*, p. 36.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

te por cuanto, en el pasado, los empresarios podían transferir al precio del producto final los cambios en la tasa de interés, en los precios de los insumos, y en los impuestos, sin afectar sus decisiones de inversión, que dependían de la disponibilidad de divisas y del ritmo de la actividad económica.

En lo que se refiere a los determinantes del tamaño del mercado de capitales, algunos ejercicios de corte transversal para 40 países, incluyendo mercados emergentes y a Colombia dentro de ellos, permitieron concluir que los países con mayores tasas de inversión tienen mercados de capitales más profundos y que aumentos en la inversión van acompañados de incrementos proporcionales en el tamaño del mercado de capitales. A su vez, las economías con mayor grado de desarrollo del mercado de capitales son también, en promedio, las de mayor ingreso per cápita. Pero, tal vez el resultado más importante, es que "la inestabilidad económica medida a través del nivel y la volatilidad de la inflación, así como la volatilidad de la tasa de devaluación real, tiene una incidencia negativa sobre el tamaño del mercado de capitales"[9].

Para la misión, entonces, la estabilidad económica es el mejor estímulo para el desarrollo del mercado de capitales. Y la mejor receta para tener baja volatilidad en las tasas de inflación y de devaluación es tener bajos niveles de dichas variables. Altas tasas de interés e inflaciones elevadas habrían marcado períodos de expansión de los cuasidineros y de contracción del mercado de acciones en Colombia durante los últimos 55 años.

III. *Ejercicios empíricos recientes*

Con posterioridad a la publicación de los resultados de la misión de estudios sobre el mercado de capitales, no se han llevado a cabo en Colombia nuevos trabajos en los cuales se relacionen la inflación y el comportamiento del mercado de capitales, un tema que adquiere renovada prioridad debido al proceso de desinflación que experimentó la economía colombiana en años recientes.

El impacto de la incertidumbre y la inestabilidad macroeconómica sobre la inversión ha recibido, sin embargo, considerable atención por parte de académicos a nivel internacional. En particular, un trabajo de Luis Servén, del Banco Mundial, analizó empíricamente el vínculo entre incertidumbre e inversión utilizando un conjunto amplio de información para países en desarrollo[10]. Además de repasar la literatura reciente y los hechos estilizados sobre la asociación entre la inversión privada y algunos indicadores macroeconómicos, en este trabajo se construyeron índices de incertidumbre basados en la dispersión de cinco variables macroeconómicas claves: tres relacionadas con el ambiente macroeconómico y la rentabilidad del capital -el crecimiento, la inflación y el precio relativo de los bienes de inversión- y, otras dos,

9 *Ibid*, p. 45.

10 Servén, Luis (1998). "Macroeconomic Uncertainty and Private Investment in LDC's: An Empirical Investigation", mimeo, *The World Bank*, September.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

relacionadas estrechamente con la rentabilidad relativa de diferentes sectores económicos -los términos de intercambio y la tasa de cambio real-.

Utilizando estos índices en el trabajo de Servén se analizó, efectuando varias regresiones, el impacto de la incertidumbre sobre la inversión privada y se encontró una "asociación negativa significativa entre dichos índices y la inversión, para cada una de las cinco variables incluidas en los indicadores de incertidumbre"[11]. Lo que es más interesante es que esta asociación negativa señala la existencia de un impacto directo de la incertidumbre sobre la inversión privada que domina sobre cualquier efecto indirecto que pueda estar presente. En el caso específico de la tasa real de cambio se detectó una relación negativa "robusta" sobre la inversión, independientemente de las diferentes especificaciones econométricas. Pero, en términos más generales, el trabajo llega a la conclusión de que el vínculo negativo entre la volatilidad macroeconómica y la inversión privada es más de naturaleza "causal" que "coincidencial".

De acuerdo con estudios empíricos recientes la estabilidad de las principales variables macroeconómicas es decisiva para aumentar la inversión privada. De ahí la importancia de una política económica global -y particularmente de la política monetaria- que apunte a reducir los niveles de la inflación y a mantenerlos estables en el tiempo.

Por su parte, un ejercicio econométrico preliminar llevado a cabo por investigadores del Banco de la República en marzo del presente año, con el fin de analizar la relación entre la inversión (formación bruta de capital) y la volatilidad de la inflación y de la devaluación de la moneda en Colombia, mostró una asociación negativa clara entre esta última variable y la inversión. Para la volatilidad de la inflación, sin embargo, esa asociación no resultó tan fuerte a no ser que se considerara un desfase en el tiempo relativamente largo. Es evidente, sin embargo, la necesidad de profundizar el análisis de estas relaciones para el caso de Colombia teniendo en cuenta la trayectoria seguida por los índices de precios y por la tasa de cambio en los años 90 y en los primeros del nuevo siglo, en un entorno macroeconómico muy diferente del que se presentó en Colombia en los 30 años que transcurrieron entre 1960 y 1990.

IV. Comentario final

Una de las consecuencias positivas de reducir la inflación y de que su nivel se mantenga bajo y estable es permitir la profundización del mercado de capitales y, de esta manera, promover la inversión privada y el crecimiento de la economía. Los avances logrados en los últimos años en materia de colocación de títulos de deuda pública interna son muy promisorios: ha sido posible bajar los costos de financia-

[11] *Ibíd*, p. 23.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

ción del Gobierno Central y extender los plazos de los instrumentos respectivos.

La experiencia de la financiación del Gobierno debe servir de referencia para que las empresas privadas emitan y coloquen en el mercado de valores títulos de deuda (y acciones eventualmente) y tengan así la posibilidad de rebajar el costo del capital que utilizan en su actividad. Igualmente, en la medida en la cual se consoliden las expectativas de una inflación baja en el largo plazo se hará posible obtener recursos estables, también de largo plazo, para financiar la construcción y la venta de vivienda.

De acuerdo con estudios empíricos recientes la estabilidad de las principales variables macroeconómicas -la inflación, la tasa de cambio y las tasas de interés- es decisiva para aumentar la inversión privada. De ahí la importancia de una política económica global -y particularmente de la política monetaria- que apunte a reducir los niveles de la inflación y a mantenerlos estables en el tiempo. La investigación económica para comprender mejor estas interrelaciones y perfeccionar la calidad de la política es de la mayor prioridad, lo mismo que su divulgación entre los agentes privados, los dirigentes políticos y la opinión pública en general.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.