



**PERSPECTIVAS DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES  
EN COLOMBIA**

**Informe Final  
(Revisado)**

**Fedesarrollo  
Noviembre de 1998**

**PERSPECTIVAS DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES EN  
COLOMBIA**

**Informe Final  
(Revisado)**

**Fedesarrollo**

**Noviembre de 1998**

## **Introducción**

El presente documento tiene por objeto hacer un análisis empírico de las perspectivas que enfrentan los inversionistas institucionales en Colombia. Tanto el avance en materia de legislación como los desarrollos sucedidos en otros países sugieren que dichos inversionistas eventualmente manejarán una proporción importante del ahorro financiero de la economía.

El trabajo está dividido en tres secciones. La primera es de carácter eminentemente descriptivo. Tiene por objetivo central describir y analizar la relación que existe entre el ahorro macroeconómico y el ahorro financiero. Se hace énfasis en la ilustración de dos aspectos principales: (i) se señala que, en principio, no existe una relación única y estable entre las dos dimensiones de ahorro, lo cual resulta bastante desafortunado, por cuanto a la vez que se cuenta con diversos modelos empíricos para proyectar el ahorro macroeconómico de manera relativamente confiable, se sabe muy poco acerca de cómo proyectar el ahorro financiero. (ii) no obstante ser de difícil proyección, el ahorro financiero que se desprende de las cuentas financieras representa un punto de referencia obvio para garantizar que las proyecciones por tipo de inversionista que se presentan en la segunda sección mantengan un mínimo de consistencia en el agregado.

La segunda sección presenta proyecciones individuales para los diferentes inversionistas institucionales, particularmente para los fondos privados de pensiones y cesantías, las compañías de seguros y capitalización, los fondos de valores, los fondos de inversión, los fondos de inversión extranjera, los fondos comunes ordinarios y los fondos mutuos de inversión. Finalmente, en la tercera se hace un esfuerzo por garantizar que dichas proyecciones individuales sean consistentes con el ahorro financiero agregado.

### **I. Ahorro macroeconómico y ahorro financiero**

El propósito de esta sección es describir y analizar diversas formas de medir el ahorro de una economía. Se mostrará que la dimensión más común del término, y que proviene de las cuentas nacionales, no guarda una relación única y estrecha con el ahorro financiero. Como segunda medida, se muestra que el stock de ahorro financiero, que es la segunda medida más comúnmente utilizada, dice mucho acerca de la “profundización financiera”, pero muy poco acerca de qué sectores e inversionistas manejan el ahorro financiero. Esta última

información, crucial para los propósitos de este trabajo, debe provenir de las cuentas financieras.

## **A. Ahorro macroeconómico**

### **A1. Definición**

En las cuentas nacionales (CN), el ahorro se define como la diferencia entre los ingresos y los gastos corrientes de un agente. Así, para los hogares es aquella parte del ingreso que no se consume; en el caso de las empresas, es el ingreso que no es gastado en operaciones corrientes; finalmente, para las administraciones públicas es la diferencia entre los ingresos por concepto de impuestos, cotizaciones y transferencias y los gastos por concepto de impuestos, subsidios, prestaciones e intereses.

El ahorro de un país tiene dos componentes: el ahorro nacional y el ahorro externo. El primero se puede descomponer, a su vez, en ahorro público y ahorro privado.<sup>1</sup> El ahorro externo corresponde a la diferencia entre los gastos y los ingresos del resto del mundo con respecto al país y equivale al saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Desde el punto de vista del destino que se le da al ingreso nacional ( $Y$ )<sup>2</sup>, éste es igual a

$$Y = C + S + T$$

Donde  $C$  es el consumo,  $S$  el ahorro nacional y  $T$  los impuestos. Desde el punto de vista de la demanda, el ingreso se genera así

---

<sup>1</sup> Tomamos como ahorro público la suma del ahorro de las administraciones públicas y el de las empresas públicas. Las administraciones públicas comprenden las administraciones públicas del orden nacional (Gobierno Nacional y entidades descentralizadas de orden nacional), las administraciones públicas del orden departamental (incluidas las entidades descentralizadas de dicho orden) y las administraciones públicas municipales (incluidas las entidades descentralizadas de dicho orden). Las empresas industriales y comerciales del Estado constituyen las empresas públicas en la clasificación tanto de las CN como de las cuentas financieras (que se describen más adelante). El ahorro privado se aproximó como la suma del ahorro de los hogares, de las empresas privadas y de las instituciones financieras. Cabe anotar que dentro del conjunto de instituciones financieras encontramos entidades como la Caja Agraria, el BCH, el ICT, la FEN, el IFI, FONADE y otras entidades de carácter oficial. Suponemos que su peso dentro del total de entidades financieras no es muy significativo.

<sup>2</sup> Con el fin de conocer cómo se distribuye el ingreso entre consumo y ahorro, en este trabajo se hará referencia a al Ingreso Nacional y no al Producto Interno Bruto. Este último es el producto o ingreso generado dentro de las fronteras del país mientras que el Ingreso Nacional (o PNB) deduce los pagos a factores de

$$Y = C + I + G + X - M$$

Donde  $I$  es la inversión privada,  $G$  el gasto del sector público,  $X$  las exportaciones y  $M$  las importaciones.<sup>3</sup> Puesto que el ingreso debe ser el mismo de acuerdo a los usos y a las fuentes, se tiene que

$$(S - I) = (G - T) + (X - M)$$

La identidad anterior representa el **equilibrio macroeconómico**. Al lado izquierdo se tiene el balance del sector privado; al lado derecho, los balances del sector público y la cuenta corriente de la balanza de pagos. Un déficit en cualquier sector debe ser compensado por un superávit equivalente en los otros dos. Por ejemplo, si la inversión privada es superior al ahorro privado ( $I > S$ ) y el sector público está en equilibrio ( $G = T$ ), necesariamente tiene que ser cierto que el sector privado está recibiendo financiación del resto del mundo ( $M > X$ ). Valga decir, la economía tendrá un déficit en cuenta corriente y, consiguientemente, un superávit en la cuenta de capital.<sup>4</sup>

## A2. Algunas cifras para Colombia

Las CN permiten cuantificar el ahorro macroeconómico y sus diferentes componentes a través del tiempo. En el Gráfico 1.1 se presenta la evolución de estas variables entre 1970 y 1995. Como puede observarse, el ahorro nacional y el ahorro externo presentan comportamientos encontrados. En la década de los años 70 el ahorro nacional presentó una tendencia creciente, pasando de representar el 16.7% del PNB en 1970 a representar el 21.8% en 1978. Este período se caracteriza por un descenso del ahorro externo. De este gráfico también se desprende que, en términos generales, las principales variaciones en el ahorro nacional están asociadas con variaciones en el ahorro público.

---

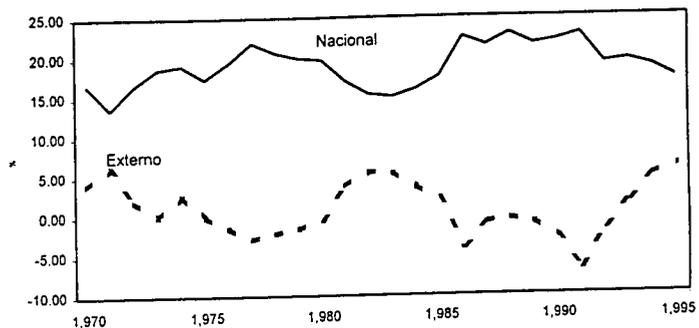
producción extranjeros que operan en el país y agrega el ingreso que reciben los factores de producción domésticos localizados en el exterior.

<sup>3</sup> Por ahora, se hace el supuesto simplificador de que toda la inversión la efectúa el sector privado.

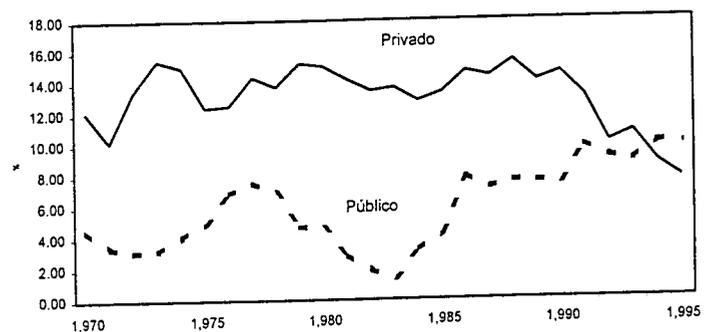
<sup>4</sup> La balanza de pagos ( $BP$ ) refleja el resultado de todas las transacciones con el resto del mundo. Su resultado se resume en el cambio en el nivel de las reservas internacionales ( $dR$ ). La  $BP$  se compone de la suma de la cuenta corriente ( $CC$ ) y la cuenta de capital ( $CK$ ). La cuenta corriente es la diferencia entre las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios ( $X-M$ ). Bajo el supuesto simplificador de que  $dR=0$ , el déficit en

**Gráfico 1.1. Ahorro macroeconómico 1970-1995**  
% del PNB

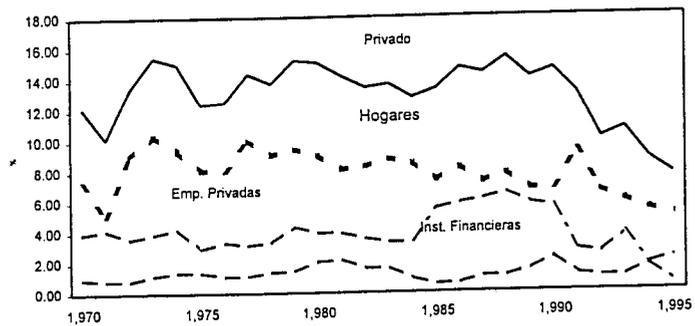
**A. Ahorro nacional y ahorro externo**



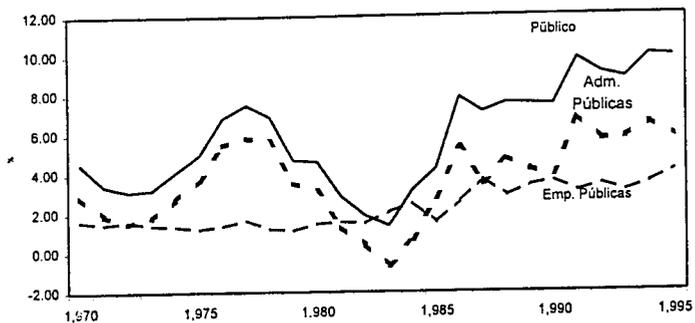
**B. Ahorro Privado y de las Administraciones Públicas**



**C. Ahorro Privado por sectores**



**D. Ahorro público por sectores**



Es importante entender que las CN son un concepto de carácter *ex-post*. En particular, dicen poco respecto a relaciones de comportamiento. Así por ejemplo, el hecho de que el ahorro doméstico y el ahorro externo generalmente –pero no siempre-- se muevan en direcciones opuestas no dice nada respecto de la **causalidad** entre los dos. De igual manera, el que generalmente se haya observado que el ahorro nacional se incrementa cuando aumenta el ahorro público tampoco tiene una implicación única y precisa respecto de la relación entre el ahorro público y el ahorro privado.

Desde el final de la bonanza cafetera de los años 70 la tasa de ahorro comienza a declinar, alcanzando el punto más bajo de todo el período analizado en 1983, cuando se ubicó en 15%. Este comportamiento refleja, primordialmente, el pronunciado déficit fiscal que caracterizó dicho período. Nótese que en la década de los 80 el ahorro privado no presenta una tendencia decreciente tan marcada como el ahorro público (especialmente el de las administraciones públicas). Mientras el ahorro del sector público pasó del 7.5% del PNB en 1977 al 1.3% en 1983, el de las administraciones públicas se tornó negativo en dicho año. Como consecuencia, durante este período buena parte de la inversión doméstica se financió con ahorro del resto del mundo.

A partir de 1985 la tasa de ahorro doméstico se recupera, alcanzando cerca de 22% del PNB a finales de la década. En este período se observa un repunte del ahorro público, jalonado por la recuperación del ahorro de las administraciones públicas y también por un ligero aumento del ahorro de las empresas de este sector. Aunque no tan marcado, también hay un repunte del ahorro privado, explicado por un incremento significativo en el ahorro de las empresas privadas, el cual compensó el ligero deterioro en el ahorro de los hogares.

En la década de los 90 se presenta de nuevo una reducción del ahorro nacional, comportamiento dominado esta vez por la evolución poco favorable del ahorro privado. Como puede observarse en el gráfico, mientras el ahorro público se mantiene cercano al 9% del PNB, presentando inclusive una tendencia ligeramente creciente, el ahorro privado se reduce de 14.5% del PNB en 1988 a 7.7% en 1995. A su vez, se observa un repunte del

---

cuenta corriente ( $M > X$ ) tiene que ser igual al superávit en la cuenta de capital, valga decir, al ahorro externo que recibe la economía.

ahorro externo, valga decir, un incremento en el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.<sup>5</sup>

### **A3. Estudios recientes sobre determinantes del ahorro en Colombia**

La caída del ahorro doméstico observada en Colombia en lo corrido de la presente década ha dado origen a un importante volumen de literatura empírica sobre el particular. Brevemente, resumimos algunos de ellos. Resulta evidente que si bien no existe unanimidad de criterio en torno a algunos determinantes, existe cierto consenso respecto a la importancia del incremento en el ahorro externo y en los impuestos como principales causas del deterioro reciente del ahorro privado.

Sánchez et al (1996) estudian los determinantes del ahorro empresarial. Concluyen que la caída observada en la presente década se debe al relajamiento de restricciones crediticias, tanto internas como externas. Echeverry (1996) ofrece una interpretación alternativa, para el conjunto del ahorro privado. Según él, dicha caída se origina en el incremento en el gasto en bienes de consumo durable, producto de la reducción de aranceles y de la subvaluación de la tasa de cambio real.

Bernal (1997), por su parte, cuestiona la evidencia de que se relajaron las restricciones de liquidez. Sugiere que la caída en el ahorro privado refleja principalmente el incremento del financiamiento externo.<sup>6</sup> López (1996) vincula el ahorro privado con la política fiscal y argumenta que el deterioro de aquel ha estado determinado por una caída en el ingreso disponible, asociado con incrementos en los impuestos. Estos dos señalamientos reciben soporte en Cárdenas y Escobar (1996) quienes además señalan que la caída en el ahorro empresarial se explica en la disminución de los márgenes comerciales que trajo consigo la apertura de la economía.

Otros estudios se concentran en la naturaleza intertemporal del ahorro. Clavijo (1992) encuentra evidencia de que el consumo se encuentra vinculado con el ingreso permanente, de manera tal que parte de los incrementos transitorios en el ingreso. Valga decir, se apoya el modelo del ingreso permanente. Castañeda y Piraquive (1997)

---

<sup>5</sup> A pesar de que se cuenta con estimaciones (poco desagregadas) para 1996 y 1997, en este trabajo solamente se considera la información oficial del DANE, que a la fecha solamente se encuentra disponible hasta 1995.

<sup>6</sup> De los trabajos revisados, Bernal (1997) es el único en el cual se analizan, así sea de manera independiente, tanto el ahorro macroeconómico como el ahorro financiero.

encuentran un resultado bastante curioso, que sin embargo también ha sido reportado recientemente para el caso de países desarrollados.<sup>7</sup> A saber, que la propensión a ahorrar es mayor entre aquellas personas de mayor edad, contradiciendo lo postulado en los modelos de ciclo de vida. Además, reportan evidencia que es contraria a la teoría del ingreso permanente.

Finalmente, la evidencia en torno a la relación entre ahorro y tasas de interés tampoco es contundente, aunque la mayor parte de la literatura apunta hacia una asociación positiva, estadísticamente significativa [Gaviria (1993) y Castañeda y Piraquive (1997)].

#### **A4. Ahorro, inversión y préstamo neto**

Una parte del ahorro generado por cada uno de los agentes de la economía se destina a financiar su propia inversión productiva o formación bruta de capital. El ahorro de un sector puede ser menor a la inversión que éste realiza, lo cual implica que debe obtener financiación de los demás. Caso contrario si el ahorro es superior a la inversión. En las CN la diferencia entre ahorro e inversión a nivel de los sectores se denomina *préstamo neto* (fuente real). En el caso de la economía en su conjunto, el préstamo neto --o la diferencia entre ahorro e inversión-- es el negativo del ahorro externo, es decir, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

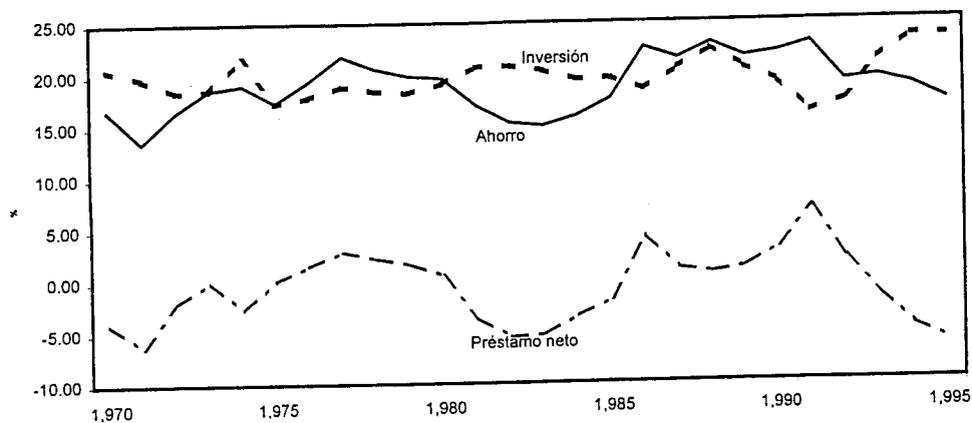
En el Gráfico 1.2 se presenta la evolución del ahorro, la inversión y el préstamo neto, por sectores. Para el agregado de la economía en la primera parte de la década de los 70, la inversión se situó por encima del nivel de ahorro, a pesar de la tendencia creciente de este último. Ello se reflejó en un aumento del financiamiento externo (panel A). Este comportamiento se revierte en la segunda mitad de los 70, en parte como consecuencia del mayor ahorro generado en virtud a la bonanza cafetera. En los primeros años de los 80 el déficit del sector público (panel B) --originado tanto en un aumento de la inversión como en una notable caída del ahorro-- fue financiado de manera creciente con ahorro del resto del mundo, tendencia que se corrige en la segunda mitad de la década gracias a una ligera reducción de la inversión y a una importante recuperación del ahorro público.

---

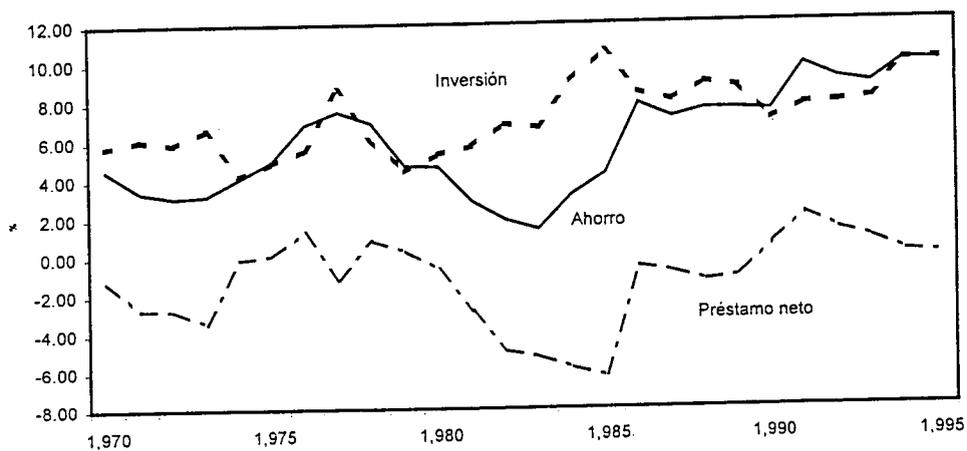
<sup>7</sup> Borsch-Supan (1997) señala que en Alemania, Inglaterra, Italia y Canadá las personas de más de 70 años ahorran a esa edad una mayor proporción de su ingreso que en cualquier momento de su vida.

**Gráfico 1.2. Ahorro, inversión y financiamiento de la economía**  
(% del PNB)

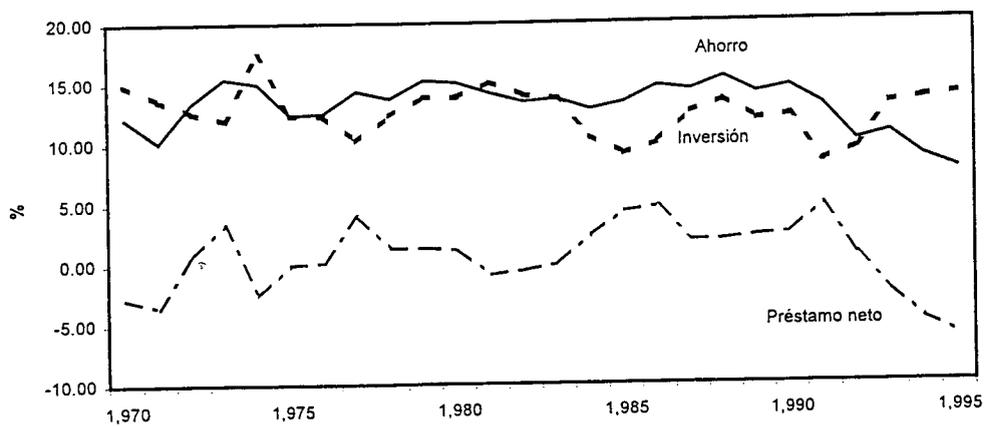
**A. Total**



**B. Sector público**



**C. Sector privado**



Durante la segunda mitad de la década pasada las necesidades de financiamiento externo se reducen gradualmente. A partir de allí, repunta la inversión –tanto pública (panel B) como principalmente privada (panel C)-- al tiempo que se da una drástica reducción del ahorro privado. Ello nuevamente se traduce en un mayor uso de financiamiento externo.

Una mayor desagregación por sectores resulta bastante ilustrativa. En la década de los 80 el déficit de las administraciones públicas –con inversión creciente y ahorro decreciente—es el que induce a mayores necesidades de financiamiento externo (Gráfico 1.3). En la década de los 90 las mayores necesidades de financiamiento externo se reflejan especialmente en el desequilibrio entre el ahorro y la inversión del sector privado. En el Gráfico 1.4 podemos observar que el ahorro, tanto de los hogares como de las empresas privadas, ha venido cayendo al tiempo que ha habido un incremento importante en la inversión de estas últimas. En cuanto al sector público, tenemos que la capacidad de financiamiento de las administraciones públicas ha venido reduciéndose como consecuencia del mayor nivel de inversión que han presentado, en el contexto de un ahorro que ha permanecido relativamente estable (Gráfico 1.3). Por su parte, a pesar de que el préstamo neto de las empresas públicas ha sido negativo durante todo el período de estudio, desde 1985 dichas empresas han venido reduciendo sus necesidades de financiamiento.

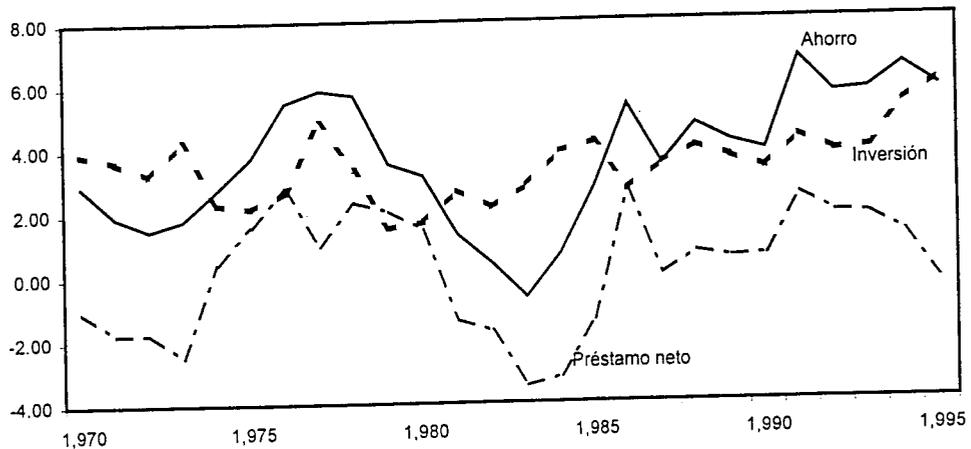
Es importante señalar que el desequilibrio entre ahorro e inversión de la economía en su conjunto –valga decir, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos— es hoy en día mayor al que existió durante la crisis de los años 80. El mismo, que alcanzó el 6% del PNB en 1995, se había ubicado en 5.5% del PNB en 1982.

## **B. Las cuentas financieras**

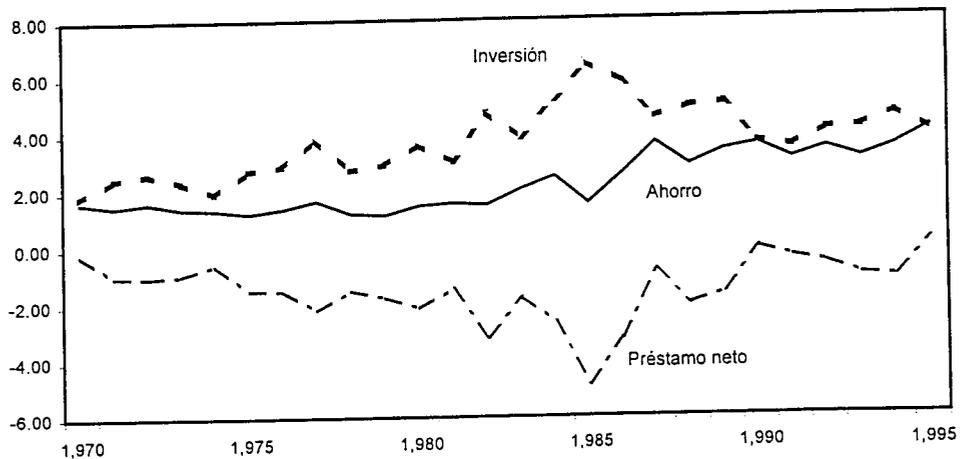
Así como las CN se ocupan de la dimensión **real** de las operaciones entre agentes y sectores, las cuentas financieras (CF) se ocupan de su contrapartida **financiera**. Para todo agente, un exceso de inversión sobre ahorro implica una financiación obtenida de otros agentes, incluyendo dentro de esta financiación el aumento o disminución de sus activos y/o de sus tenencias de dinero. Puesto que toda operación real tiene una contrapartida

**Gráfico 1.3. Ahorro, inversión y financiamiento del sector público**  
 (% del PNB)

**A. Administraciones públicas**



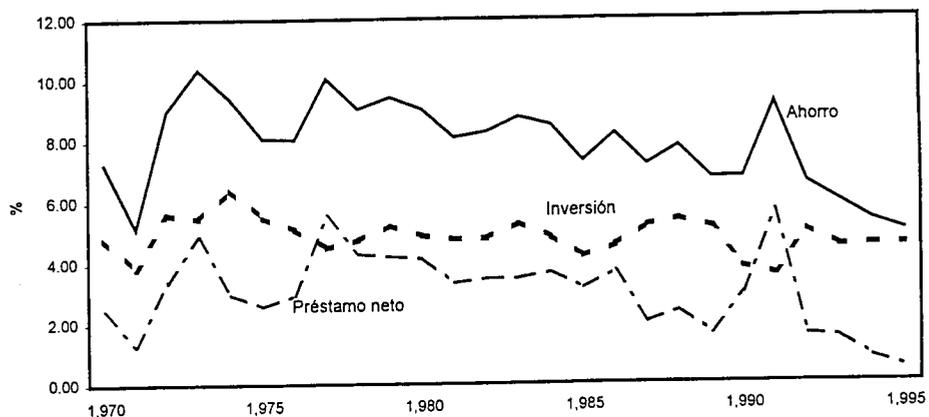
**B. Empresas públicas**



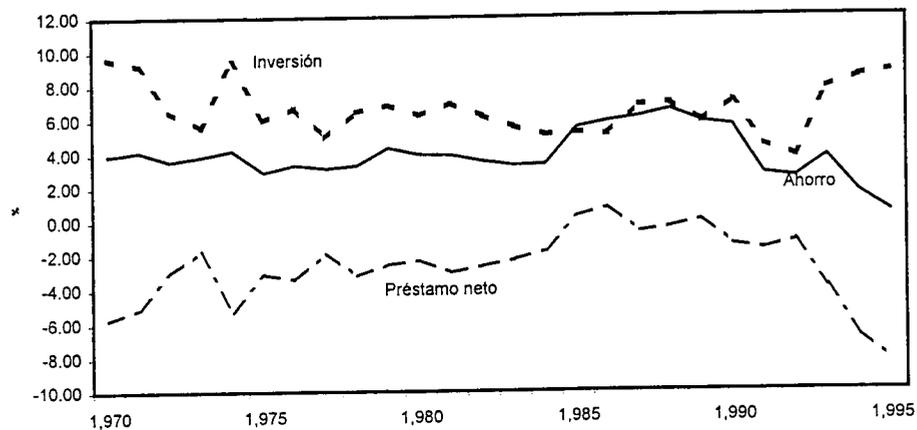
Fuente: Dane-Cuentas Nacionales

**Gráfico 1.4. Ahorro, inversión y financiamiento del sector privado**  
(% del PNB)

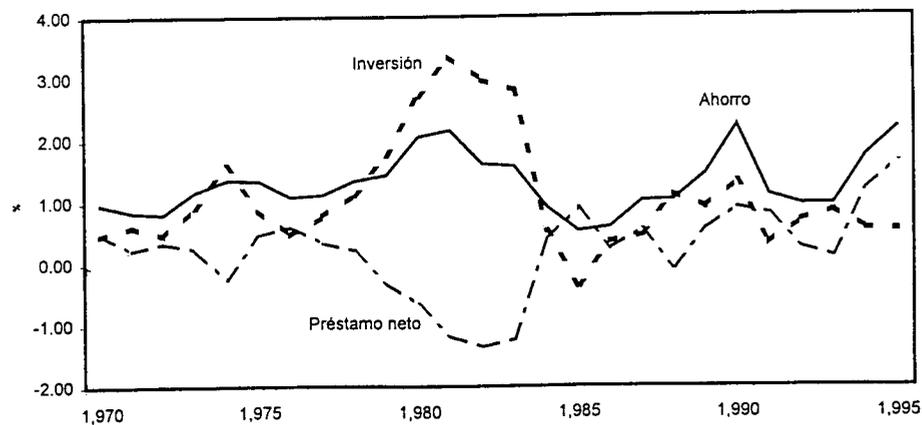
**A. Hogares**



**B. Empresas privadas**



**C. Instituciones Financieras**



financiera, el préstamo neto (real) mencionado en la sección anterior debe coincidir con el préstamo neto (financiero) de las CF.<sup>8</sup>

De acuerdo con lo anterior, las CF registran todas las transacciones financieras que respaldan las operaciones reales. Sin embargo, también registran operaciones financieras que **no tienen** una contrapartida real. Por ejemplo, si un hogar le presta recursos a una empresa para que ésta adquiera un CDT, se registrarán operaciones financieras que no tienen una contrapartida real. La coherencia entre las CN y las CF se asegura debido a que aquellas transacciones financieras que no tienen una contrapartida real, con seguridad sí tienen una contrapartida financiera de signo contrario.

En las CF cada sector institucional tiene una cuenta financiera que registra el conjunto de sus operaciones financieras, tanto activas como pasivas. En el lado activo se registran los aumentos o disminuciones de los activos de cada agente; en el lado pasivo el aumento o disminución de sus respectivos pasivos. Así, cuando un agente recibe un préstamo, aumentan sus pasivos; cuando le cancelan un crédito que hubiese otorgado, disminuyen sus activos. La coherencia del sistema se asegura por el hecho de que toda transacción pasiva de un agente es una transacción activa para otro.

Los sectores institucionales para los cuales se elaboran las CF son los mismos que se consideran en las CN, a saber: sociedades y cuasi-sociedades (públicas y privadas); hogares; administraciones públicas; instituciones financieras; y sector externo. Las transacciones financieras pueden definirse según el activo financiero que se transa.<sup>9</sup> Los activos considerados son los siguientes: medios de pago; bonos no negociables (cuentas de ahorro, depósitos a término, CDTs, certificados y depósitos en CAVs, depósitos judiciales, depósitos previos y para importación, depósitos fiduciarios, depósitos en garantía, etc.); títulos con liquidez secundaria (CERT, certificados de cambio, títulos canjeables por certificados de cambio, títulos de ahorro cafetero, cédulas hipotecarias, etc.); acciones y otras participaciones de capital; operaciones convenidas directamente entre el acreedor y el deudor (incluidos créditos comerciales que resultan de diferir el pago de una operación); y otras operaciones (incluidas las reservas matemáticas de vida y cesantías).

---

<sup>8</sup> Desafortunadamente, y debido en parte a que se trata de estimaciones independientes --las Cuentas Nacionales las elabora el Dane y las Cuentas Financieras el Banco de la República--, siempre existe una discrepancia estadística entre una y otra forma de contabilización.

En la actualidad se cuenta con información de las CF para el período 1970-1995. Las CF permiten precisar la naturaleza de los recursos externos a cada sector.<sup>10</sup> Por ejemplo, posibilitan determinar si las empresas se financian a través de la emisión de acciones, de la colocación de bonos o a través de créditos que reciben no solamente del sector financiero sino de otros sectores directamente.

A partir de las CN se sabe si un sector genera o no ahorro suficiente para financiar su inversión. Supóngase un sector en que el ahorro es igual a la inversión y, consiguientemente, en el que el préstamo neto es cero. Es perfectamente factible que dicho sector utilice su ahorro para financiar la inversión de otro sector, a la vez que utiliza el ahorro de un tercer sector para financiar su inversión propia. Por ejemplo, los hogares pueden financiar la inversión de las empresas, y el resto del mundo financiar la inversión de los hogares. Por lo tanto, es importante entender que mientras el concepto de préstamo neto de las CF coincide con el de las CN, aquel provee información adicional, útil para vincular los conceptos de ahorro macroeconómico y ahorro financiero.

El ahorro financiero generalmente se aproxima por el cociente M3/PIB ó M4/PIB. En ambos casos, el numerador es un *stock o saldo*. Puesto que en sentido estricto el ahorro es un flujo, el ahorro financiero se obtiene de forma mucho más nítida a partir de las CF. Este cálculo resulta particularmente interesante en la medida en que, como lo sugerimos más arriba, resulta compatible con el de ahorro macroeconómico de las CN. Además, el análisis desagregado del ahorro financiero permite conocer cuáles agentes han tenido un mayor o menor peso en el conjunto de las operaciones financieras. Ello resulta particularmente útil para vincular al análisis a los inversionistas institucionales.

### **B1. ¿Cómo se financian los diferentes sectores de la economía?**

Cada uno de los sectores posee recursos propios para financiar su actividad productiva. Estos recursos internos al sector están constituidos por el ahorro bruto que genera. También utiliza recursos externos con el mismo fin. A continuación se analiza --para el caso de las

---

<sup>9</sup> Ver el Anexo I.1 para mayor detalle sobre sectorización de las CF e instrumentos financieros contemplados.

<sup>10</sup> Mientras en las CN por “externo” se entiende única y exclusivamente el resto del mundo, en las CS los recursos externos a un sector incluyen, pero no se limitan, a aquellos provenientes del resto del mundo.

empresas, las administraciones públicas y los hogares-- de dónde proviene la financiación de sus operaciones reales.

En el Gráfico 1.5 se presenta la fuente de los recursos utilizados por las empresas. Como se puede observar, durante todo el período analizado los recursos internos (ahorro bruto) de las empresas son menores que los recursos externos al sector. Respecto de los recursos externos, las empresas han tendido a financiarse en mayor proporción con préstamos y créditos que con emisión de acciones.

Del Cuadro 1.1 se desprende que los préstamos y créditos comerciales provienen tanto del sector financiero como de otras empresas. Es probable que una proporción importante de los créditos recibidos por las empresas privadas provenga del sector financiero, mientras que para el caso de las empresas públicas buena parte de estos créditos provengan de otras empresas estatales. Desafortunadamente, el grado de agregación de las CF no permite corroborar empíricamente esta afirmación.

Respecto de las administraciones públicas (Gráfico 1.6), observamos que hasta finales de la década de los 80 éstas se financiaban preferencialmente a través de préstamos y créditos. La emisión de títulos y bonos ha ganado participación de manera significativa desde comienzos de los años 90, superando inclusive la financiación a través del crédito.

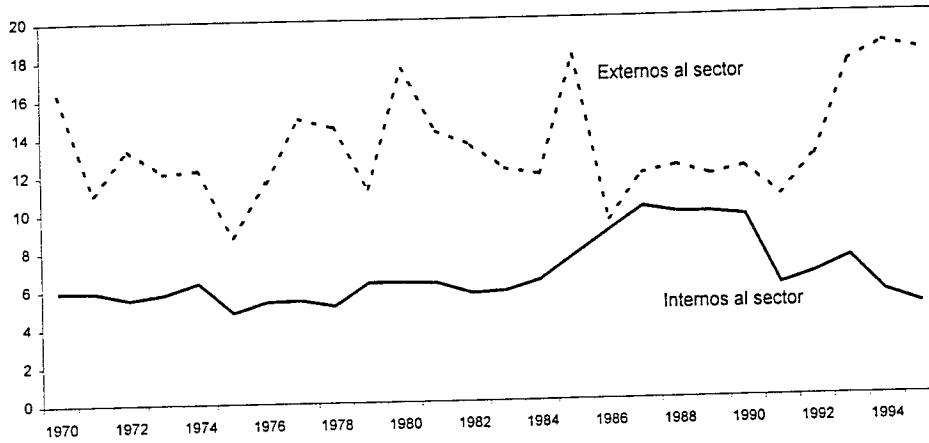
En lo que hace referencia a los hogares, desde 1991 su nivel de ahorro ha venido cayendo, lo cual los ha obligado a utilizar de manera creciente recursos provenientes de otros sectores. Como era de esperarse, prácticamente todos los recursos externos al sector provienen de créditos y préstamos de las instituciones financieras (Gráfico 1.7 y Cuadro 1.2).

## **B2. Qué activos financieros poseen los sectores?**

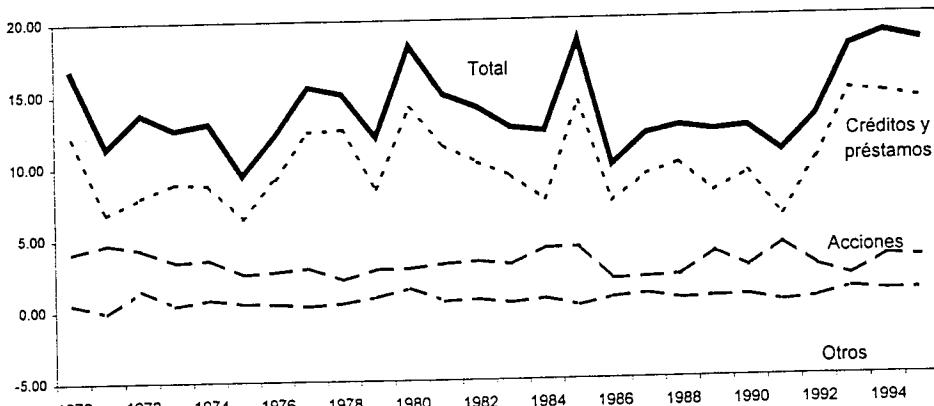
Con base en la información de las CF hemos elaborado los Cuadros 1.3 y 1.4 que se reportan a continuación. Para los distintos agentes institucionales y activos financieros que se describen en detalle en el Anexo 1.1, se ilustra qué activos financieros tienen los agentes (Cuadro 1.3) y, alternativamente, quién tiene cuál tipo de activo financiero (Cuadro 1.4). En cada caso, el panel A muestra promedios quinquenales para el período 1970-95 y el panel B cifras anuales para 1990-95.

**Gráfico 1.5. Fuente de los recursos de las empresas**  
*% del PNB*

**A. Fuente de los recursos**



**B. Origen de los recursos externos al sector**

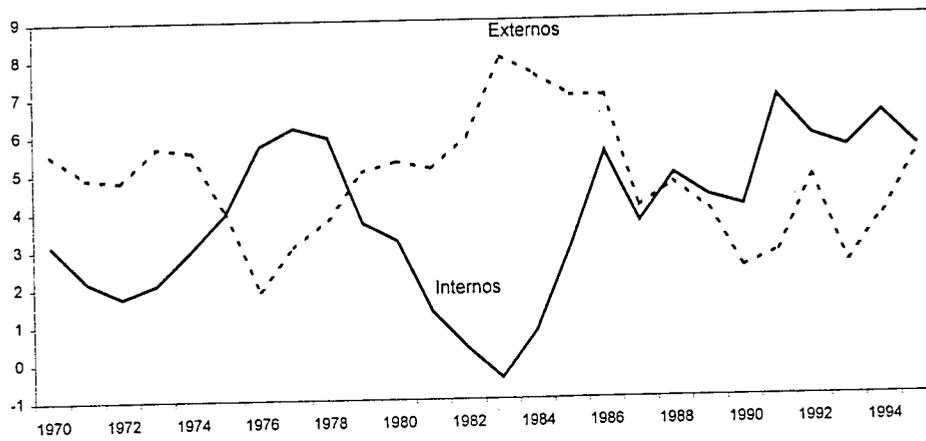


Nota: el rubro "otros" incluye la emisión de títulos y bonos, las reservas de seguros, las cesantías y las cuantías por pagar y recibir.

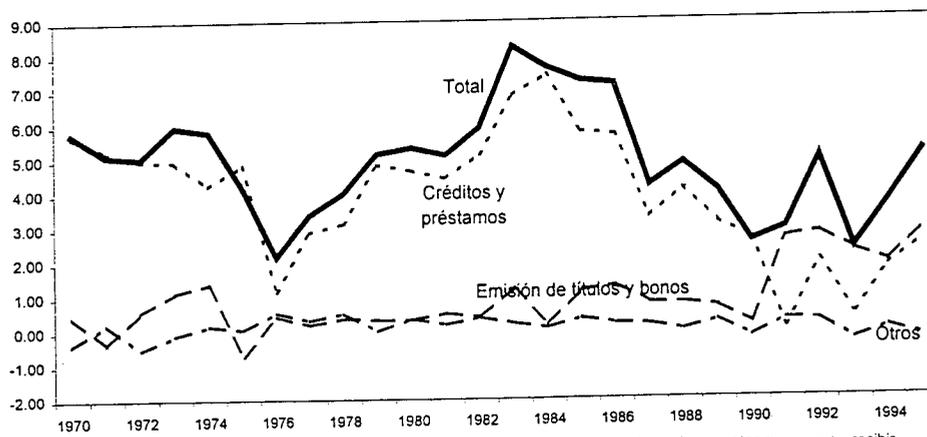
Fuente: Dane y Banco de la República

**Gráfico 1.6. Fuente de los recursos de las administraciones públicas**  
% del PNB

**A. Fuente de los recursos**



**B. Origen de los recursos externos al sector**

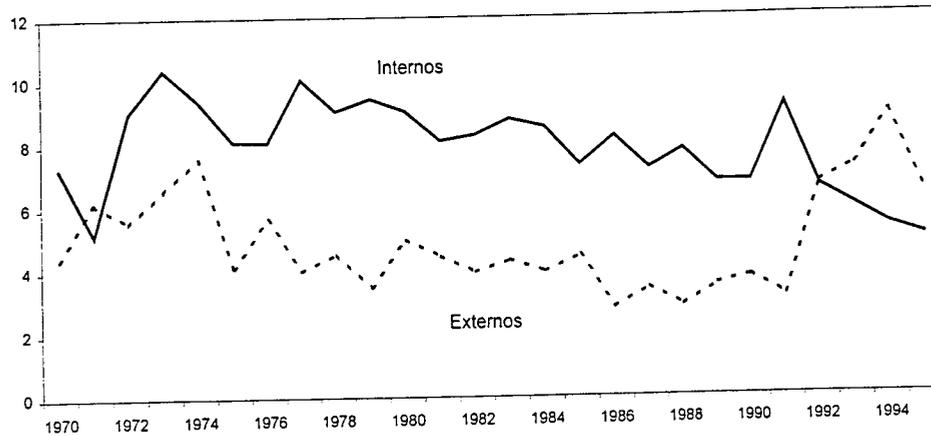


Nota: el rubro "otros" incluye la emisión de acciones, las reservas de seguros, las cesantías y las cuantías por pagar y recibir.

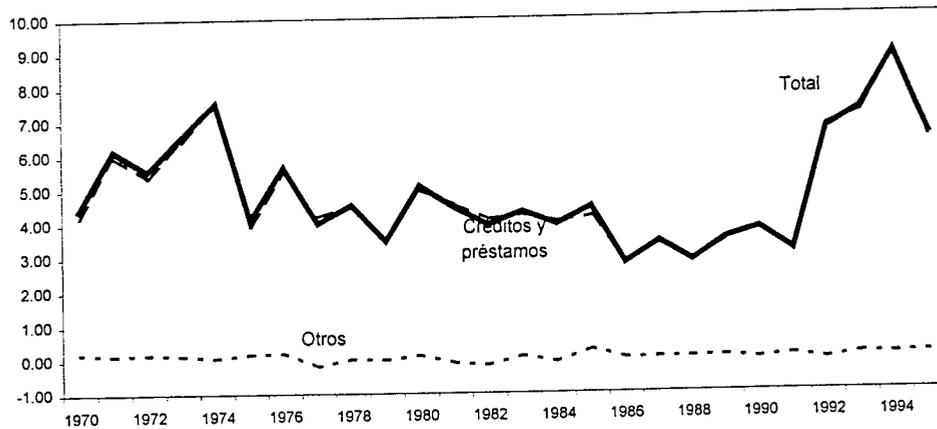
Fuente: Dane y Banco de la República

**Gráfico 1.7. Fuente de los recursos de los hogares**  
(% del PNB)

**A. Fuente de los recursos**



**B. Origen de los recursos externos al sector**



Nota: el rubro "otros" incluye la emisión de acciones, títulos y bonos, reservas de seguros, cesantías y cuantías por pagar y recibir.

Fuente: Banco de la República y Dane

Cuadro 1.1. Origen de los préstamos y créditos otorgados a las empresas

(% del PNB)

	Adm. Públicas	Soc. y cuasi-sociedades	Hogares	B. República	Sector Financiero		Exterior	Total
					Resto del s. Financiero	Total		
1970	2.44	3.12	1.42	0.33	3.74	4.07	0.98	12.03
1971	0.51	1.63	0.51	-0.61	3.45	2.84	1.27	6.75
1972	0.59	2.77	1.17	0.17	2.40	2.57	0.81	7.92
1973	0.49	3.46	1.77	0.20	2.15	2.35	0.78	8.84
1974	0.54	1.77	2.17	0.00	3.79	3.79	0.46	8.73
1975	0.27	3.58	-0.30	0.06	3.24	3.31	-0.45	6.41
1976	1.12	2.94	1.04	0.01	3.05	3.06	0.97	9.13
1977	0.87	5.83	1.63	0.01	3.34	3.36	0.67	12.35
1978	0.95	4.56	2.71	0.04	3.62	3.66	0.62	12.50
1979	0.90	1.94	2.08	0.01	3.33	3.35	0.08	8.35
1980	2.29	1.74	0.95	0.06	6.35	6.41	2.57	13.96
1981	2.36	1.21	1.15	-0.07	5.79	5.73	0.85	11.29
1982	1.61	1.46	1.36	0.05	3.31	3.36	2.31	10.10
1983	0.90	0.83	0.48	-0.08	5.27	5.19	1.78	9.18
1984	1.46	2.17	0.53	-0.04	1.74	1.70	1.61	7.49
1985	1.29	4.87	0.08	0.09	3.82	3.91	4.09	14.24
1986	0.91	1.00	0.10	0.51	2.75	3.26	2.01	7.28
1987	1.44	1.86	0.40	0.50	3.75	4.25	1.17	9.12
1988	1.81	3.79	0.51	0.25	3.23	3.48	0.33	9.92
1989	1.36	2.99	0.01	0.28	4.30	4.59	-1.08	7.86
1990	1.49	4.90	0.34	-0.05	3.77	3.72	-1.31	9.15
1991	2.01	1.82	0.30	-0.95	3.60	2.65	-0.56	6.22
1992	2.92	3.84	0.15	0.00	3.44	3.44	-0.32	10.04
1993	2.47	5.00	0.03	0.13	6.57	6.70	0.66	14.86
1994	2.02	3.91	0.36	-0.05	6.89	6.84	1.46	14.59
1995	1.24	6.21	-0.09	-0.03	6.24	6.21	0.61	14.19

Fuente: Banco de la República-Cuentas Financieras

**Cuadro 1.2. Origen de los préstamos y créditos otorgados a los hogares**

(% del PNB)

	Adm. Públicas	Soc. y cuasi-sociedades	Hogares	B. República	Sector Financiero		Exterior	Total
					Resto del s. Financiero	Total		
1970	0.28	1.51	0.00	0.00	2.42	2.42	0.00	4.22
1971	1.93	1.35	0.00	0.00	2.73	2.73	0.00	6.02
1972	1.06	1.65	0.00	0.01	2.67	2.68	0.00	5.38
1973	1.62	2.40	0.00	0.00	2.49	2.49	-0.07	6.44
1974	1.47	2.34	0.00	0.00	3.69	3.69	0.00	7.50
1975	1.46	0.09	0.00	0.00	2.38	2.38	0.00	3.93
1976	1.08	1.89	0.00	0.00	2.49	2.49	0.00	5.46
1977	0.57	1.00	0.00	0.00	2.63	2.63	0.00	4.20
1978	2.08	0.31	0.00	0.00	2.11	2.11	0.00	4.51
1979	0.29	1.23	0.00	0.00	1.95	1.96	0.00	3.48
1980	0.28	2.01	0.00	0.00	2.67	2.67	0.00	4.96
1981	-0.03	2.04	0.00	0.00	2.53	2.54	0.00	4.54
1982	0.32	1.11	0.00	0.00	2.68	2.68	0.00	4.10
1983	0.32	0.83	0.00	0.00	3.08	3.08	0.00	4.23
1984	0.15	0.94	0.00	0.02	2.92	2.94	0.00	4.03
1985	0.30	0.90	0.00	0.01	2.97	2.98	0.00	4.18
1986	0.21	0.15	0.00	0.01	2.42	2.43	0.00	2.78
1987	0.40	0.23	0.00	0.01	2.74	2.74	0.00	3.38
1988	0.40	0.15	0.00	0.01	2.24	2.25	0.00	2.80
1989	0.14	0.55	0.00	0.01	2.74	2.75	0.00	3.45
1990	0.16	0.12	0.00	0.00	3.53	3.53	0.00	3.81
1991	0.21	0.13	0.00	0.01	2.70	2.71	0.00	3.05
1992	0.14	0.36	0.00	0.00	6.24	6.24	0.00	6.74
1993	0.14	0.23	0.00	0.00	6.79	6.79	0.00	7.16
1994	0.14	0.17	0.00	0.00	8.51	8.51	0.00	8.82
1995	-0.05	0.20	0.00	0.05	6.18	6.23	0.00	6.38

Fuente: Banco de la República-Cuentas Financieras

El Cuadro 1.3A (y 1.4A) muestra que para el total de sectores, los activos financieros se mantuvieron relativamente estables --entre 9 y 11% del PIB-- desde principios de los 70s hasta finales de los 80s, y se incrementaron notoriamente en el pasado reciente. Por sector institucional, el aumento se concentró en los hogares y en las empresas. Por tipo de activo financiero, la mayor parte del aumento se dio en depósitos en el sistema financiero. Si bien hubo un ligero aumento en la tenencia de bonos, las acciones han permanecido bastante estables durante los últimos 25 años.

Mirando en detalle el período más reciente (Cuadro 1.3B y 1.4B) se insinúa un patrón bastante inestable, año por año. En efecto, como porcentaje del PIB el total de activos financieros, que en promedio se ubicó en 16.9%, presentó cambios de un año a otro que en ocasiones alcanzaron 4% del PIB. Esta alta variabilidad caracterizó tanto a los depósitos en el sistema financiero como a los bonos y las acciones. Por agente institucional, por mucho el que reportó mayor inestabilidad en su tenencia de activos financieros fue el sector público. Naturalmente, esta inestabilidad anual sugiere que cualquier proyección que se haga será menos confiable entre más alta frecuencia se utilice. Sobre este particular se volverá más adelante.

Los Cuadros 1.5 y 1.6 permiten efectuar algunas comparaciones con otros países. De acuerdo al Cuadro 1.5, existen marcadas diferencias, aun entre países desarrollados, en el tipo de activos que componen los portafolios financieros de los hogares. Así por ejemplo, mientras en Japón y Alemania cerca de la mitad del portafolio de los hogares estaba compuesto de pasivos emitidos por instituciones financieras, en mercados de capitales más desarrollados (como el inglés y el americano) dicho porcentaje se reduce prácticamente a la mitad. No debe sorprender entonces que en Colombia, para el subperíodo 1990-95, el 91% de los activos de los hogares estén bajo la forma de depósitos en instituciones financieras.

En lo que respecta a los inversionistas institucionales (Cuadro 1.6) se observa un patrón similar. A saber, preponderancia de depósitos financieros en mercados de capitales menos desarrollados (Japón) y preponderancia de derechos (acciones y participaciones) y bonos en los mercados financieros más desarrollados. En Colombia, los inversionistas institucionales<sup>11</sup> mantenían cerca del 50% de su portafolio en acciones. De hecho,

---

<sup>11</sup> De acuerdo a la restrictiva definición de las CF.

### Cuadro 1.3A. Qué activos tienen los agentes?

(% del PIB, promedio anual)

Período	Hogares			
	Depósitos	Bonos	Acciones	Total
1970-4	2.46	0.34	2.08	4.88
1975-9	3.57	-0.03	1.16	4.69
1980-4	3.79	0.01	1.09	4.89
1985-9	2.83	-0.14	0.82	3.51
1990-5	5.89	0.36	0.21	6.46
	Empresas			
	Depósitos	Bonos	Acciones	Total
1970-4	1.08	0.21	0.37	1.67
1975-9	1.27	0.39	0.51	2.17
1980-4	2.10	0.17	0.69	2.95
1985-9	2.41	0.49	0.67	3.57
1990-5	3.48	0.52	1.90	5.90
	Admon. Pública			
	Depósitos	Bonos	Acciones	Total
1970-4	0.65	0.07	0.70	1.43
1975-9	1.44	0.24	0.82	2.50
1980-4	0.80	0.15	0.98	1.93
1985-9	1.22	0.69	0.66	2.57
1990-5	1.29	0.84	0.74	2.88
	Exterior			
	Depósitos	Bonos	Acciones	Total
1970-4	-0.02	0.05	1.08	1.11
1975-9	0.15	-0.01	0.63	0.77
1980-4	0.08	0.00	1.36	1.44
1985-9	0.03	0.09	1.00	1.12
1990-5	0.01	0.36	0.71	1.08
	Inver. Instituc.			
	Depósitos	Bonos	Acciones	Total
1970-4	0.11	0.10	0.07	0.28
1975-9	0.08	0.04	0.09	0.21
1980-4	0.11	0.04	0.05	0.20
1985-9	0.07	0.20	0.06	0.32
1990-5	0.13	0.34	0.13	0.61
	Total			
	Depósitos	Bonos	Acciones	Total
1970-4	4.28	0.78	4.31	9.38
1975-9	6.51	0.63	3.21	10.35
1980-4	6.88	0.38	4.16	11.42
1985-9	6.55	1.32	3.21	11.08
1990-5	10.81	2.43	3.68	16.93

**Cuadro 1.3B. Qué activos tienen los agentes? (% del PIB)**

Período	Hogares			
	Depósitos	Bonos	Acciones	Total
1990	4.11	0.56	0.95	5.62
1991	4.04	1.55	0.12	5.71
1992	5.49	0.98	0.24	6.71
1993	7.18	-0.14	0.05	7.08
1994	8.24	-0.95	0.04	7.33
1995	6.28	0.18	-0.12	6.33
	Empresas			
	Depósitos	Bonos	Acciones	Total
1990	3.01	0.35	1.33	4.69
1991	2.28	1.49	2.39	6.16
1992	3.59	0.91	1.09	5.59
1993	3.17	0.43	1.72	5.32
1994	4.69	-0.24	3.10	7.56
1995	4.14	0.19	1.74	6.07
	Admon. Pública			
	Depósitos	Bonos	Acciones	Total
1990	0.32	0.37	0.53	1.22
1991	1.17	0.98	1.59	3.73
1992	1.90	0.34	1.21	3.45
1993	0.97	0.54	0.10	1.60
1994	2.55	1.17	0.19	3.91
1995	0.87	1.68	0.82	3.37
	Exterior			
	Depósitos	Bonos	Acciones	Total
1990	-0.11	-0.01	0.40	0.27
1991	-0.08	0.20	0.82	0.94
1992	0.08	0.12	0.70	0.91
1993	0.23	0.61	0.65	1.49
1994	-0.09	0.58	0.83	1.31
1995	0.05	0.69	0.83	1.58
	Inver. Instituc.			
	Depósitos	Bonos	Acciones	Total
1990	0.04	0.27	0.05	0.36
1991	-0.12	0.26	0.12	0.26
1992	0.15	0.49	0.09	0.73
1993	0.19	0.39	0.15	0.73
1994	0.29	0.28	0.12	0.69
1995	0.25	0.35	0.26	0.86
	Total			
	Depósitos	Bonos	Acciones	Total
1990	7.37	1.54	3.25	12.16
1991	7.28	4.48	5.03	16.79
1992	11.21	2.84	3.33	17.39
1993	11.74	1.82	2.67	16.22
1994	15.68	0.83	4.29	20.80
1995	11.59	3.09	3.53	18.21

### Cuadro 1.4A. Cuáles agentes tienen los activos?

(% del PIB, promedio anual)

Periodo	Depósitos en sistema financiero					
	Hogares	Empresas	Admon. Pública	Exterior	Invers. Instituc.	Total
1970-4	2.46	1.08	0.65	-0.02	0.11	4.28
1975-9	3.57	1.27	1.44	0.15	0.08	6.51
1980-4	3.79	2.10	0.80	0.08	0.11	6.88
1985-9	2.83	2.41	1.22	0.03	0.07	6.55
1990-5	5.89	3.48	1.29	0.01	0.13	10.81
	Bonos					
	Hogares	Empresas	Admon. Pública	Exterior	Invers. Instituc.	Total
1970-4	0.34	0.21	0.07	0.05	0.10	0.78
1975-9	-0.03	0.39	0.24	-0.01	0.04	0.63
1980-4	0.01	0.17	0.15	0.00	0.04	0.38
1985-9	-0.14	0.49	0.69	0.09	0.20	1.32
1990-5	0.36	0.52	0.84	0.36	0.34	2.43
	Acciones					
	Hogares	Empresas	Admon. Pública	Exterior	Invers. Instituc.	Total
1970-4	2.08	0.37	0.70	1.08	0.07	4.31
1975-9	1.16	0.51	0.82	0.63	0.09	3.21
1980-4	1.09	0.69	0.98	1.36	0.05	4.16
1985-9	0.82	0.67	0.66	1.00	0.06	3.21
1990-5	0.21	1.90	0.74	0.71	0.13	3.68
	Total					
	Hogares	Empresas	Admon. Pública	Exterior	Invers. Instituc.	Total
1970-4	4.88	1.67	1.43	1.11	0.28	9.38
1975-9	4.69	2.17	2.50	0.77	0.21	10.35
1980-4	4.89	2.95	1.93	1.44	0.20	11.42
1985-9	3.51	3.57	2.57	1.12	0.32	11.08
1990-5	6.46	5.90	2.88	1.08	0.61	16.93

**Cuadro 1.4B. Cuáles agentes tienen los activos?**  
(% del PIB)

Período	Depósitos en sistema financiero					
	Hogares	Empresas	Admon. Pública	Exterior	Invers. Instituc.	Total
1990	4.11	3.01	0.32	-0.11	0.04	7.37
1991	4.04	2.28	1.17	-0.08	-0.12	7.28
1992	5.49	3.59	1.90	0.08	0.15	11.21
1993	7.18	3.17	0.97	0.23	0.19	11.74
1994	8.24	4.69	2.55	-0.09	0.29	15.68
1995	6.28	4.14	0.87	0.05	0.25	11.59
	Bonos					
	Hogares	Empresas	Admon. Pública	Exterior	Invers. Instituc.	Total
1990	0.56	0.35	0.37	-0.01	0.27	1.54
1991	1.55	1.49	0.98	0.20	0.26	4.48
1992	0.98	0.91	0.34	0.12	0.49	2.84
1993	-0.14	0.43	0.54	0.61	0.39	1.82
1994	-0.95	-0.24	1.17	0.58	0.28	0.83
1995	0.18	0.19	1.68	0.69	0.35	3.09
	Acciones					
	Hogares	Empresas	Admon. Pública	Exterior	Invers. Instituc.	Total
1990	0.95	1.33	0.53	0.40	0.05	3.25
1991	0.12	2.39	1.59	0.82	0.12	5.03
1992	0.24	1.09	1.21	0.70	0.09	3.33
1993	0.05	1.72	0.10	0.65	0.15	2.67
1994	0.04	3.10	0.19	0.83	0.12	4.29
1995	-0.12	1.74	0.82	0.83	0.26	3.53
	Total					
	Hogares	Empresas	Admon. Pública	Exterior	Invers. Instituc.	Total
1990	5.62	4.69	1.22	0.27	0.36	12.16
1991	5.71	6.16	3.73	0.94	0.26	16.79
1992	6.71	5.59	3.45	0.91	0.73	17.39
1993	7.08	5.32	1.60	1.49	0.73	16.22
1994	7.33	7.56	3.91	1.31	0.69	20.80
1995	6.33	6.07	3.37	1.58	0.86	18.21

**Cuadro 1.5. Activos de los hogares**

(% bajo la forma de pasivos de instituciones financieras)

País	Alemania (1994)	Japón (1994)	Estados Unidos (1994)	Reino Unido (1990)
% de los activos de los hogares	41.4	52.6	18.2	27.3

Fuente: Rojas-Suárez y Weisbrod (1997).

**Cuadro 1.6. Activos de los inversionistas institucionales**  
(composición porcentual)

País	Japón (1992)	Reino Unido (1990)	Estados Unidos (1992)
Préstamos y/o depósitos	45.0	17.6	8.0
Derechos	23.0	70.6	35.0
Bonos domésticos y externos	32.0	11.8	57.0
Total	100.0	100.0	100.0

Fuente: Rojas-Suárez y Weisbrod (1997).

mantenían una menor proporción de su activo en depósitos financieros de lo que mantenían los inversionistas institucionales en el Japón.<sup>12</sup>

### **B3. Ahorro macroeconómico y ahorro financiero: un poco de algebra**

Como habíamos mencionando, en la medida en que toda operación real tiene una contrapartida financiera, el saldo de las operaciones reales (registradas en las CN) debe igualar el saldo de las operaciones financieras (registradas en las CF). Es decir, el préstamo neto real debe ser igual al préstamo neto financiero.<sup>13</sup>

El préstamo neto real es igual a

$$PNR = S - I$$

Donde  $S$  es el nivel de ahorro doméstico e  $I$  el nivel de inversión. Desde el punto de vista de las CF, el préstamo neto financiero es igual al cambio en los activos financieros,  $\Delta AF$ , menos el cambio en los pasivos financieros,  $\Delta PF$ .

$$PNF = \Delta AF - \Delta PF$$

Tanto  $\Delta AF$  como  $\Delta PF$  representan flujos de ahorro financiero. No necesariamente son iguales, ya que, en tanto existan relaciones financieras con el resto del mundo, el préstamo neto de la economía en su conjunto puede ser mayor o menor a cero.

Como  $PNF = PNR$ , tenemos que

$$S - I = \Delta AF - \Delta PF$$

---

<sup>12</sup> No sobra aclarar que, independientemente de este hecho, y no obstante la limitación metodológica señalada en la anterior nota de pie de página, en comparación con los países mencionados en los Cuadros 1.5 y 1.6, los inversionistas institucionales colombianos manejaban portafolios totales mucho más pequeños.

<sup>13</sup> Un desarrollo formal alternativo se encuentra en Terzi (1986/7).

Evidentemente, la anterior igualdad se cumple para infinito número de combinaciones de  $\Delta AF$  y  $\Delta PF$ . Valga decir, dado un nivel de déficit en cuenta corriente ( $S-I$ ), tanto  $\Delta AF$  como  $\Delta PF$  están indeterminados. En otras palabras, no tiene porque existir una relación específica entre ahorro macroeconómico y ahorro financiero –bien sea que este se mida como  $\Delta AF$  o como  $\Delta PF$ .

Es razonable postular que un mayor nivel de ahorro financiero garantiza una mejor canalización de los recursos hacia la inversión productiva.<sup>14</sup> Así mismo, es factible que el ahorro macro y el ahorro financiero eventualmente tengan un comportamiento similar, en la medida en que algunos determinantes pueden ser comunes a ambas definiciones –p.ej. la tasa de interés o la tasa de inflación. El punto que se quiere realzar es que las dos definiciones son diferentes, y no existe una relación única entre las dos.

El papel que el desarrollo financiero juega en la determinación del ahorro macroeconómico ha recibido bastante atención en la literatura especializada. Desafortunadamente, la evidencia empírica no es para nada concluyente. Por mencionar solamente dos casos extremos, Edwards (1995) encuentra evidencia que da soporte a las ideas originales de McKinnon (1976). A saber, los agentes económicos ahorran más entre más desarrollado se encuentre el sistema financiero. Por el contrario, Japelli y Pagano (1994) encuentran evidencia empírica justamente en el sentido contrario. De acuerdo a estos últimos autores, entre más desarrollado se encuentra un sistema financiero, mayores son las posibilidades de financiación. Valga decir, menores son las “restricciones de liquidez” que enfrentan los agentes económicos. Ello opera en el sentido de desestimular el ahorro.<sup>15</sup>

Algunos autores, incluido Moore (1986), han señalado que los planteamientos originales de McKinnon también implican que el ahorro financiero debe responder positivamente a incrementos en el ahorro macroeconómico, y que dicha regularidad se debe mantener siempre y cuando no cambie marcadamente ni la institucionalidad ni la tasa de

---

<sup>14</sup> De hecho, existe evidencia empírica que da soporte a la hipótesis de que el desarrollo del mercado financiero y de capitales estimula el crecimiento económico. Ver King y Levine (1993).

<sup>15</sup> Quizás el ejemplo más sencillo de este interesante hallazgo tiene que ver con la financiación hipotecaria. En algunos países (incluido Estados Unidos) es factible obtener financiación hasta por el 90% del valor de la vivienda. Ello significa que las familias pueden efectuar uno de los gastos más importantes de su vida habiendo ahorrado relativamente poco. En sistemas financieros menos desarrollados, las familias, antes de adquirir vivienda, tienen que haber ahorrado una alta proporción del valor de la misma.

inflación.<sup>16</sup> Se menciona el caso de Corea a principios de los años 70, donde el impresionante aumento del ahorro macroeconómico no se tradujo en mayor profundización financiera precisamente porque coincidió con un aumento sostenido en el nivel de inflación.

En el Cuadro 1.7 se puede observar, para distintos agentes y distintos momentos en el tiempo, la relación entre ahorro financiero (proveniente de las CF) y ahorro macroeconómico en Colombia. El lado izquierdo del cuadro utiliza una definición amplia de ahorro financiero (pues se incluyen depósitos en el sistema financiero, bonos y acciones); el lado derecho contempla tan sólo bonos y acciones. Con la definición amplia de ahorro financiero se observa que hasta finales de los 80 la relación Sf/Sm disminuyó gradualmente en el caso de los hogares, pero aumentó ligeramente para la economía en su conjunto. En cambio, para todos los agentes se da un aumento impresionante en dicha relación durante la primera mitad de la presente década. El panel derecho, que excluye depósitos en el sistema financiero, muestra un panorama bien diferente. En particular, una continua caída, que todavía continúa, en el porcentaje de ahorro macro que los hogares mantienen bajo la forma de bonos y acciones.

Evidentemente, el Cuadro 1.7 confirma lo mencionado en anterior sección, en el sentido de que el aumento reciente en el ahorro financiero ha estado estrechamente vinculado a incrementos en los depósitos en el sistema financiero. Para la economía en su conjunto, el flujo de ahorro bajo la forma de bonos y acciones representó el 24% del ahorro macro en 1970-74 y un porcentaje virtualmente igual en 1990-95.

#### **B4. Ahorro financiero y ahorro macroeconómico en Colombia y en otros países**

Se tomaron cifras de ahorro macroeconómico y ahorro financiero, a partir de las Estadísticas del Banco Mundial. Como “proxy” del ahorro financiero se tomó la razón  $M2/PNB$  y se construyó  $\Delta M2/PNB$ . La primera mide la “profundización financiera”; la segunda aproxima el concepto flujo de ahorro financiero. Las cifras de ahorro macroeconómico corresponden al ahorro doméstico de las CN de cada país, publicadas en las Estadísticas del Banco Mundial.

---

<sup>16</sup> Más específicamente, dicha relación positiva se plantea para el caso del ahorro macroeconómico y financiero de los hogares.

**Cuadro 1.7. Relación entre ahorro financiero (Sf) y ahorro macro (Sm)**

Período	(Sf/Sm) <sup>a</sup>				(Sf/Sm) <sup>b</sup>			
	Hogares	Empresas	Interno <sup>c</sup>	Total <sup>d</sup>	Hogares	Empresas	Interno <sup>c</sup>	Total <sup>d</sup>
1970-74	62.7	31.5	49.4	48.4	32.8	11	24.1	26.2
1975-79	53.6	27.3	47.7	48.2	29.4	6.9	21.5	23.9
1980-84	58.2	31.9	50.2	53.8	21.2	8.5	19.7	23.4
1985-89	48.6	42.2	48.7	55.2	17.6	16.1	18.1	22.8
1990-95	106.1	103	81.6	86.2	7.1	42	25.4	32.3

a Ahorro financiero total = depósitos + acciones + bonos

b Ahorro financiero = acciones + bonos

c Interno considera hogares, empresas, admon. públicas e invers. instit.

d Total considera además el ahorro externo

Los Gráficos 1.8 y 1.9 muestran la relación entre ahorro macro y financiero para un grupo de 49 países. Para cada país se tomaron promedios de cifras anuales para el período 1980-1992. Cada punto en los gráficos representa un país. Como puede observarse, no aparece una relación definida entre el ahorro doméstico y el *stock* de ahorro financiero, ni entre el primero y el *flujo* de ahorro financiero. Por ejemplo, en el período mencionado Colombia tuvo una tasa de ahorro doméstico de 22% del PNB y un stock de ahorro financiero equivalente al 21.1% del PNB. Chile y Suiza tienen más o menos la misma tasa de ahorro doméstico que Colombia, pero en el primero el stock de ahorro financiero representó cerca del 40% del PNB y en el segundo 114%. Los Estados Unidos tuvieron en promedio una tasa de ahorro doméstico cercana al 17% del PNB con un stock de ahorro financiero equivalente al 67% del producto.<sup>17</sup>

Utilizando datos de panel para 32 países durante 1970-1992, Edwards (1995) encontró que el ahorro privado se asocia de manera positiva y estadísticamente significativa con la “profundización financiera” (medida como la relación M1/PIB ó M2/PIB). De otra parte, una vertiente de la literatura [incluido Japelli y Pagano (1994)] reporta evidencia en el sentido de que el ahorro privado depende *positivamente* de las restricciones de liquidez que enfrenten los agentes. Así por ejemplo, dicho ahorro será mayor entre menores posibilidades de financiación existan. Dichas posibilidades presumiblemente son menores entre menos desarrollado se encuentre el sistema financiero.

El análisis para Colombia se realizó tomando las observaciones para cada año del período 1980-1995. Por lo tanto, los puntos en los gráficos indican años. De acuerdo con el Gráfico 1.10, aparece una relación *negativa* entre el *stock* de ahorro financiero (es decir, entre la “profundización financiera”) y el flujo de ahorro doméstico. El nivel del  $R^2$  sugiere que esta relación no es muy fuerte. Así mismo, el Gráfico 1.11 muestra una relación negativa entre el flujo de ahorro financiero --medido ahora como el cambio en M3+BONOS-- y el nivel de ahorro doméstico.<sup>18</sup> De nuevo, el  $R^2$  es muy bajo, implicando una relación débil entre ambas variables.

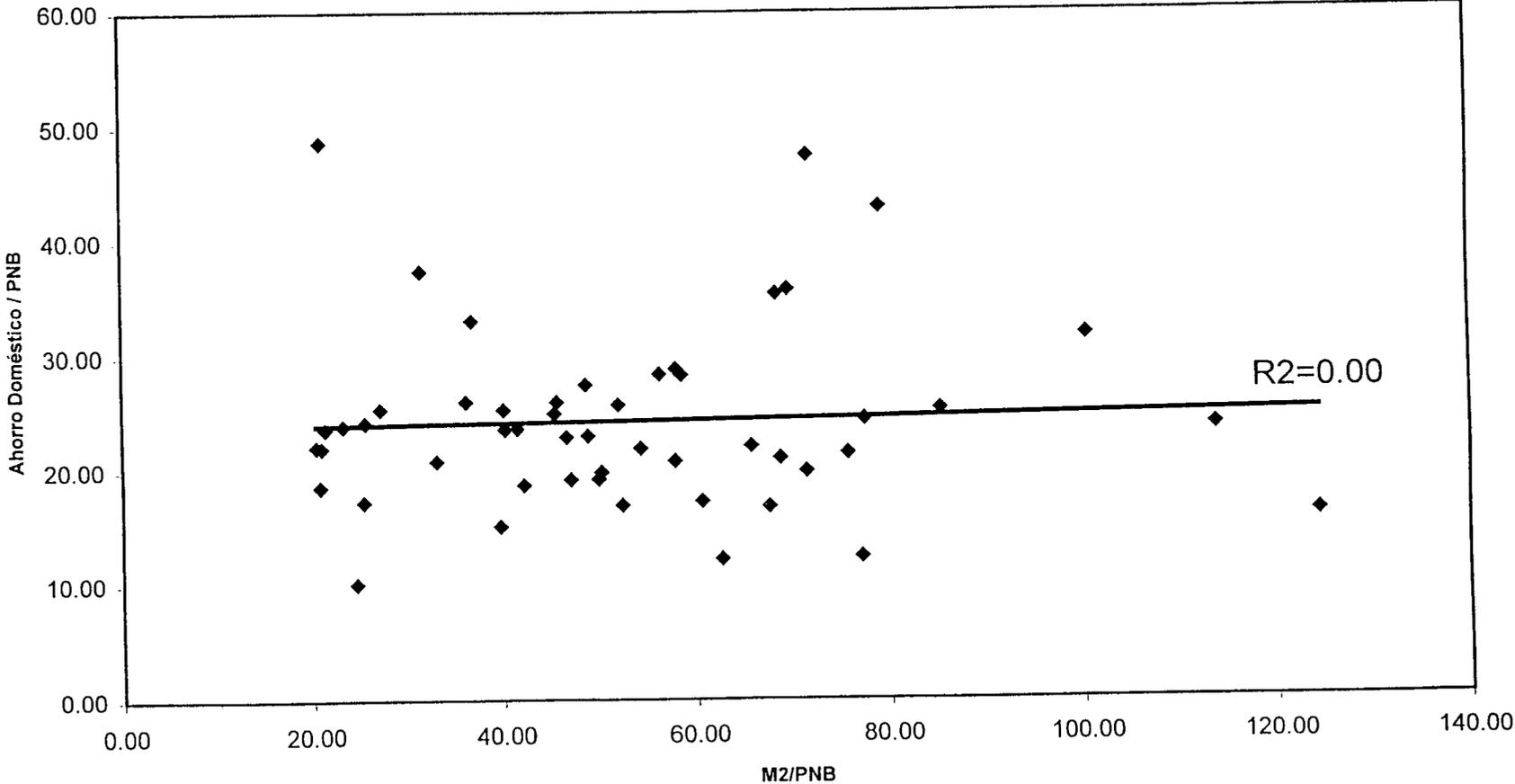
---

<sup>17</sup> Cuando se compara entre países el *flujo* de ahorro financiero y la tasa de ahorro doméstico, se llega a la misma conclusión. Los  $R^2$  de ambas relaciones son muy bajos, confirmando la inexistencia de una relación fuerte entre las dos variables.

<sup>18</sup> M3+bonos es una mejor medida de profundización financiera que M2. Más arriba se hizo uso de esta última ya que facilita las comparaciones internacionales. Específicamente, M3+bonos incluye el efectivo en

# Gráfico 1.8. Stock de ahorro financiero vs. ahorro doméstico

(Promedio 1980 - 1992 para varios países)



Fuente: Banco Mundial

Gráfico 1.9. Ahorro doméstico y flujo de ahorro financiero  
(promedio 1981-1992 para varios países)

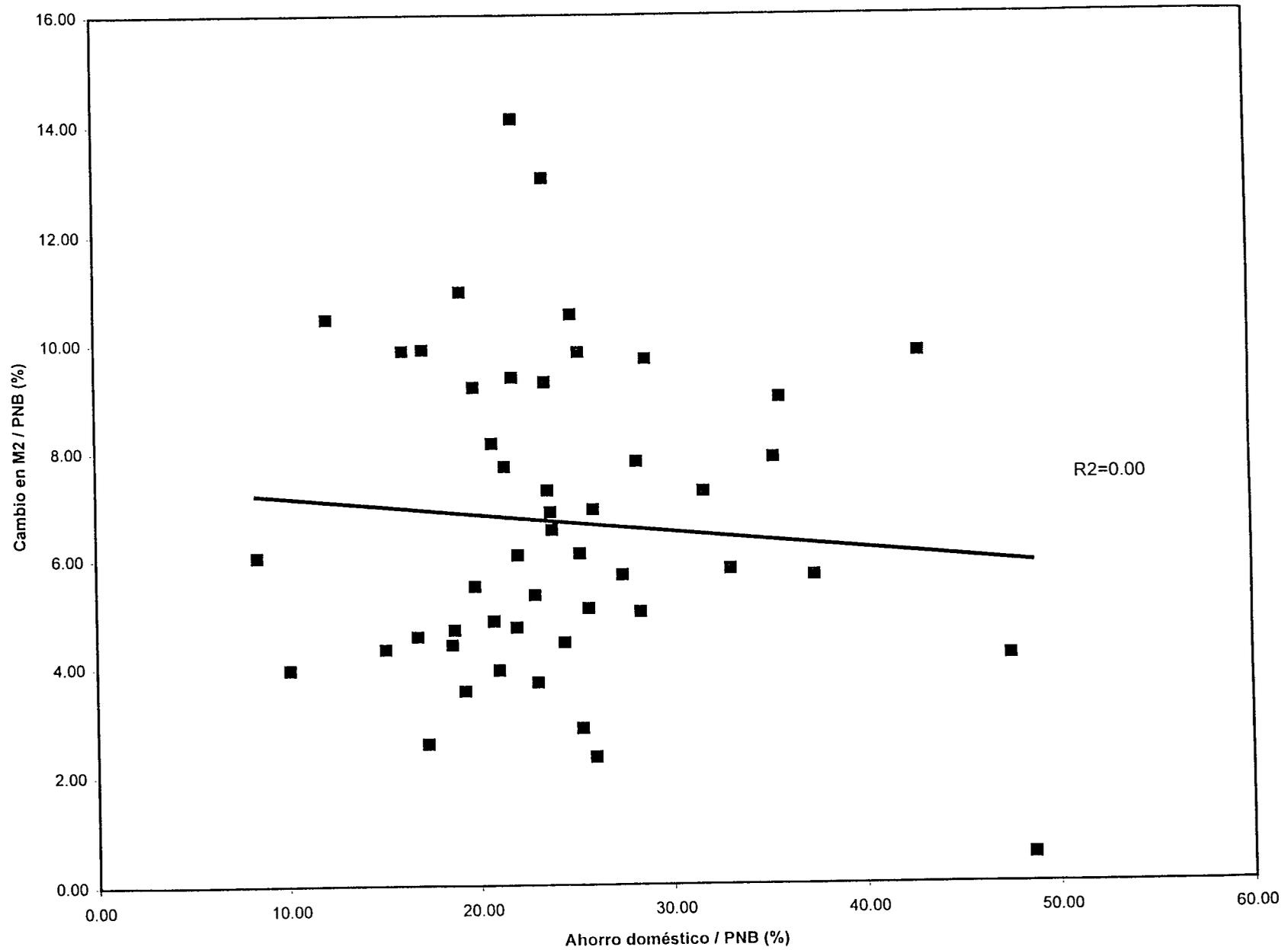


Gráfico 1.10. Stock de ahorro financiero y ahorro doméstico en Colombia  
(Cifras para Colombia entre 1980-1995)

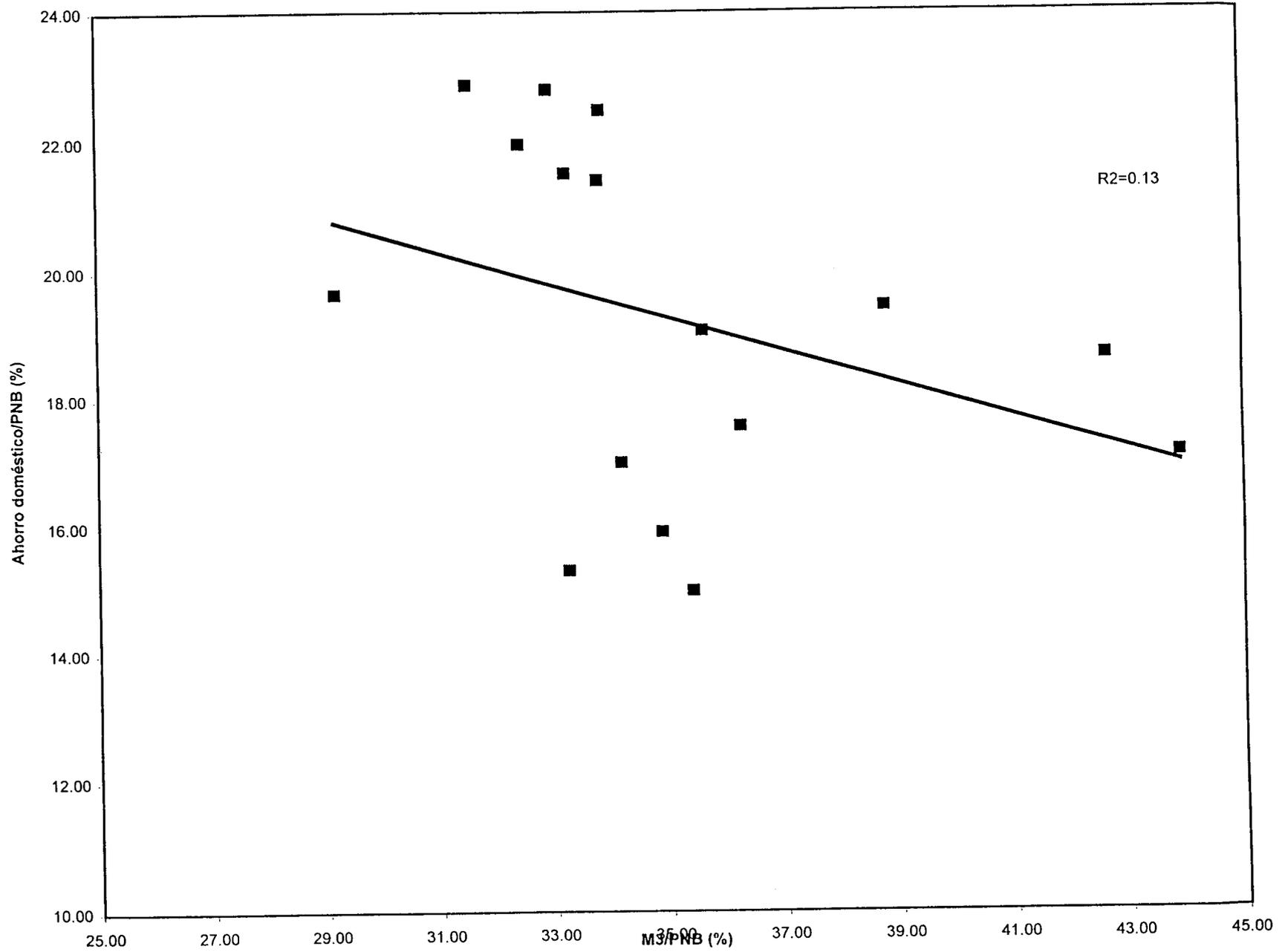
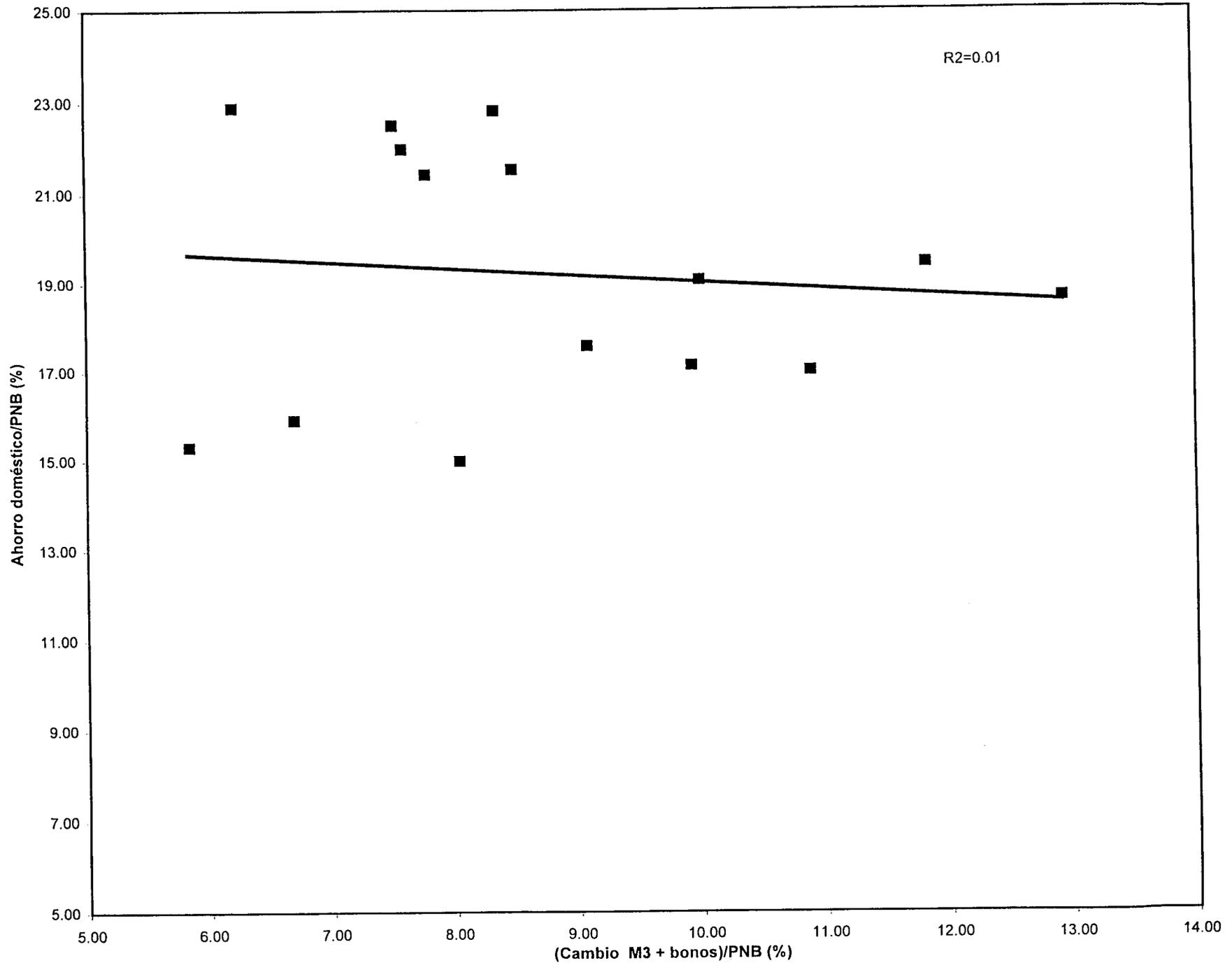


Gráfico 1.11. Flujo de ahorro financiero (cambio en M3 más bonos) y ahorro doméstico en Colombia  
(Cifras para el período 1980-1995)



Fuente: Banco de la República y DANE

Una medición alternativa del flujo de ahorro financiero es aquella que surge de las CF. Las diferencias entre una y otra definición se precisan más adelante. En el Gráfico 1.12 se observa que la relación entre esta medición y el ahorro doméstico ha sido positiva. Sin embargo, una vez más el bajo  $R^2$  indica que se trata de una relación más bien débil.

### **B5. Relación entre ahorro (macro y financiero), ingreso e inflación**

Tomando información para varios países se puede observar que la relación entre “profundización financiera” y PNB per-cápita es más fuerte que aquella entre ahorro macroeconómico y PNB per-cápita (Gráficos 1.13 y 1.14). De hecho, el  $R^2$  reportado en el Gráfico 1.13 sugiere que no parece haber ninguna relación entre las últimas dos variables. Estas observaciones están en línea con lo sugerido en la literatura sobre el tema. En particular, si bien el ahorro macroeconómico depende (y es causa) del *crecimiento* del ingreso, no se asocia de manera directa con el *nivel* de éste. En cambio, es evidente que, todo lo demás constante, la profundización financiera sí se incrementa con el nivel de ingreso. Entre otras razones, ello se debe a que hay una clara asociación positiva entre nivel de ingreso y grado de desarrollo del sistema financiero.

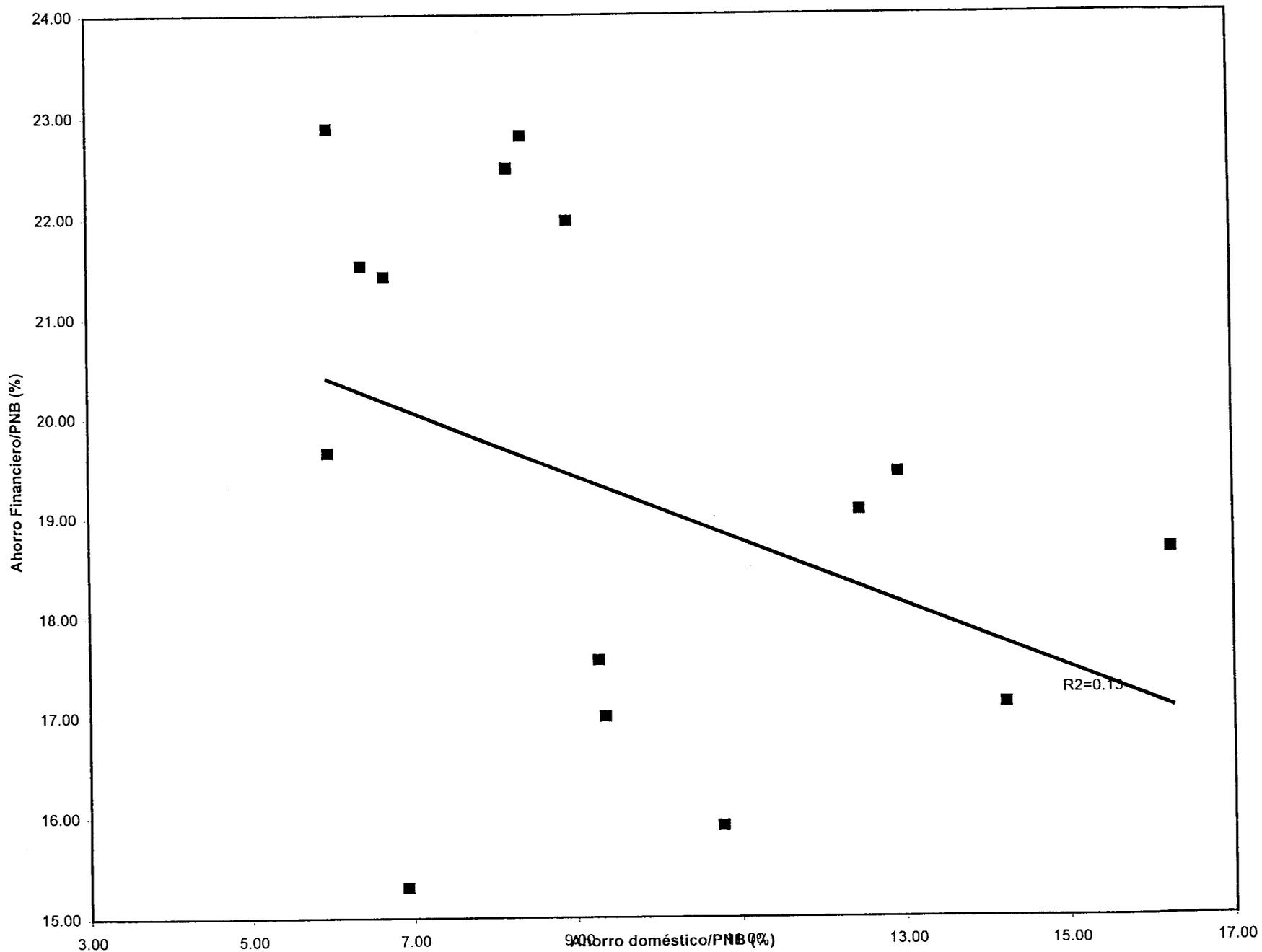
Adicionalmente, se observa una relación negativa entre ahorro doméstico e inflación y entre “profundización financiera” e inflación (Gráficos 1.15 y 1.16). Sin embargo, los  $R^2$  sugieren que tan solo la segunda relación es relativamente fuerte. Este comportamiento se mantiene --e incluso se hace más evidente-- cuando se excluyen de la muestra los países que presentaron hiperinflaciones en el período 1980-1992 (Gráficos 1.17 y 1.18). De nuevo, este es un resultado ampliamente aceptado en la literatura.

En el Gráfico 1.17 se presenta una línea de tendencia exponencial que parece ajustarse de mejor manera a los datos. Ello señala que la relación entre ahorro financiero e inflación no es lineal. Esta interesante asociación indica que, por ejemplo, reducciones en la tasa de inflación de 25% a niveles de un dígito se asocian con mayores aumentos en el ahorro financiero que los que se obtendrían al reducir la inflación de 70% a 25%.

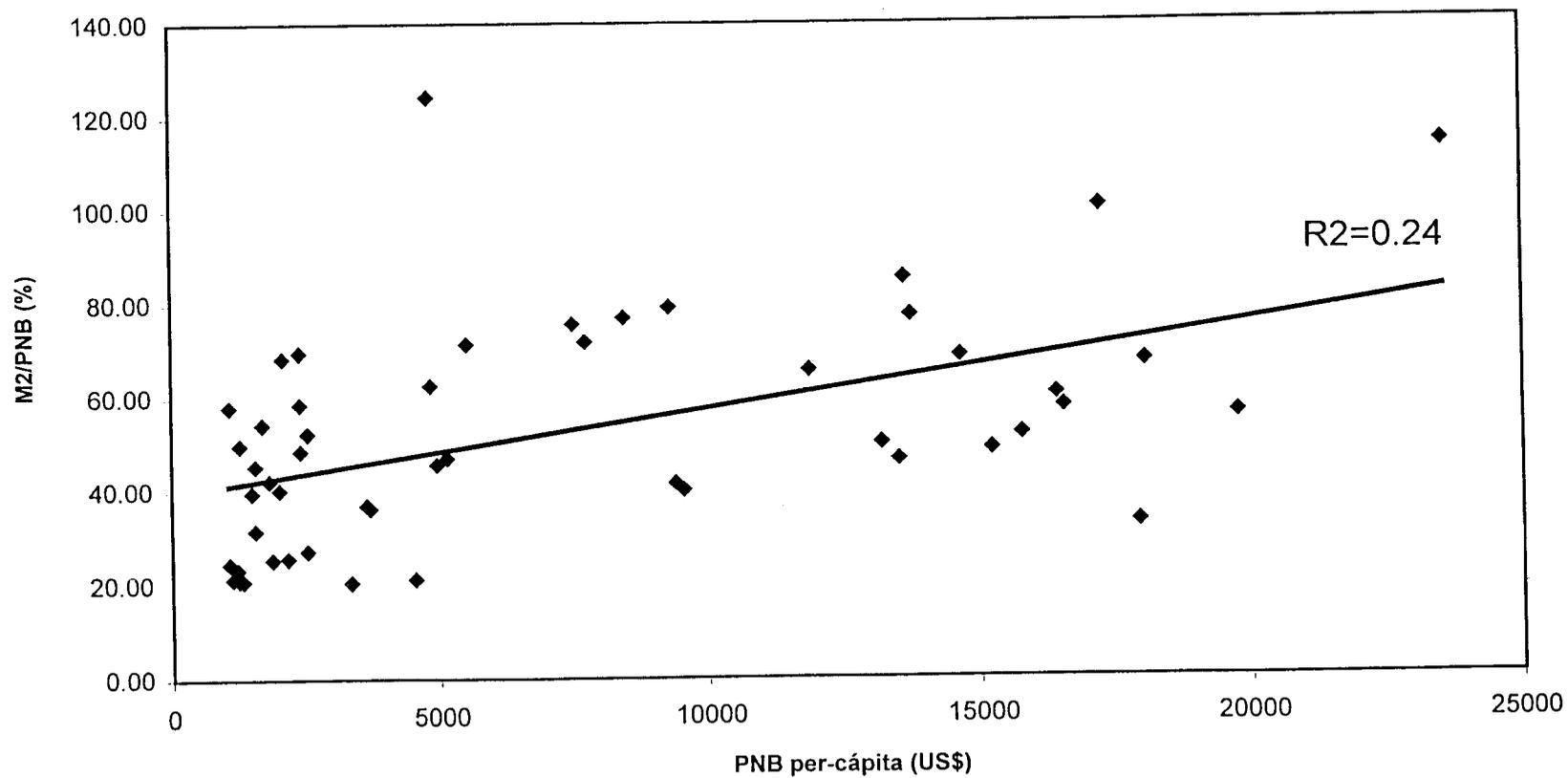
---

poder del público, los pasivos sujetos a encaje y los bonos en circulación de bancos, corporaciones y compañías de financiamiento comercial. Por su parte, los pasivos sujetos a encaje están constituidos por los depósitos en cuenta corriente, los depósitos de ahorro en bancos, CAV's, corporaciones financieras y en cooperativas, los CDT's en bancos, CAV's, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial, los depósitos fiduciarios, las cédulas del BCH y los depósitos a la vista.

Gráfico 1.12. Flujo de ahorro financiero (Cuentas Financieras) y ahorro doméstico  
(Cifras para Colombia para el período 1980-1995)

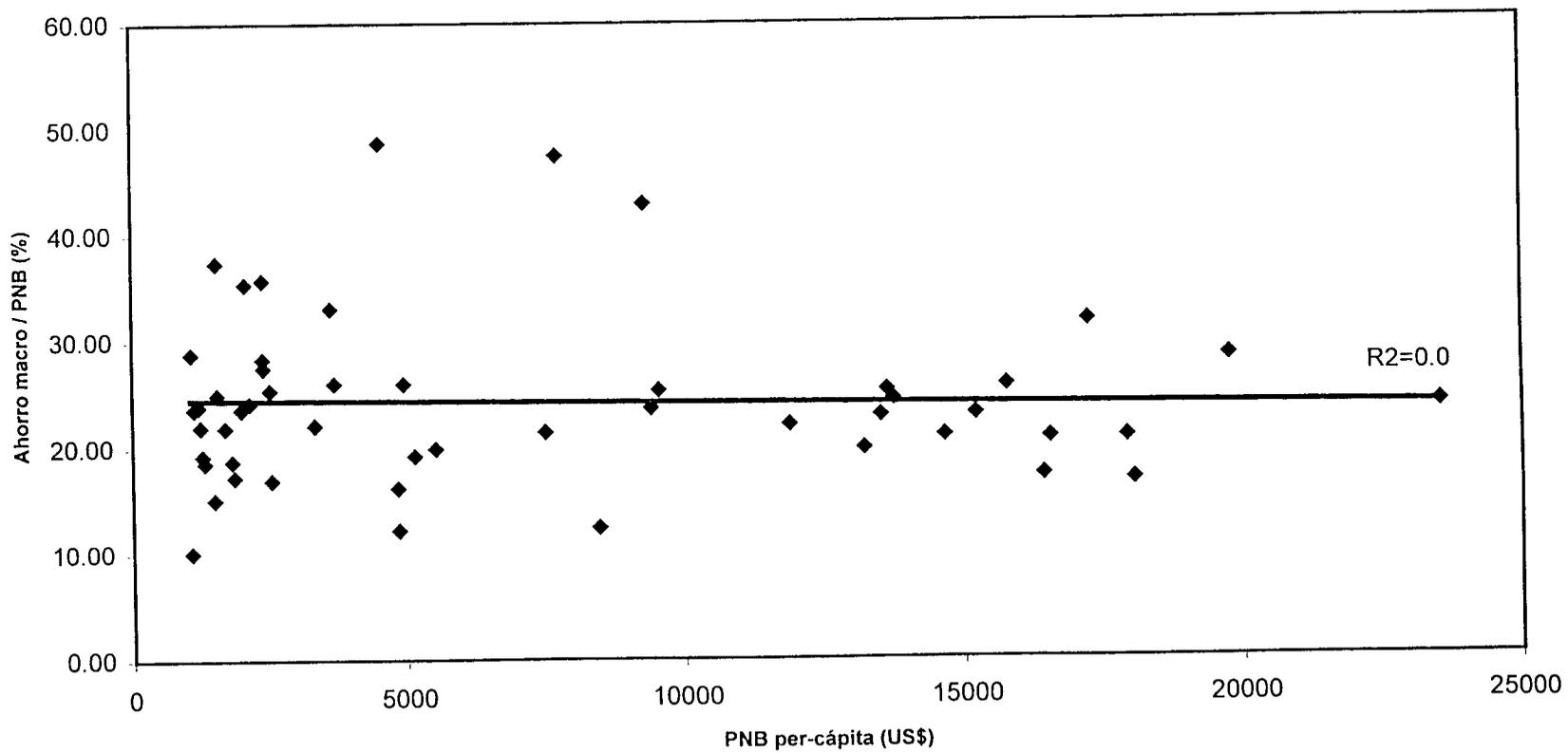


**Gráfico 1.13. Stock de ahorro financiero y PNB per-cápita**  
*(promedio 1980-1992)*



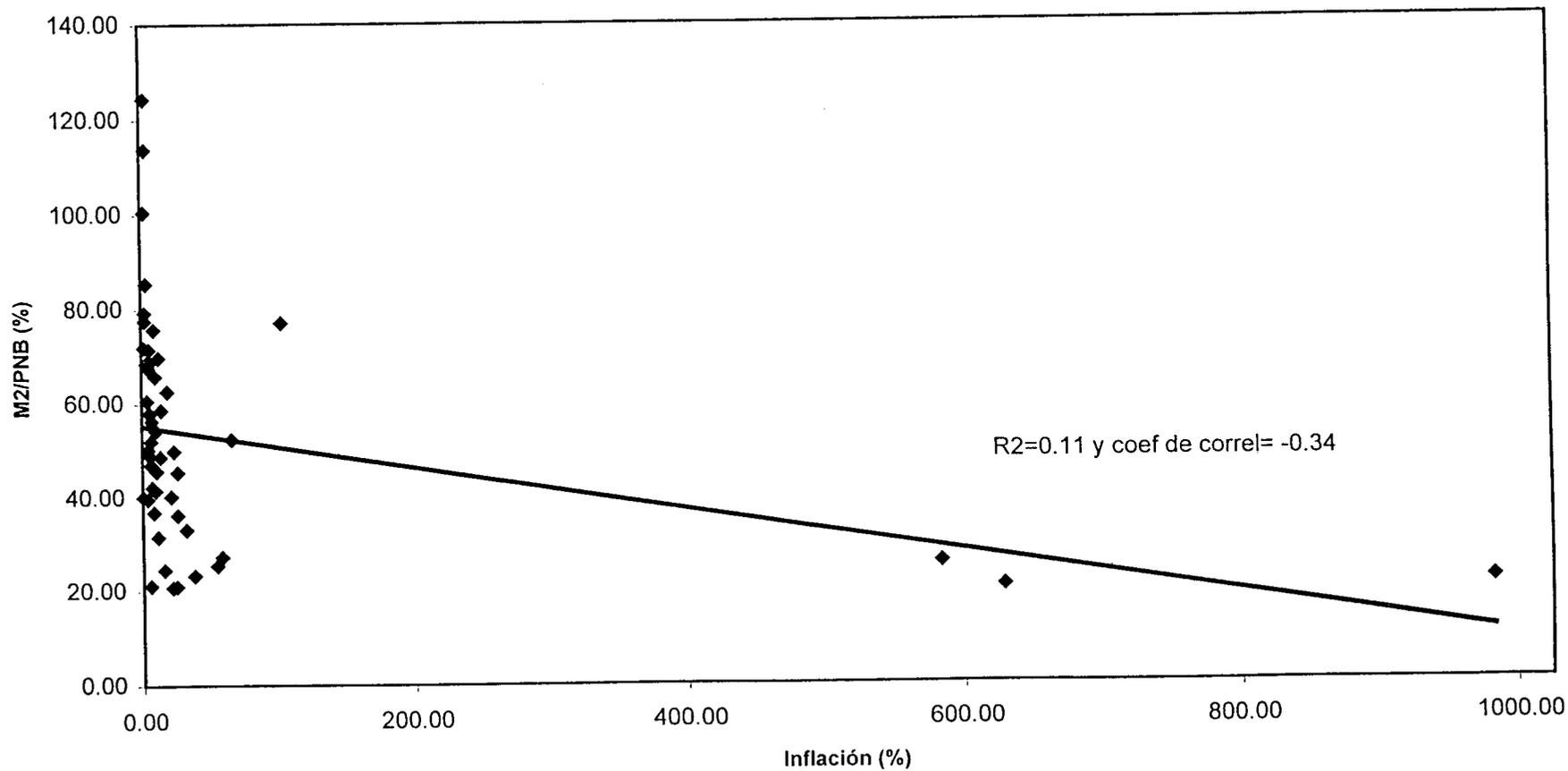
Fuente: Banco Mundial

**Gráfico 1.14. Ahorro macroeconómico y PNB per-cápita**  
(Promedios 1980 - 1992)



Fuente: Banco Mundial

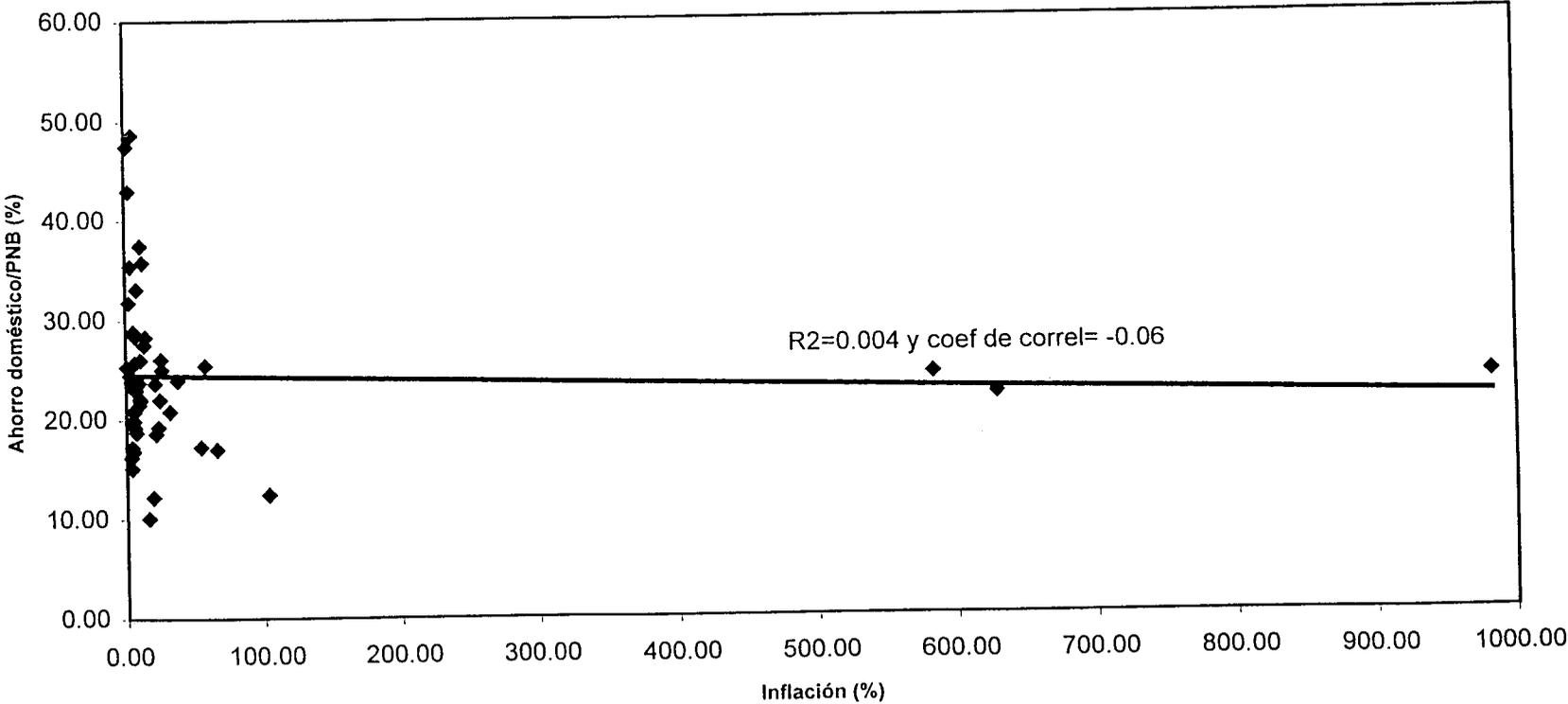
**Gráfico 1.15. Stock de ahorro financiero e inflación**  
(Promedios 1980-1992)



Fuente: Banco Mundial

# Gráfico 1.16. Ahorro doméstico e inflación

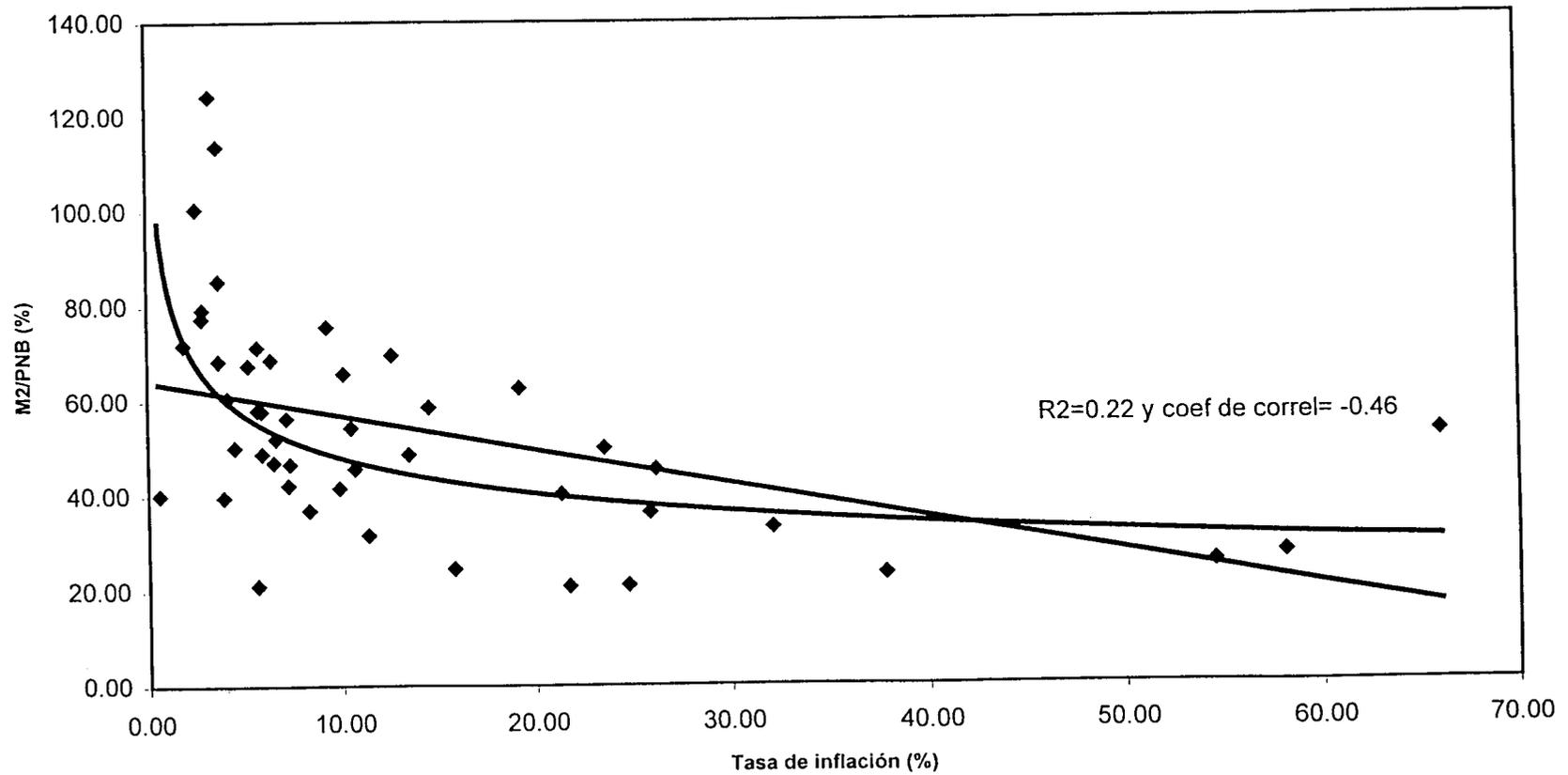
(Promedios 1980-1992)



Fuente: Banco Mundial

# Gráfico 1.17. Inflación y stock de ahorro financiero

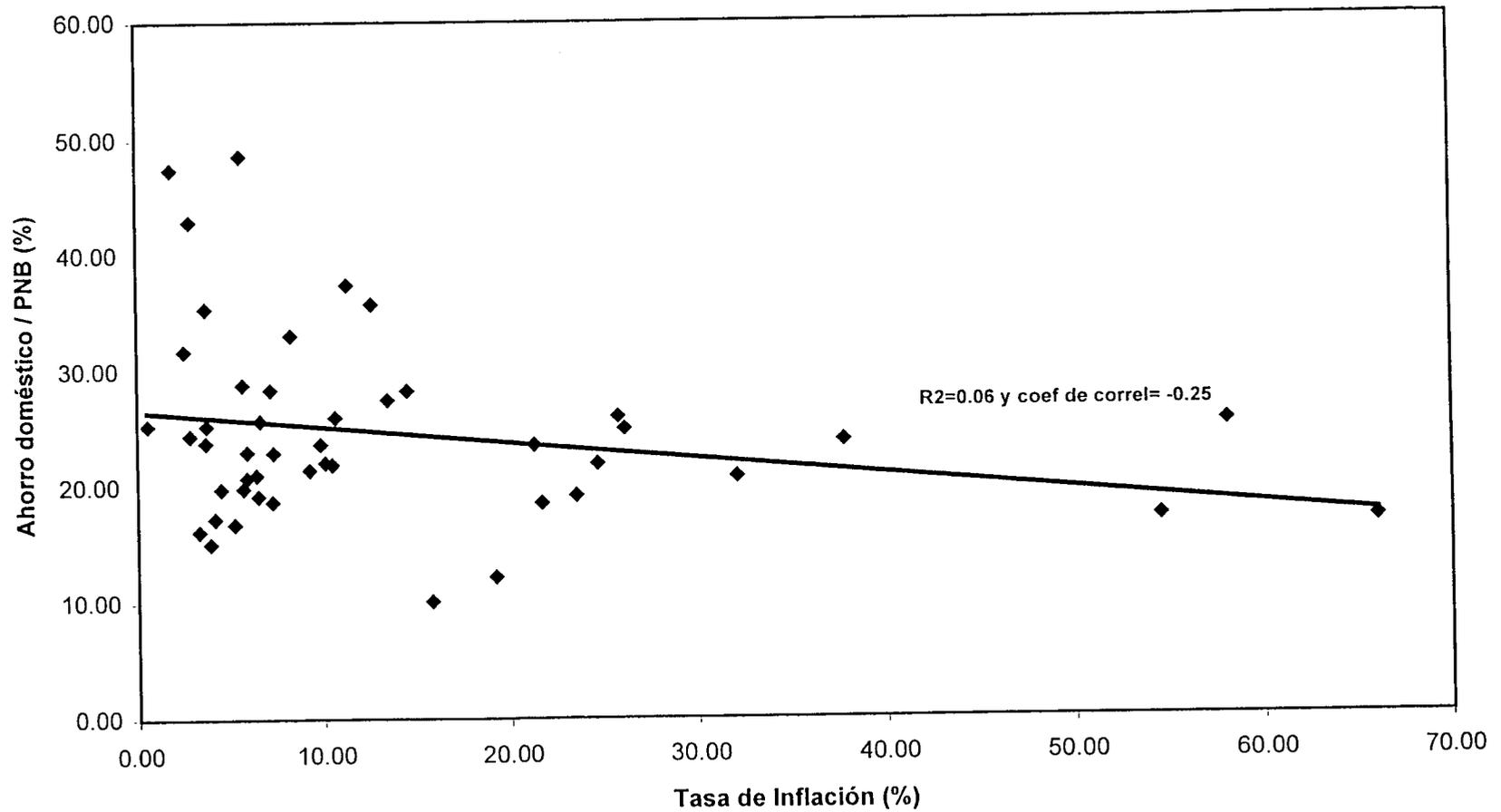
(Promedios 1980-1992)



Fuente: Banco Mundial

# Gráfico 1.18. Ahorro doméstico e inflación

Promedios 1980-1992



Fuente: Banco Mundial

En Colombia, cualquiera sea el indicador de ahorro financiero que se tome –stock o flujo-- existe una relación positiva entre dicha variable y el PNB per-cápita (Gráfico 1.19). En todos los casos, el  $R^2$  es elevado. En cuanto a la relación entre “profundización financiera” (aproximado por el saldo de M3+bonos) e inflación, la relación es negativa (Gráfico 1.20). Si se toma la variación de M3+bonos o el flujo de ahorro de las CF, la relación también es negativa, aunque supremamente débil.

#### **B6. Los países se parecen más en su ahorro doméstico que en su ahorro financiero**

En el Gráfico 1.21 se presenta para todos los países el promedio (1980-1992) de la razón M2/PNB. Como puede observarse, esta relación varía entre 20% y 120%. El coeficiente de variación (definido como la desviación estándar sobre el promedio de la muestra) es de 0.45. Si replicamos este ejercicio para la tasa de ahorro doméstico (Gráfico 1.22), encontramos que esta fluctúa entre 10% y 50% y el coeficiente de variación alcanza 0.33. Es decir, es menos variable entre países la tasa de ahorro doméstico que la tasa de “profundización financiera.” Esto puede explicarse por las diferencias de inflación entre países y otras variables como la institucionalidad y la regulación financiera.

#### **B7. Medidas alternativas de ahorro financiero**

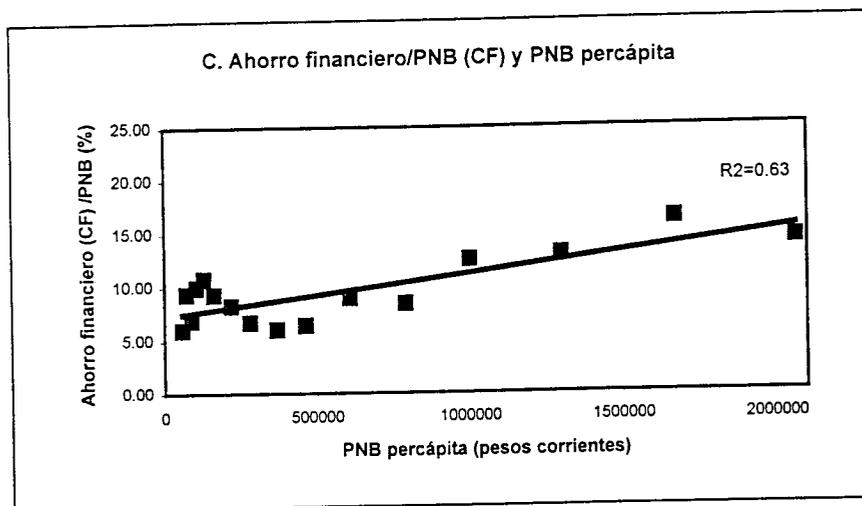
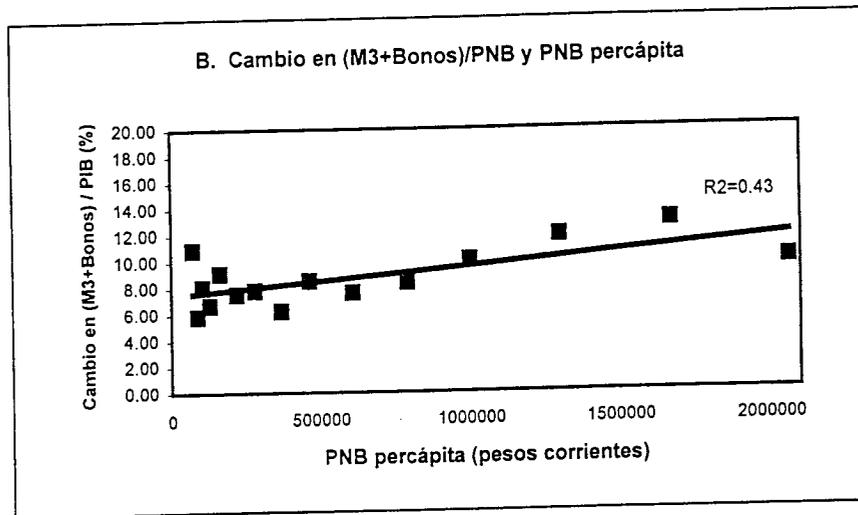
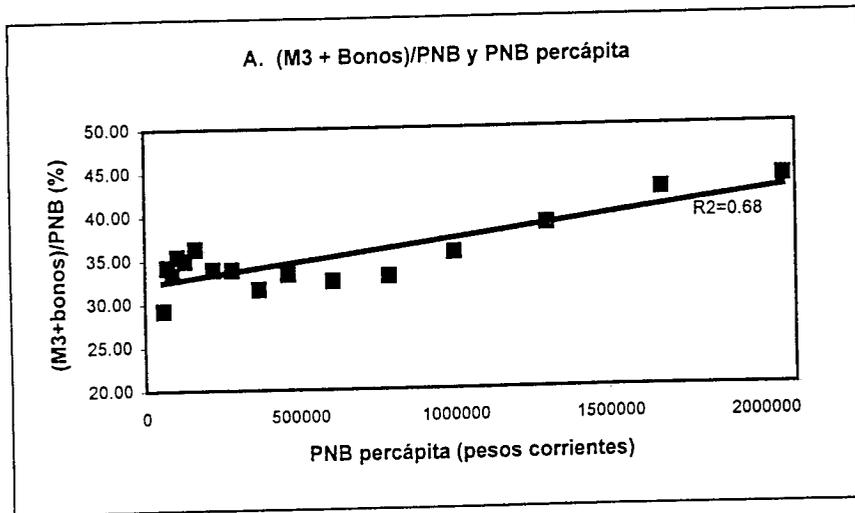
El flujo de ahorro financiero mencionado en las secciones anteriores (el cambio en M3+bonos como porcentaje del PNB, definición C en el Gráfico 1.23) debe tener una contrapartida en las CF. Encontrar dicha contrapartida es muy importante, porque a partir de las CF se puede identificar *qué* agentes generan dicho ahorro. La definición B que aparece en el gráfico, y que proviene de las CF, se asemeja mucho a C; la diferencia entre las dos radica en que no utilizan una definición idéntica del efectivo.<sup>19</sup>

La definición A incluye todos los pasivos emitidos por el sistema financiero, entre ellos, los pasivos no monetarios del Banco de la República. Aunque no exclusivamente, la principal diferencia entre A y (B,C) radica precisamente allí. En ninguna de las tres definiciones se incluyen los pasivos emitidos por el sector público no financiero.

---

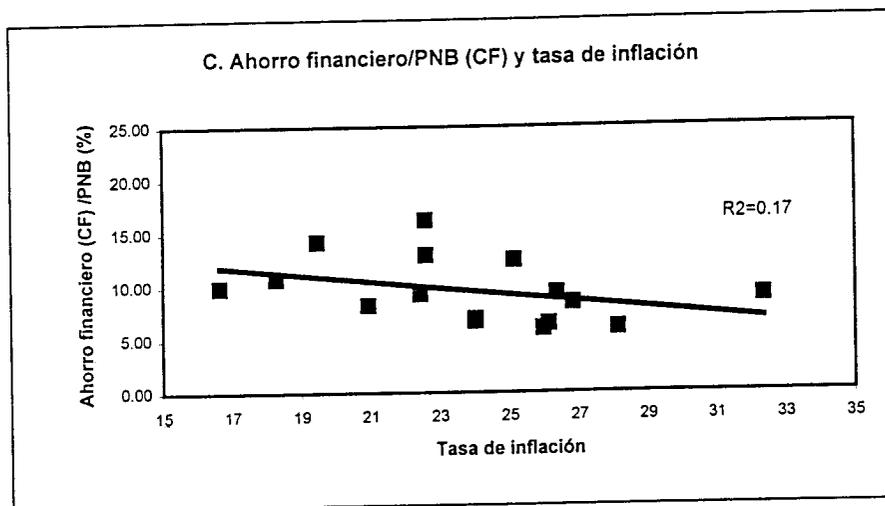
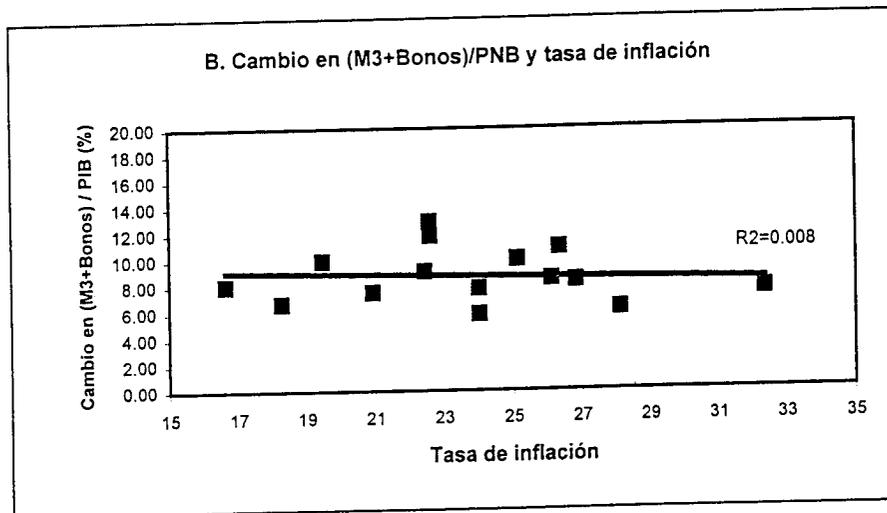
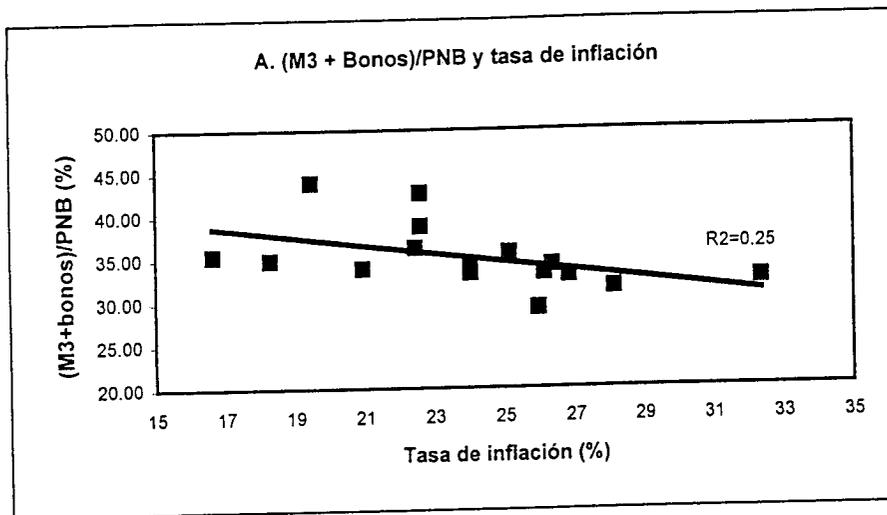
<sup>19</sup> En el caso de las CF, los papeles que (en las dos definiciones) consideramos como parte del ahorro financiero son los medios de pago, los depósitos de ahorro, las cuentas de ahorro UPAC, los depósitos de ahorro en cooperativas y fondos de empleados, los CDTs, los otros depósitos no monetarios en moneda legal y en moneda extranjera y los títulos a corto y largo plazo.

**Gráfico 1.19. Ahorro Financiero y PNB percápita en Colombia**  
*(Cifras para el periodo 1980-1995)*



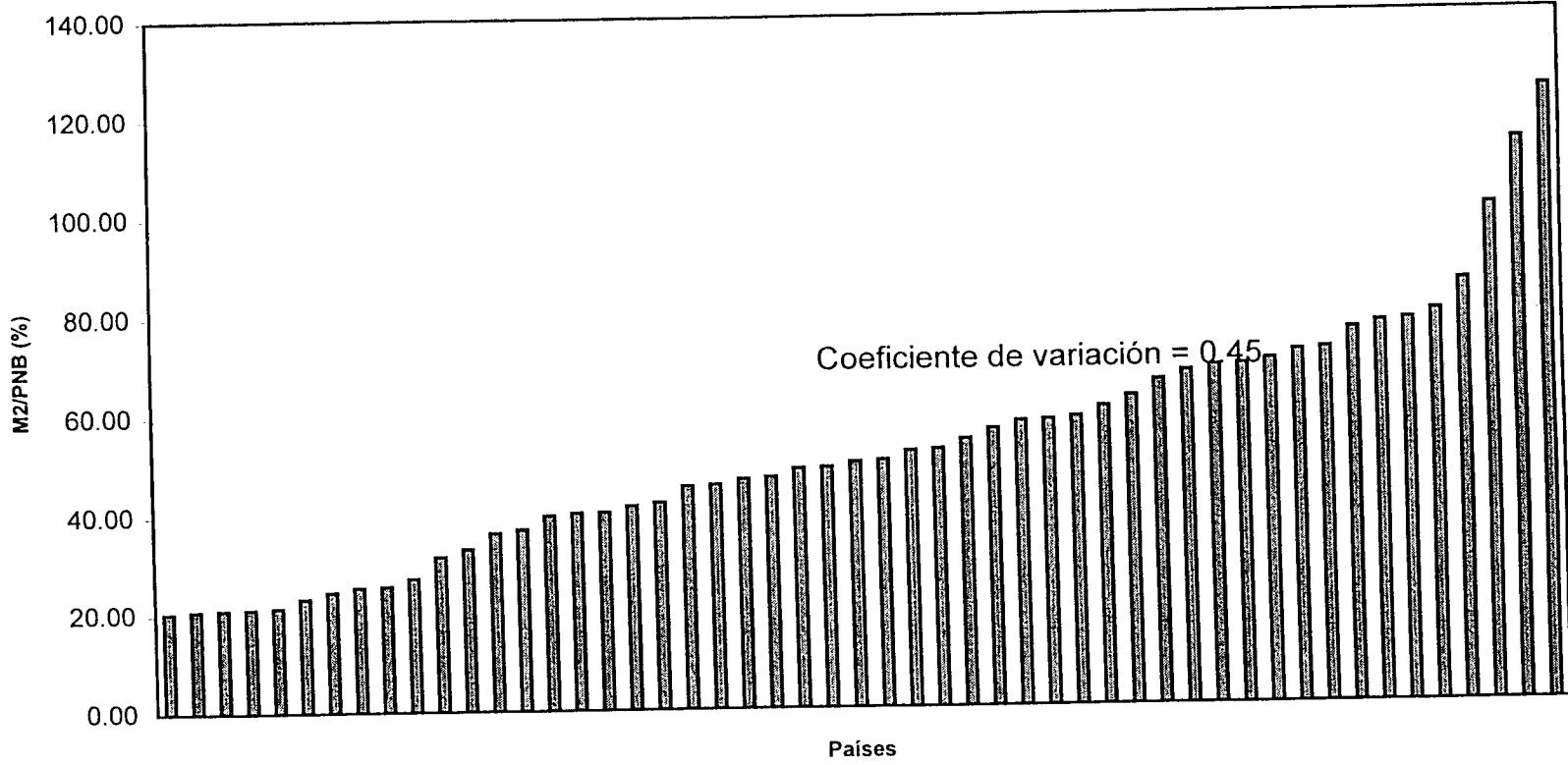
Fuente: DANE y Banco República

**Gráfico 1.20. Ahorro Financiero y tasa de inflación en Colombia**  
*(Cifras para el periodo 1980-1995)*



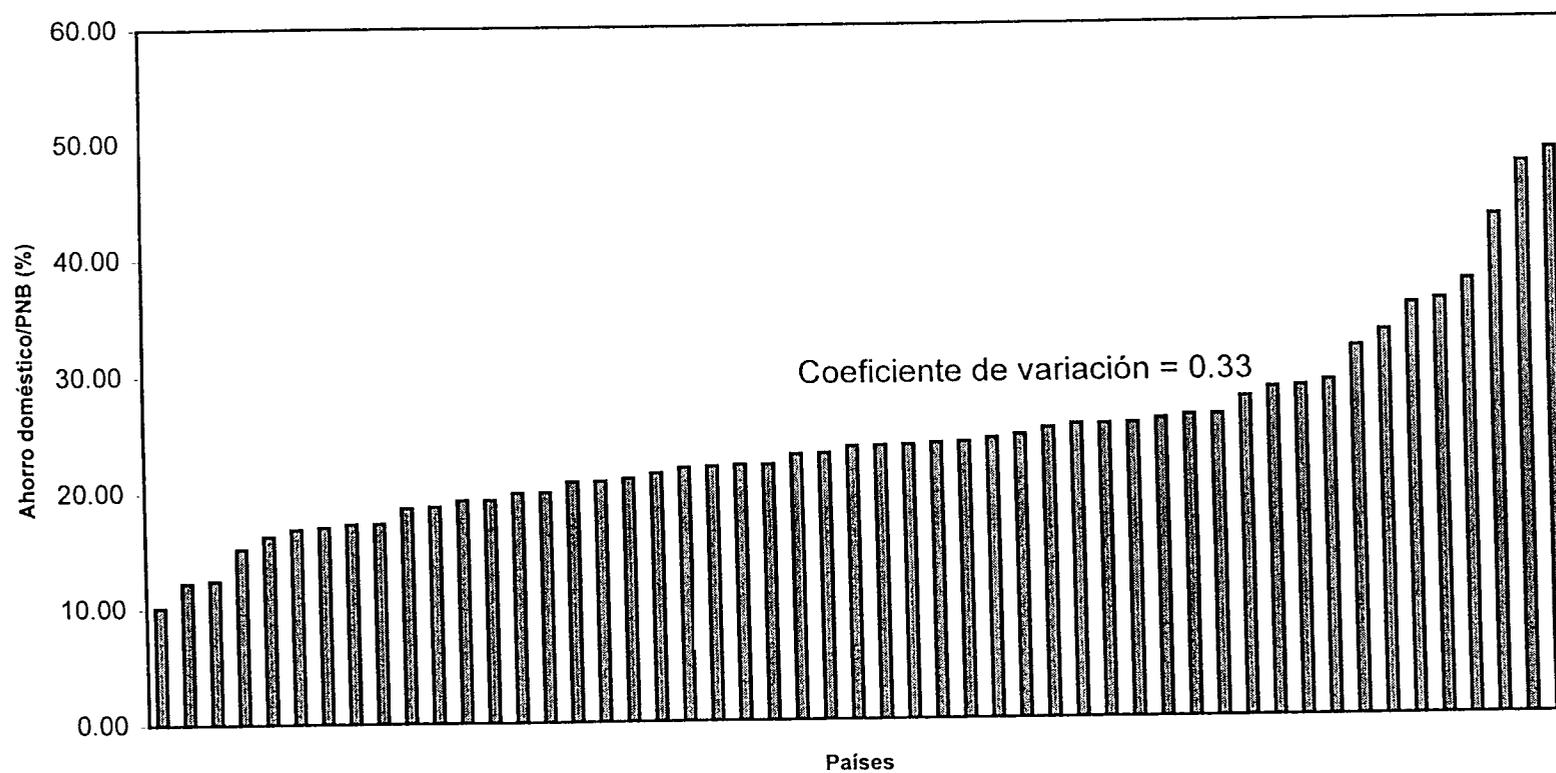
Fuente: DANE y Banco República

**Gráfico 1.21. Dispersión del stock de ahorro financiero entre países**  
*(Promedio 1980-1992 para varios países)*



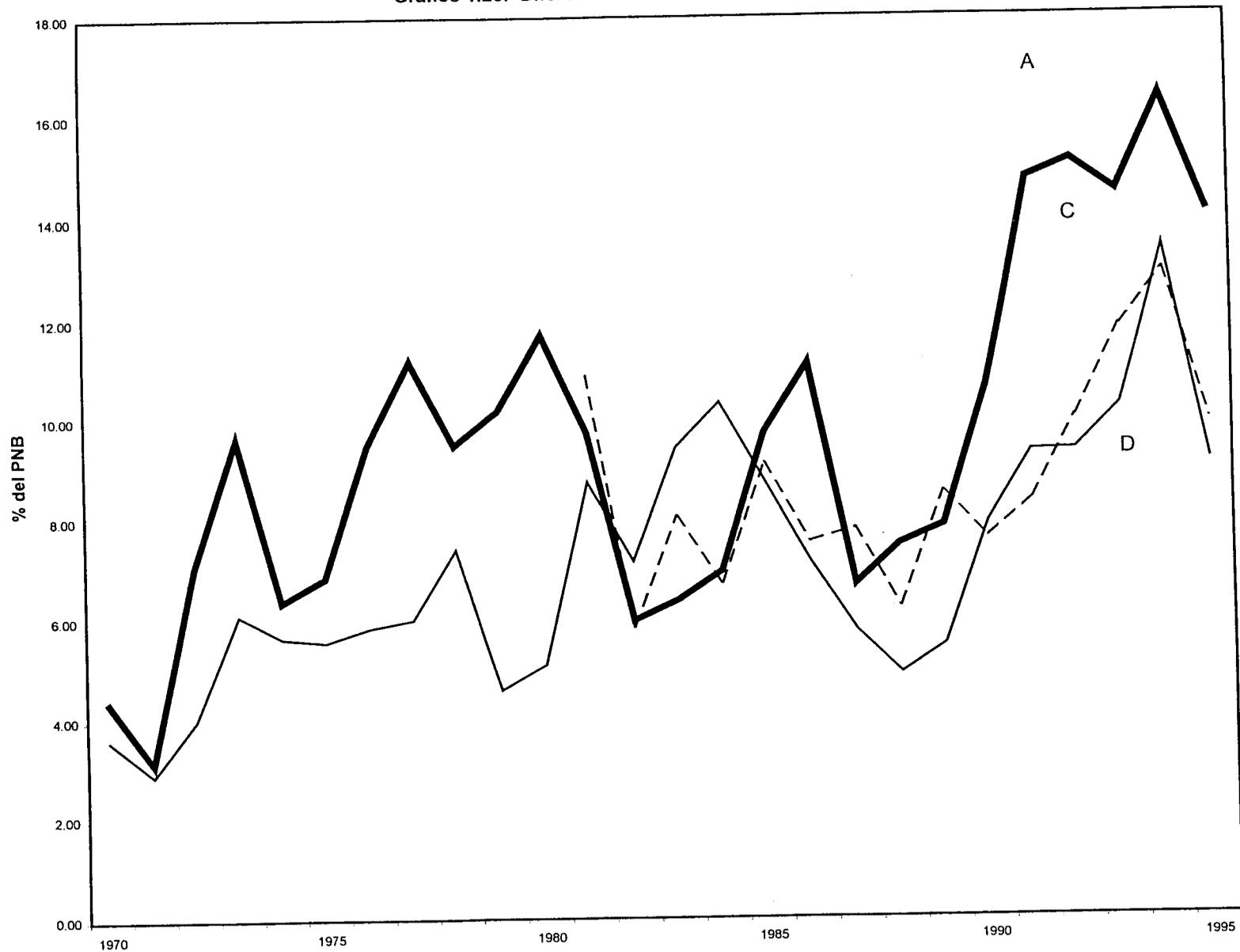
Fuente : Banco Mundial

**Gráfico 1.22. Dispérsión del ahorro macroeconómico entre países**  
*(Promedio 1980-1992 para varios países)*



Fuente : Banco Mundial

Gráfico 1.23. Diferentes medidas de ahorro financiero



A: Pasivos de las instituciones financieras que constituyen ahorro financiero (% del PNB)  
B: B menos depósitos no monetarios en m/l y m/e (% del PNB)  
C: Cambio en (M3+BONOS) como % del PNB

Lo interesante de las definiciones que provienen de las CF es que permiten saber quienes son los “dueños o propietarios” del ahorro financiero, algo que no podría conocerse con la información de M3+B. Se puede conocer si son los hogares, las empresas, las administraciones públicas, el exterior o las mismas instituciones financieras las que más han contribuido a la generación de ahorro financiero. A partir de 1990, la información permite analizar, de manera aproximada, el peso de los inversionistas institucionales en el ahorro financiero total. Este tema es desarrollado con mayor detalle en la siguiente sección.

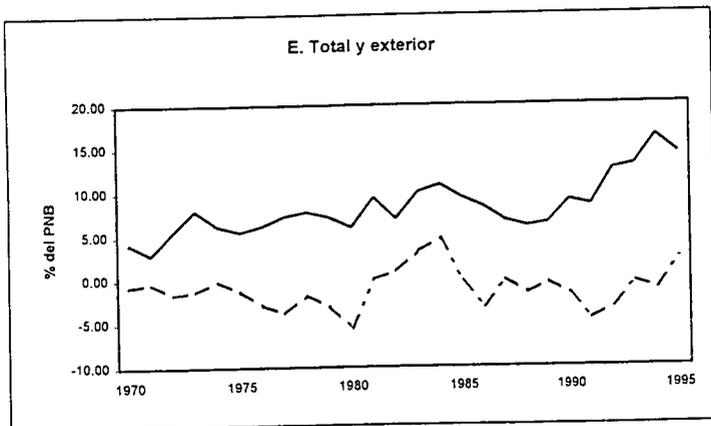
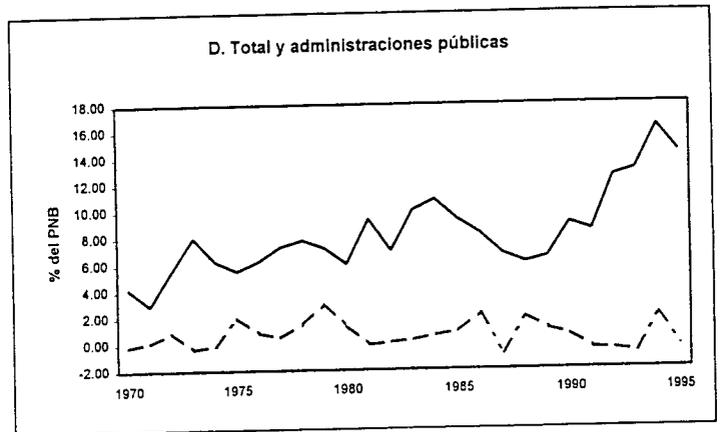
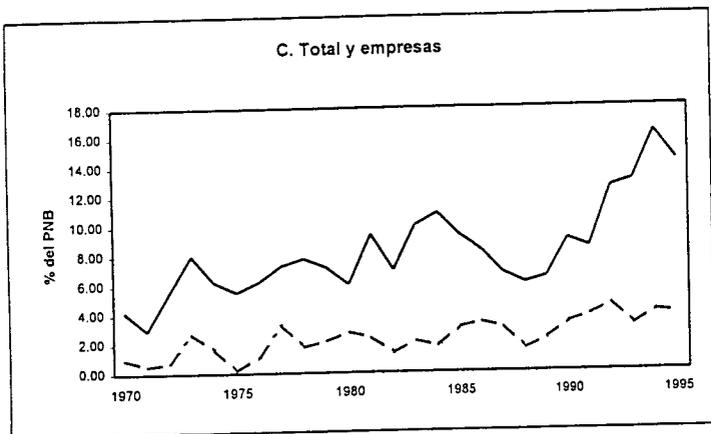
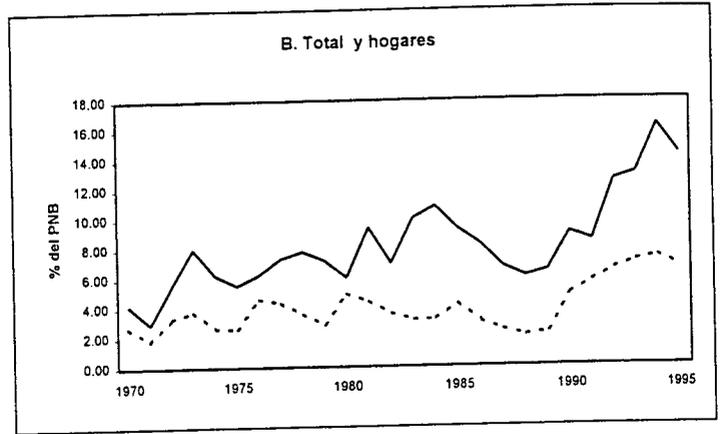
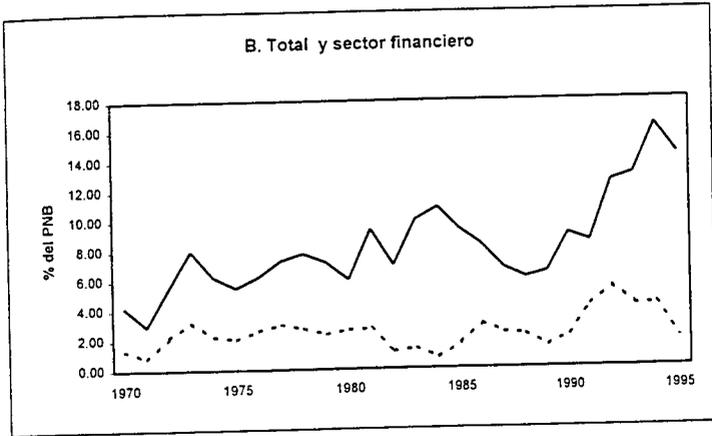
### **B8. Contribución de los diferentes sectores y de los inversionistas institucionales a la generación de ahorro financiero**

Esta sección complementa lo mencionado en la sección B2, en la cual únicamente se hizo referencia al ahorro a partir de las CF. En el Gráfico 1.24 se presenta la evolución del ahorro financiero total y por sectores entre 1970 y 1995 (definición B). En promedio, la tasa de ahorro financiero en la economía ha sido cercana al 8.2% del PNB. Hasta finales de los 80 dicha tasa fue muy estable. Se observa un incremento importante en lo que va corrido de esta década, a pesar de una ligera reducción en 1995. En promedio, alcanza 12.2% del PNB entre 1990 y 1995.

Al realizar el análisis por sectores se encuentra que la tasa de ahorro de los hogares, las empresas y las instituciones financieras ha seguido la misma evolución del ahorro financiero total. El sector que más ha contribuido a lo largo del tiempo en el ahorro financiero es el de los hogares. En promedio, el ahorro de los hogares ha representado la mitad del ahorro financiero de la economía. La participación de las instituciones financieras y de las empresas es muy similar, tanto en el período 1970-89 como en la década de los 90. Las administraciones públicas y el exterior han tenido un comportamiento estable y su contribución al ahorro total ha sido más bien baja (en promedio, 0.6% del PNB en el caso de las administraciones públicas y -1.1% en el caso del exterior).

Con base en una mayor desagregación de las cuentas financieras para el período 1990-95, se puede conocer de manera aproximada cuál ha sido la contribución de los inversionistas institucionales en el ahorro financiero de la economía. El sector de instituciones financieras se desagrega en el Banco Central, las sociedades de depósito

Gráfico 1.24. Ahorro Financiero por sectores



Fuente: Banco de la República-Cuentas Financieras

monetarias,<sup>20</sup> las sociedades de depósito no monetarias,<sup>21</sup> los otros intermediarios financieros,<sup>22</sup> los auxiliares de servicios financieros,<sup>23</sup> las sociedades de seguros<sup>24</sup> y el sector de pensiones y cesantías.<sup>25</sup>

Una manera de aproximarse al monto de ahorro que manejan los inversionistas institucionales es sumar el ahorro de los otros intermediarios, del subsector de seguros y de pensiones y cesantías. Esta información se presenta en el Cuadro 1.8. En promedio, mientras la tasa de ahorro financiero promedio fue cercana al 12% entre 1990 y 1995 para toda la economía, ésta fue cercana a 1.5% del PNB para los inversionistas institucionales.

Lo anterior sugiere que los hogares prefieren ahorrar directamente y no a través de la entrega de sus recursos a los inversionistas institucionales (diferentes de fondos de pensiones y de cesantías, donde el ahorro es obligatorio) para que ellos los inviertan en el mercado de capitales. Obviamente, una política que pretenda estimular el crecimiento de los inversionistas institucionales y el desarrollo del mercado de capitales debe intentar desviar parte del ahorro financiero realizado directamente por los hogares hacia el sector de inversionistas institucionales.

## **II. Los inversionistas institucionales**

Como se señalaba en la Misión de Estudios del Mercado de Capitales, la experiencia internacional ha demostrado que la presencia de los inversionistas institucionales constituye un factor clave de crecimiento y desarrollo del mercado de capitales en cualquier economía. Ejemplos recientes como el de Chile permiten corroborar que los inversionistas institucionales rompen “el círculo vicioso de baja demanda y oferta de activos” característico de los mercados de capitales de los países en desarrollo.

En los países desarrollados los inversionistas institucionales han promovido la modernización del mercado de valores, al estimular el desarrollo de bolsas más sofisticadas, la creación de centrales de depósito de valores y de centrales de registro, el desarrollo de la

---

<sup>20</sup> Este subsector incluye los bancos y la Caja Agraria.

<sup>21</sup> Incluye BCH, IFI, FEN, CAVs, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial y organismos cooperativos de orden superior.

<sup>22</sup> Incluye Bancoldex, Inurbe, Findeter, Finagro, Fogafín, Caja de Vivienda Militar, Favidi, Infivalle, Invicali, IDEA, Icetex, Fonade, fondos de inversión (inclusive los extranjeros) y fideicomisos.

<sup>23</sup> Incluye las sociedades administradoras de inversión, sociedades fiduciarias, bolsas de valores, corredores de bolsa, corredores de seguros y reaseguros.

<sup>24</sup> Incluye compañías de seguros y capitalización.

**Cuadro 1.8. Participación de los inversionistas institucionales en la generación de ahorro financiero**  
(% del PNB)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Promedio
<b>Total sin BR</b>	8.95	8.40	12.47	12.94	16.24	14.23	12.21
<b>Inst. Financieras</b>	2.13	4.10	5.31	4.12	4.17	1.94	3.63
Bancos	1.09	2.28	2.46	1.86	0.96	0.05	1.45
Soc. Dep. No Monetarias	0.61	1.49	0.69	0.06	0.72	0.26	0.64
<i>Otros Intermediarios Financier</i>	0.11	0.19	1.51	1.62	1.92	1.02	1.06
Auxiliares	0.00	0.00	0.18	0.04	0.08	0.04	0.06
<i>Seguros</i>	0.22	0.06	0.19	0.22	0.25	0.27	0.20
<i>Pensiones</i>	0.10	0.08	0.27	0.32	0.24	0.30	0.22
<b>Hogares</b>	4.81	5.66	6.49	7.00	7.32	6.59	6.31
<b>Empresas</b>	3.30	3.78	4.50	3.04	4.03	3.83	3.75
<b>Administraciones Públicas</b>	0.53	-0.49	-0.57	-0.82	1.98	-0.27	0.06
<b>Exterior</b>	-1.81	-4.64	-3.26	-0.40	-1.26	2.14	-1.54

Fuente: Banco de la República-Cuentas Financieras

actividad de calificación de riesgo y la aplicación de nuevas tecnologías de información. El desarrollo de los inversionistas institucionales estimula la oferta de papeles por parte de las empresas y el gobierno, quienes encuentran una demanda por éstos. Se constituye de esta manera un importante mercado de acciones y de deuda pública. Por su tamaño, cuentan con la capacidad de exigir un “disclosure” de alta calidad por parte de los emisores, lo que contribuye a una mayor transparencia y fijación eficiente de precios. Proveen mayor liquidez y profundidad, lo que evita movimientos bruscos de precios. Adicionalmente, la gran demanda de activos propicia la creación de nuevos instrumentos.

El objetivo de esta sección es evaluar el tamaño actual de los inversionistas institucionales en Colombia y hacer una proyección hasta el año 2010. La Misión de Estudios del Mercado de Capitales realizó un ejercicio similar para unos pocos inversionistas (compañías de seguros y capitalización, fondos de pensiones, fondos de cesantías y fondos mutuos de inversión). Un estudio anterior de Fedesarrollo (Lora y Helmsdorff, 1995) realizó un ejercicio actuarial para conocer el posible valor de los fondos de pensiones privados y del ISS hasta el año 2025. Fedesarrollo realizó en 1997 una proyección de la industria aseguradora hasta el año 2010 (Salazar y Zuluaga, 1998). En este capítulo se actualizan algunos ejercicios realizados en los trabajos anteriores y se proyectan varios de los inversionistas que no han sido estudiados.

Como se desprende del Cuadro 2.1, el stock de ahorro que manejan los inversionistas institucionales ha aumentado, muy lentamente. Al finalizar 1997 dichos inversionistas manejaban recursos por un monto equivalente al 9% del PIB. A lo largo de la presente década dicho monto ha aumentado en un monto cercano a 1% del PIB por año. Como era de esperarse, este *aumento* es consistente con el *flujo* anual de ahorro financiero canalizado a través de los inversionistas institucionales, tal y como se desprende de (la definición restringida de inversionistas institucionales) los Cuadros 1.3, 1.4 y 1.8.

#### **A. Fondos de Cesantías**

La Ley 50 de 1990 sentó las bases para la creación de los fondos de cesantías. Con anterioridad a dicha ley existía la llamada retroactividad que conllevaba elevados costos laborales para el empleador y una menor estabilidad laboral. Esta ley eliminó la

---

<sup>25</sup> Incluye fondos de pensiones, fondos de cesantías y Fondo Nacional del Ahorro.

Cuadro 2.1. Evolución del Ahorro Manejado por los Inversionistas Institucionales

Año	Sector Asegurador		Fondos de Inversión		Fondos Mutuos		Fondos Comunes Ordinarios		Fondos de Cesantías		Fondos de Pensiones		Fondos de Valores		Sociedades Fiduciarias		Fondos de Capital Extranjero		TOTAL		
	Mill.de \$	% PIB	Mill.de \$	% PIB	Mill.de \$	% PIB	Mill.de \$	% PIB	Mill.de \$	% PIB	Mill.de \$	% PIB	Mill.de \$	% PIB	Mill.de \$	% PIB	Mill.de \$	% PIB	Mill.de \$	% PIB	
	(1)		(2)		(3)		(4)								(5)						
1975	6,057	1.5	380	0.1	87	0.0														6,526	1.6
1976	7,174	1.3	519	0.1	84	0.0														7,778	1.5
1977	9,654	1.3	1,115	0.2	173	0.0														10,944	1.5
1978	11,827	1.3	3,111	0.3	426	0.0														15,366	1.7
1979	15,184	1.3	4,696	0.4	590	0.0									1,066	0.0				20,472	1.7
1980	20,597	1.3	1,544	0.1	690	0.0									5,323	0.3				22,832	1.4
1981	28,490	1.4	1,623	0.1	858	0.0									8,794	0.4				30,973	1.6
1982	37,365	1.5	1,347	0.1	1,192	0.0									11,171	0.4				39,906	1.6
1983	43,844	1.4	1,227	0.0	1,654	0.1									13,578	0.4				46,727	1.5
1984	52,975	1.4	1,243	0.0	2,230	0.1									16,181	0.4				56,449	1.5
1985	69,972	1.4	1,417	0.0	3,531	0.1									12,135	0.2				74,922	1.5
1986	95,592	1.4	2,648	0.0	5,708	0.1									21,461	0.3				103,950	1.5
1987	131,270	1.5	4,062	0.0	9,388	0.1									43,471	0.5				144,722	1.6
1988	197,760	1.7	4,943	0.0	13,396	0.1									11,307	0.1				216,101	1.8
1989	262,251	1.7	6,988	0.0	21,014	0.1	130,398	0.9							19,776	0.1				420,654	2.8
1990	337,857	1.7	9,162	0.0	27,764	0.1	238,029	1.2			677	0.0			21,397	0.1				613,492	3.0
1991	427,849	1.6	31,907	0.1	56,320	0.2	739,010	2.8			892	0.0			171,118	0.7				1,255,983	4.8
1992	604,447	1.8	46,888	0.1	90,826	0.3	1,072,873	3.2	84,021	0.3	1,055	0.0	3,266	0.0	1,665,142	5.0	44,823	0.1		1,948,205	5.8
1993	801,729	1.8	68,902	0.2	118,119	0.3	1,179,804	2.7	222,926	0.5	1,326	0.0	38,143	0.1	2,483,584	5.7	194,886	0.4		2,625,840	6.0
1994	1,310,543	2.3	86,699	0.1	159,907	0.3	1,122,672	1.9	351,238	0.6	31,496	0.1	54,755	0.1	3,221,635	5.6	659,647	1.1		3,776,962	6.5
1995	1,738,374	2.4	85,795	0.1	151,171	0.2	1,179,215	1.6	495,040	0.7	262,730	0.4	77,151	0.1	4,672,536	6.3	842,605	1.1		4,832,086	6.5
1996	1,970,803	2.2	94,328	0.1			1,952,268	2.2	693,541	0.8	806,465	0.9	197,779	0.2	5,357,716	6.0	1,141,137	1.3		6,856,327	7.7
1997	2,192,884	2.0	142,811	0.1			2,476,464	2.3	935,622	0.9	1,768,767	1.6	286,786	0.3	6,359,185	5.9	1,996,833	1.8		9,800,174	9.0

Fuente: Ortega (1985), "Inversionistas Institucionales: El Caso Colombiano"; "Inversionistas Institucionales 1980-1993, de un desempeño marginal a uno institucional", Superintendencia de Valores (1994), Superintendencia Bancaria.

(1) Reservas técnicas más matemáticas, (2) y (3) Suscripciones del público y valoraciones, (4) Bancos y Cor financieras, (5) Cuentas de fideicomitentes (fideicomisos y administración mobiliaria)

retroactividad y dispuso que los recursos de las cesantías fueran depositados cada año en cuentas individuales en los fondos privados, los cuales estarían a cargo de administrarlos e invertirlos en el mercado de capitales, generando una rentabilidad a los afiliados y cobrando una comisión por esta labor. Los fondos comenzaron a operar en 1993. En junio de 1998 contaban con 2.248.032 afiliados y el valor de los fondos ascendía a 1.328.026 millones de pesos.<sup>26</sup>

De manera muy simplificada, un fondo de cesantías funciona de la siguiente manera. Al inicio de cada año, los empleadores depositan en los fondos las cesantías causadas de sus trabajadores. Por empleado, su monto es de un salario al año. Si un trabajador se integró a la empresa no al comienzo, sino en cualquier momento del año, se le depositará en su cuenta un monto proporcional al tiempo trabajado. Los trabajadores pueden hacer retiros parciales para comprar o remodelar vivienda o con fines educativos, o pueden retirar la totalidad cuando termina su contrato de trabajo. Así mismo, el afiliado puede trasladarse libremente de fondo. Los trabajadores que laboraban con anterioridad a la Ley 50 tienen la posibilidad de mantenerse en el antiguo régimen o de trasladarse a un fondo privado de cesantías. No se impuso un tiempo límite para este traslado. Todos los nuevos empleados que no reciben salario integral están en la obligación de ir a los fondos privados.

Los afiliados potenciales de los fondos de cesantías son a grandes rasgos los empleados del sector formal. Sin embargo, deben descontarse de esta cifra los empleados que no se acogieron a la Ley 50 (que no renunciaron a la retroactividad), aquellos que reciben un salario integral y los trabajadores temporales que reciben cesantías directamente y no pasan por los fondos.

---

<sup>26</sup> La Ley 432 de enero de 1998 llevó a cabo una reestructuración del Fondo Nacional del Ahorro (FNA). Anteriormente a esta ley, el FNA estaba encargado de administrar las cesantías de los trabajadores del sector público y canalizar estos recursos hacia la financiación para la adquisición de vivienda por parte de sus empleados. El cambio fundamental introducido por la ley en cuestión es que se permite al FNA captar los recursos de las cesantías de los trabajadores privados. Puesto de otra forma, se le permite competir en cuanto a la administración de las cesantías con los fondos de pensiones privados. Adicionalmente a la función de administrar estos recursos el FNA quedó posibilitado para otorgar créditos para vivienda y educación a sus afiliados. Los fondos privados han mostrado varias dudas en cuanto a la bondad de la norma y consideran que se les pone en desventaja al salir a competir por afiliados y recursos. Este cambio en cuanto a la naturaleza del de la institución también tiene efectos para el mercado de capitales, en la medida en que el FNA destina la mayoría de los recursos a la financiación de proyectos de vivienda. Por lo tanto si se presentara un desvío de ahorro hacia este esquema, habrá menos recursos para el mercado de capitales. Medir la magnitud de este

Para realizar una proyección del monto de recursos manejados por los fondos de cesantías deben proyectarse las siguientes variables: el número de afiliados, el salario promedio y la rentabilidad de las inversiones.

El valor del fondo presenta un comportamiento estacional. Así, durante el primer trimestre de cada año aumenta 41.5% con respecto al trimestre anterior, debido principalmente a los aportes hechos por los empleadores (Gráfico 2.1). Disminuye en los siguientes trimestres (7.3%, en promedio), a causa de los retiros de afiliados y de los retiros parciales.

La rentabilidad de los fondos de cesantías se presenta en el Gráfico 2.2. Esta variable depende de la composición del portafolio de los fondos, del rendimiento de los papeles que componen dicho portafolio y de la tasa de interés, que afecta de manera importante la valoración de los activos financieros.

Lora y Salazar (1996) realizaron un sencillo ejercicio de proyección del valor de los fondos de cesantías. En los Gráficos 2.3 y 2.4 se compara la proyección y lo efectivamente ocurrido entre junio de 1995 y junio de 1998. Como puede observarse, el valor proyectado se situó por debajo del observado, en razón a que se subestimó el número de afiliados. La tasa de crecimiento anual promedio del número de afiliados fue del 12.3%, mientras que Lora y Salazar suponían una tasa de crecimiento anual del 3.8% (2% por aumento de la fuerza laboral y 1.8% por reducción de la informalidad). En contraste, el supuesto de rentabilidad utilizado (6% trimestral) fue muy cercano al porcentaje promedio observado.

El ejercicio que aquí proponemos consiste en actualizar el ejercicio realizado por Lora y Salazar. El supuesto más importante que debe modificarse es el del número de afiliados. Primero, valdría la pena entender por qué la anterior proyección se rezagó con respecto a lo ocurrido. Dicho trabajo utilizó una tasa de crecimiento que suponía que los fondos ya habían absorbido prácticamente toda la formalidad susceptible de afiliarse. Bajo dicho supuesto, el número de afiliados a los fondos crecería con el empleo y la reducción de la informalidad. Sin embargo, como puede observarse en el Cuadro 2.2, el crecimiento de la PEA, del empleo total y del empleo urbano ha sido muy inferior al crecimiento de los

---

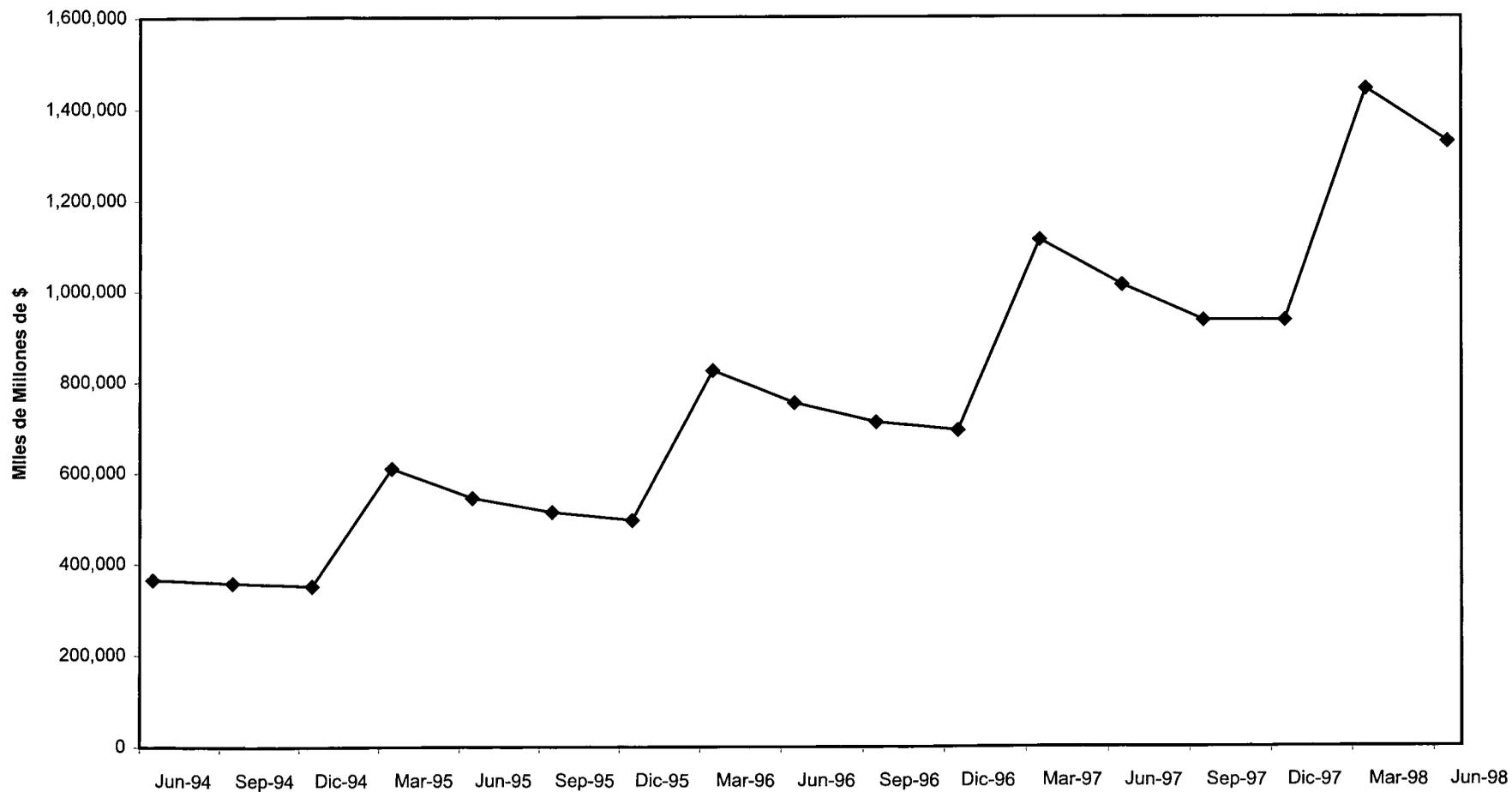
efecto es bastante difícil debido a que esta modificación es bastante reciente y no hay cifras disponibles para realizar dicho ejercicio. Vale la pena mencionar además que recientemente la ley fue demandada.

**Cuadro 2.2. Evolución de la PEA, Empleo Total, Empleo Urbano y Afiliados a los Fondos de Cesantías  
(Miles de personas y porcentajes)**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<b>PEA</b>	<b>15,152</b>	<b>15,221</b>	<b>15,797</b>	<b>15,977</b>	<b>16,457</b>	<b>16,435</b>	<b>16,931</b>
Crecimiento %		0.46	3.78	1.14	3.00	-0.13	3.02
<b>Empleo Total</b>	<b>14,042</b>	<b>14,128</b>	<b>14,675</b>	<b>14,838</b>	<b>15,170</b>	<b>14,851</b>	<b>15,259</b>
Crecimiento %		0.61	3.87	1.11	2.24	-2.10	2.75
<b>Empleo Urbano</b>	<b>4,772</b>	<b>4,949</b>	<b>5,143</b>	<b>5,294</b>	<b>5,461</b>	<b>5,580</b>	<b>5,462</b>
Crecimiento %		3.69	3.93	2.93	3.16	2.18	-2.12
<b>Afiliados a Fondos</b>		<b>590</b>	<b>909</b>	<b>1,165</b>	<b>1,462</b>	<b>1,689</b>	<b>1,862</b>
Crecimiento %			54.00	28.21	25.41	15.53	10.29

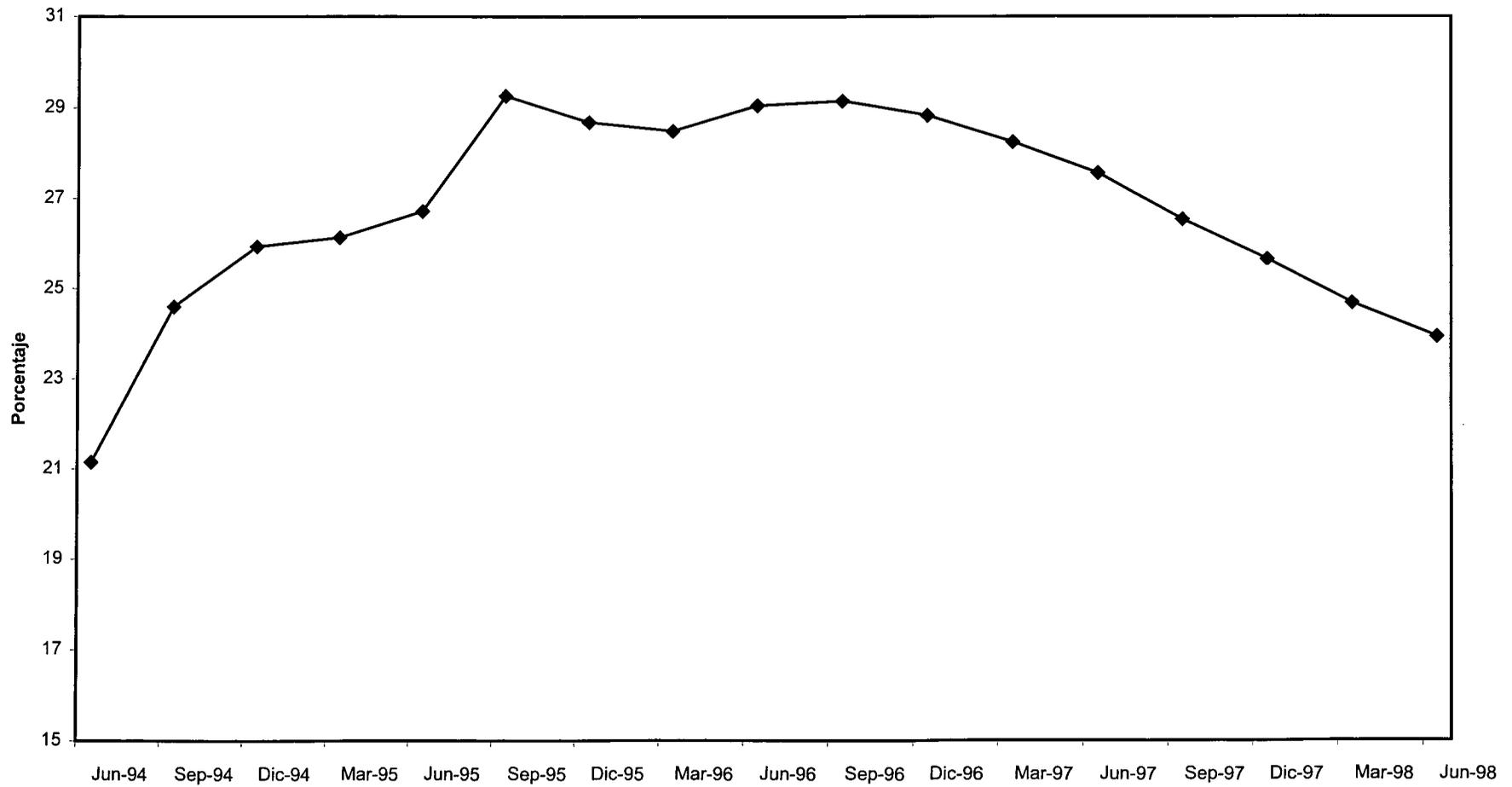
Fuente: DANE y Asofondos

Gráfico 2.1. Evolución del valor de los fondos de cesantías



Fuente: Asofondos

Gráfico 2.2. Evolución de la rentabilidad de los fondos de cesantías



Fuente: Asofondos

**Gráfico 2.3. Proyección Afiliados Misión vs. Datos Observados**

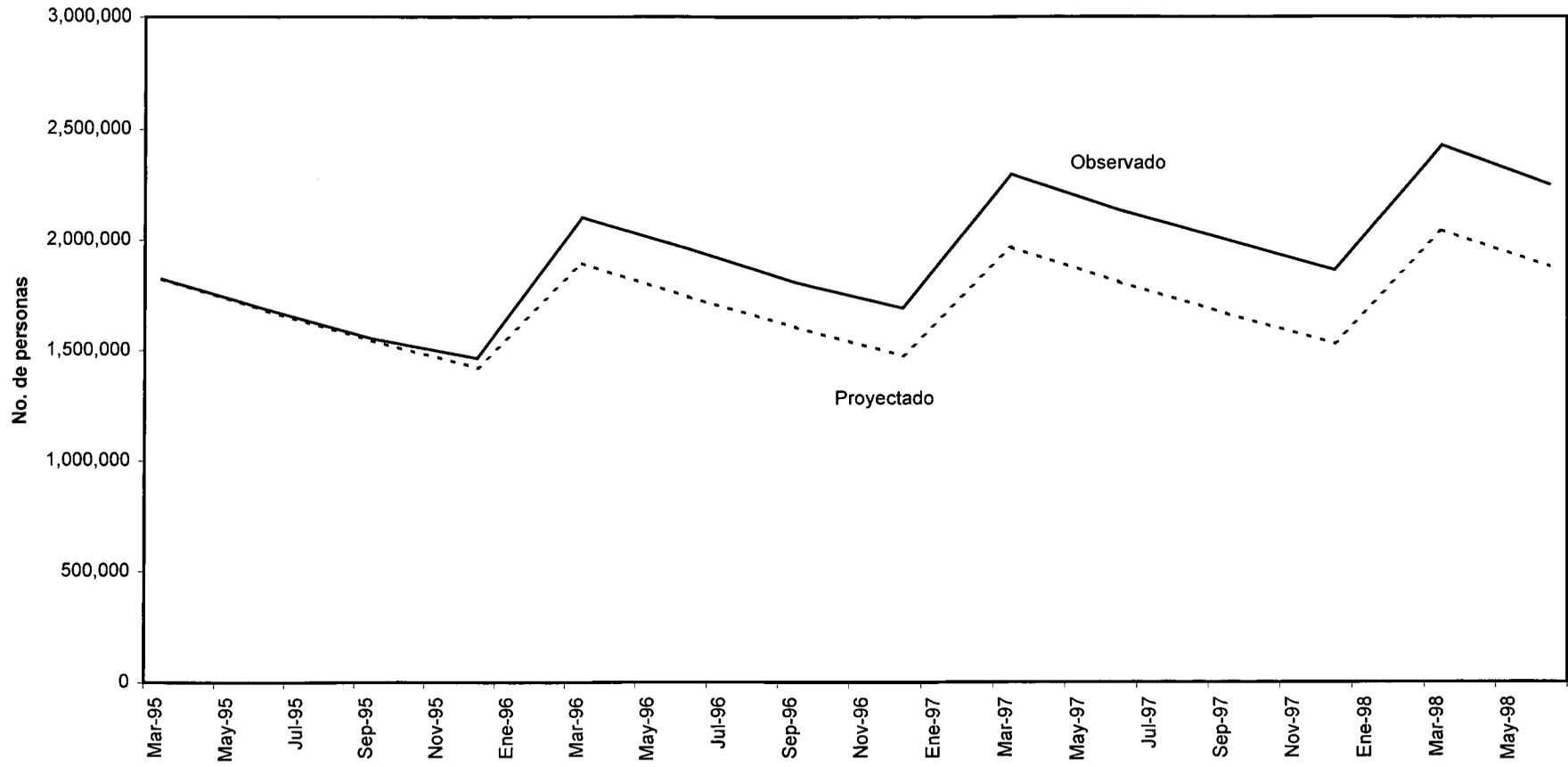
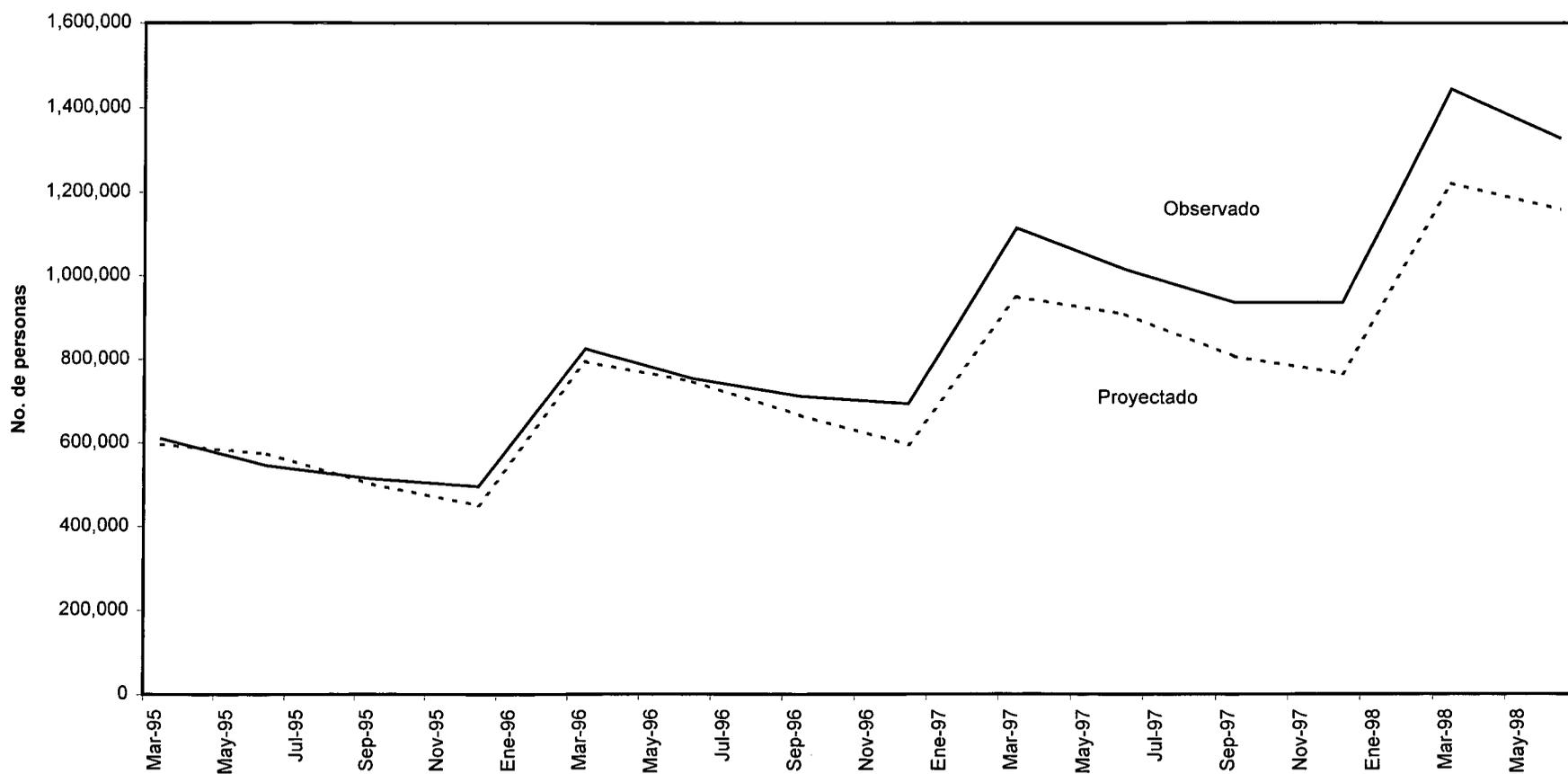


Gráfico 2.4. Proyección Valor Fondos Misión vs. Datos Observados



afiliados a los fondos. Ello sugiere que todavía no se había absorbido toda la formalidad en el momento en que se realizaron las proyecciones.

Una explicación posible para observar un crecimiento tan elevado de la afiliación es que los empleados del “antiguo régimen” se hayan venido trasladando de manera importante a los fondos. Villar y Zuluaga (1991) calculaban que para ese entonces los afiliados potenciales a los fondos (que estaban en ese momento recibiendo cesantías, bajo el antiguo régimen), estaba entre 1,500.000 y 1,800.000 personas. El traslado de un porcentaje importante de esos empleados al nuevo régimen puede estar explicando el hecho de que el comportamiento sea más dinámico de lo esperado.

En el Cuadro 2.3 se presentan algunas cifras que dan una idea de cual sería el número potencial (máximo) de afiliados a los fondos, año por año desde 1991. En la primera columna se presenta el empleo urbano total. Las dos siguientes presentan un estimativo del porcentaje ubicado en el sector formal y en el informal, suponiendo que los empleados por cuenta propia, el servicio doméstico, los patronos o empleadores y los trabajadores familiares sin remuneración hacen parte del segundo grupo. La cuarta columna muestra el porcentaje del empleo formal que es temporal y las dos últimas el porcentaje del empleo total que gana más de 6 o más de 10 salarios mínimos (y que por lo tanto podrían recibir un salario integral), haciendo el supuesto de que los que ganan más de 10 salarios mínimos son la mitad de los que ganan más de 6.

Si se supone que todos los empleados del antiguo régimen se trasladan a los fondos privados y que la composición de empleados por nivel de salario es el mismo para el empleo total y el formal, para encontrar el número de afiliados a éstos habría que restarle al empleo urbano el porcentaje que es informal, el que es temporal y el que estaría bajo salario integral (devengando más de 10 salarios mínimos). Esto nos daría que para marzo de 1998 el número potencial de afiliados asciende a 2,732.657 personas. Dado que el número de afiliados era de 2,425.063, quedarían por trasladarse al nuevo régimen 300.000 personas. Una vez éstos se hayan incorporado, el número de afiliados debería crecer con el empleo urbano formal.

**Cuadro 2.3. Aproximación al Número Potencial de Afiliados a los Fondos de Cesantías  
(No. de Personas)**

Año	Empleo Total	Empleo Formal	Empleo Temporal Formal	% que gana más de 6	% que gana más de 10 50% del anterior	Potenciales (a marzo)	Observado (a marzo)
	A	B	C	D	E	F	G
					<b>0.5</b>		
1991	4,772,490	2,986,851	468,205	3.07	1.53	2,480,023	
1992	4,948,802	3,100,656	576,040	3.58	1.79	2,479,394	
1993	5,143,081	3,256,007	497,785	4.02	2.01	2,702,812	
1994	5,293,687	3,425,795	569,904	4.57	2.29	2,790,632	1,400,000
1995	5,461,158	3,434,124	608,527	4.16	2.08	2,766,866	1,822,670
1996	5,580,184	3,509,061	576,237	4.30	2.15	2,869,841	2,100,645
1997	5,461,664	3,311,281	619,918	3.78	1.89	2,640,470	2,294,628
1998	5,816,844	3,554,305	745,662	5.41	2.71	2,732,657	2,425,063

Fuente: Dane y cálculos propios

El crecimiento del empleo total se proyectó en línea con el crecimiento de la PEA (2% anual)<sup>27</sup>, de acuerdo a estimativos de vieja data del Banco Mundial. Para determinar la posible evolución de la informalidad, se estimó una regresión entre el porcentaje del empleo informal (dentro del total) y el crecimiento económico. Los resultados confirman la hipótesis de que la informalidad disminuye con el crecimiento económico.<sup>28</sup> Con estos supuestos y resultados se deduce la evolución del empleo formal, factor determinante del comportamiento de la afiliación a los fondos.

Se supone que el valor del fondo se reduce 7% entre el segundo y el cuarto trimestre debido a los retiros de afiliados y en 4% por los retiros parciales de fondos para vivienda y educación. Por último, se supone que las afiliaciones se hacen uniformemente durante el año, por lo que el aporte de los que se afilian entre el segundo y cuarto trimestre equivale a la mitad de lo que aporta un trabajador que se afilia al inicio del año.

Las proyecciones que se presentan a continuación hacen referencia a diversos escenarios, en función de diferencias en dos variables claves: incremento del salario real y rentabilidad nominal del fondo (Cuadro 2.4). En virtud a lo observado recientemente – rentabilidad nominal cercana al 30% e incremento salarial real de 2%-- el escenario más pausable sugiere que para el año 2010 los fondos de cesantías manejarían recursos en el equivalente a cerca del 3% del PIB.

## **B. Actividad aseguradora**

Tradicionalmente el sector asegurador ha sido un importante generador de ahorro institucional, a pesar de que desde comienzos de la década de los noventa su participación dentro del total de fuentes de este tipo de ahorro ha venido decreciendo. Mientras en 1975 el sector asegurador representaba el 92% del ahorro institucional, en 1994 esta cifra descendió a 22% (Cuadro 2.1). En los últimos años la contribución del sector asegurador al

---

<sup>27</sup> Otros supuestos de proyección (que se mantienen para todas las proyecciones realizadas en este trabajo) son: la tasa de crecimiento del PIB hasta el 2000 sigue las proyecciones de Fedesarrollo (2.8% para 1998, 3.0% para 1999, 3.6% para el año 2000) De allí en adelante suponemos que revierte hacia su tasa de crecimiento de largo plazo (4.5%). Por lo tanto se supone que la tasa de crecimiento es 4.2% en el 2001 y 4.5% del 2002 en adelante. Los diferentes escenarios de crecimiento del PIB cambian este último dato (desde el 2002) y lo hacen variar desde 2% hasta 7%.

<sup>28</sup> La elasticidad de la proporción de empleo informal a total y el crecimiento económico es  $-0.03$ . La regresión está disponible con los autores.

**Cuadro 2.4. Proyección Fondos de Cesantías  
(% del PIB)**

	Año	Supuesto Incremento Salarial Real				
		0% hasta 2000 0% desde 2001	0% hasta 2000 1% desde 2001	1% hasta 2000 2% desde 2001	2% hasta 2000 3% desde 2001	
<b>Supuestos Rentabilidad Nominal</b>	<b>20%</b>	2000	1.57	1.57	1.58	1.58
		2005	2.04	2.08	2.15	2.23
		2010	1.97	2.09	2.26	2.43
	<b>25%</b>	2000	1.68	1.63	1.64	1.65
		2005	2.29	2.23	2.31	2.39
		2010	2.27	2.27	2.44	2.63
	<b>30%</b>	2000	1.79	1.79	1.80	1.80
		2005	2.59	2.63	2.72	2.81
		2010	2.63	2.78	2.98	3.19
	<b>35%</b>	2000	1.91	1.91	1.91	1.92
		2005	2.93	2.98	3.07	3.17
		2010	3.08	3.24	3.46	3.70

ahorro contractual se ha visto desplazada por la importancia que han ganado los fondos comunes ordinarios, particularmente.

En cuanto a las reformas introducidas durante lo corrido de la presente década, vale la pena destacar las siguientes: se eliminó el sistema de productos y tarifas únicas, con el fin de promover una mayor competencia entre los diferentes actores del sector; se eliminó el monopolio estatal sobre los seguros del Estado que mantenía la compañía de seguros la Previsora; se introdujo un nivel de capital mínimo para crear y operar una compañía de seguros y se definió el margen de solvencia que debe estar respaldado por un nivel de patrimonio técnico en cada compañía. Adicionalmente, se eliminaron las inversiones forzosas y se definieron dos regímenes de inversiones, uno para el 40% de las reservas técnicas y otro para el monto que excede este porcentaje. También se liberalizaron las operaciones con el exterior y se dio total libertad para que inversionistas extranjeros accedan al capital de las empresas.

Con la expedición de la Ley 100 de 1993 (conocida como ley de seguridad social) se introdujeron nuevas actividades para las compañías de seguros, que permiten prever un importante dinamismo del sector asegurador en el mediano plazo. El poco tiempo transcurrido desde que se implementaron las reformas en materia de seguridad social no permite apreciar en toda su magnitud la importancia que tendrán los negocios derivados de esta nueva actividad, para la industria aseguradora. Proyecciones preliminares realizadas por FASECOLDA sugieren que los negocios derivados del ramo de seguridad social representarán aproximadamente un 20% de las primas del sector en el año 2010.<sup>29</sup>

Los recursos que el sector destina al mercado de capitales provienen de las reservas técnicas y matemáticas que las compañías deben realizar sobre las primas emitidas y de otros fondos que posean. Por la naturaleza de estas reservas, las inversiones que se realizan deben ceñirse al respectivo régimen de inversión. En términos generales, tanto las compañías de vida como de seguros generales tienen dos regímenes de inversión, uno para el 40% de las reservas y otro para el 60% restante y demás fondos. El primero de éstos establece que el 40% de las reservas debe estar invertido en papeles de elevada liquidez y seguridad. Estos papeles incluyen títulos emitidos o garantizados por la Nación o el Banco

---

<sup>29</sup> Fasecolda (1997).

de la República, otros títulos de renta fija o variable emitidos por entidades públicas o privadas que sean de alta liquidez y seguridad.

El régimen para el 60% restante y demás fondos de las compañías es más flexible e incluye además de los papeles admitidos en el régimen del 40% de las reservas, acciones, titularizaciones y cuentas en moneda extranjera. También existen límites de inversión por entidad o por beneficiario. Las inversiones de las reservas de los nuevos negocios derivados de las reformas a la seguridad social deben ceñirse al mismo régimen de inversiones de las compañías de seguros de vida.

## **B1. Negocios a proyectar**

Para el sector de seguros se realizaron dos tipos de proyecciones: i) los negocios tradicionales se proyectaron con base en resultados de modelos econométricos de regresión simple; ii) los nuevos ramos de seguros que aparecieron con la reforma a la seguridad social se proyectaron con base en escenarios. El primer paso consiste en obtener una proyección del valor del primaje y luego, suponiendo que existe una relación estable entre éste último y las reservas que deben realizar las compañías de seguros, se hace una estimación del monto de reservas.

### **1) Ramos tradicionales:**

#### **a) Personas<sup>30</sup>**

Se estimaron regresiones donde la variable dependiente es el valor real de las primas de los ramos de personas. Se incluyeron las siguientes variables independientes: PIB, tasa de interés, expectativa de vida, estructura de edades de la población (aproximada por la tasa de dependencia) y variables de inseguridad (número de muertes en accidentes de tránsito y robos de vehículos). La mejor regresión se presenta en la primera columna del Cuadro 2.5. Las primas de los ramos de personas aparecen relacionadas positivamente con el PIB y negativamente con la tasa de interés. El signo de la última variable puede explicarse de la siguiente manera. Los seguros de vida se pueden asimilar a una forma alternativa de ahorro

---

<sup>30</sup> Incluye los ramos de vida individual, vida colectivo y grupo vida, accidentes personales, salud, SOAT y otros ramos de personas diferentes a los relacionados con los negocios de seguridad social).

Cuadro 2.5. Resultados de las Estimaciones Econométricas

	Compañías de Seguros (Ramos Tradicionales)			Fondos Comunes Ordinarios	Fondos de Valores	Fondos de Inversión	Fondos Mutuos de Inversión
	Personas	Daños	Capitalización				
Frecuencia	anual	anual	anual	mensual	mensual	anual	anual
Período de estimación	1975-1997	1975-1997	1975-1997	1994.06-1998.05	1995.02-1998.04	1975-1997	1975-1995
<b>Variable Dependiente</b>	<b>LPERSR</b>	<b>LDANR</b>	<b>LRESER</b>	<b>LFCOR</b>	<b>LFVR</b>	<b>LFIR</b>	<b>LFMI</b>
<b>Variables Independientes</b>							
Constante	-8.87***	-19.55***	-8.19***	15.31***	1.03**	6.03**	-50.05***
LPIB	0.93***	1.20***	1.24***				
LIPM				0.26**/1			
LPPIND		2.3952***					
LPPCONST		0.82***					
LR	-0.21***		-0.22**	-1.17***		-1.32***	
LRFRCO				0.61***			
LRFV				-4.02***			
LTBP				-0.03***			
DIFER1					0.02***		
DIFER							
LFKLAC							
LROBPAR		0.22***					
D87	0.18***						
DREFOR							
SDRFV				0.008**			
LTO							10.84***
LSALOBR							2.90***
Dependiente rezagada o AR(1)	0.65***	0.47***	0.63***		0.88***	0.77***	
R2 Ajustado	0.99	0.99	0.97	0.89	0.89	0.82	0.95
DW	1.61	1.77	1.87	2.2	2.5	1.88	1.45
Error de la proyección en muestra para las tres últimas observaciones	10%	5%	3%	3%	11%	5%	13%

**Variables dependientes**

LPERSR: logaritmo de las primas de los ramos tradicionales de personas en términos reales. Fuente: Fasecolda

LDANR: logaritmo de las primas de los ramos de daños en términos reales. Fuente: Fasecolda

LRESER: logaritmo de las reservas de las sociedades de capitalización en términos reales. Fuente: Fasecolda

LFCOR: logaritmo del valor real de los Fondos Comunes Ordinarios. Fuente: Asociación de Fiduciarias

LFVR: logaritmo del valor real de los Fondos de Valores. Fuente: Asociación de Fiduciarias

LFIR: logaritmo del valor real de los Fondos de Inversión. Fuente: Supervalores

LFMIR: logaritmo del valor real de los Fondos Mutuos de Inversión. Fuente: Asociación Nacional de Fondos Mutuos de Inversión

**Variables Independientes**

LPIB: logaritmo del PIB total de la economía en términos reales. Fuente: DANE

LIPM: logaritmo del índice de la producción de la industria manufacturera Fuente: DANE

LPPIND: logaritmo de la participación del PIB industrial en el total. Fuente: DANE

LPPCONST: logaritmo de la participación del PIB de la construcción en el total. Fuente: DANE

LR (Anual): logaritmo de la tasa de interés de captación (CDT's y CDAT's). Fuente: GRECO (Banco de la República)

LR (Mensual): DTF. Fuente: Banco de la República

LRFCO: logaritmo del rendimiento del FCO. Fuente: Asociación de Fiduciarias

LRFV: logaritmo de la rentabilidad de los FV. Fuente: Asociación de Fiduciarias

LTBP: logaritmo de la tasa de interés externa multiplicada por la tasa de devaluación. Fuente: IMF y Banco de la República

LROBPAR: Logaritmo de la participación del robo de automóviles en el total del parque automotor. Fuente: Policía Nacional y Ministerio de Tránsito.

REFOR: Dummy con 1 en el año 91, cuando como consecuencia de la liberalización de tarifas se cayó el precio del seguro y el valor del primaje.

DIFER1: Diferencia porcentual entre el rendimiento del activo propio y el rendimiento del CDT. Fuente: Supervalores, Asociación de Fiduciarias y Banco de la República)

DIFER: Diferencial de tasa interna-externa (CDT's vs TB's). Fuente: Banco de la República e IMF.

SDRFV: Variación estándar en 6 meses del rendimiento de los Fondos de Valores

LTO: Logaritmo de la tasa de ocupación de la economía. Fuente: DANE

LSALOBR: Logaritmo del salario real de la categoría obreros de la industria. Fuente: DANE

1/LIPM entra con un rezago de orden 2

que solamente otorga rentabilidad en el evento de un siniestro. Consiguientemente, la tasa de interés actuaría como el rendimiento de un papel alternativo.

Es importante tener en cuenta que los recursos que por este concepto se dirigen al mercado de capitales son las reservas, no las primas. Desafortunadamente, las estadísticas de reservas existen por tipo de compañía, no por ramos. En tanto las compañías de seguros generales pueden involucrarse en negocios de seguros de vida, resulta imposible relacionar de manera precisa primas y reservas en el caso de los seguros por daños. Para los seguros de personas se va a suponer que la relación reservas-primas es la misma que la relación reservas-primas para el conjunto de compañías de vida. Dicha relación ha sido bastante estable, alrededor de 60%.

En el Cuadro 2.6 se presenta la proyección de las reservas para los ramos tradicionales de personas, bajo diferentes supuestos de crecimiento económico y tasas nominales de interés. En el escenario de crecimiento económico de 4.5% anual, el cual corresponde al promedio histórico de los últimos 30 años, en el 2010 las reservas se ubicarían entre 1.1 y 1.7% del PIB.

## **b) Daños**

Los seguros de daños aparecen positivamente relacionados con el PIB y con la participación del PIB industrial y de la construcción en la producción nacional. La razón para ello es que ramos como el de ingeniería, cumplimiento, incendio y terremoto --que son relativamente importantes dentro del sector-- están asociados al desarrollo del sector de la construcción de vivienda, establecimientos industriales y comerciales y de proyectos de infraestructura y obras públicas.

La variable de inseguridad, aproximada por la proporción del parque automotor que es robado, resulta positiva y significativa. Recordando que el ramo de vehículos es tal vez el más importante dentro del sector de daños, un incremento en el robo de autos genera una mayor demanda de seguros. El signo positivo de la regresión sugiere que este efecto supera al del incremento de las tarifas debido a un incremento de siniestros.

Para calcular las reservas, y en virtud a las dificultades metodológicas anteriormente señaladas, se va a suponer que en este ramo la relación reservas-primas es la misma que para el sector en su conjunto. Valga decir, 40% en promedio. Las proyecciones, para

**Cuadro 2.6. Proyección Reservas Ramos Tradicionales de Seguros de Personas  
(% del PIB)**

	Año	Supuestos de Crecimiento del PIB *					
		2%	3%	4.5%	5.5%	7%	
<b>Supuesto Tasa Interés (DTF)</b>	<b>20%</b>	<b>2000</b>	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
		<b>2005</b>	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
		<b>2010</b>	1.3	1.4	1.7	1.8	2.1
	<b>25%</b>	<b>2000</b>	0.7	0.7	0.7	0.72	0.7
		<b>2005</b>	0.9	1.0	1.0	1.03	1.1
		<b>2010</b>	1.1	1.2	1.4	1.60	1.8
	<b>30%</b>	<b>2000</b>	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
		<b>2005</b>	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0
		<b>2010</b>	1.0	1.1	1.3	1.4	1.6
<b>35%</b>	<b>2000</b>	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	
	<b>2005</b>	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	
	<b>2010</b>	0.9	1.0	1.2	1.3	1.5	

\* Hasta 2001 se utiliza la proyección de Fedesarrollo (2.8 en 1998, 3.0 en 1999, 3.6 en el 2000) y se supone 4.2 en el 2001. Del 2002 en adelante se utilizan los supuestos de crecimiento que aparecen en el cuadro.

diferentes escenarios de crecimiento económico y de inseguridad, se reportan en el Cuadro 2.7. Con el escenario más probable de crecimiento económico (4.5%), las reservas de los ramos de daños se ubicarían entre 0.6 y 1.1% del PIB en el 2010.

### **c) Sociedades de capitalización**

El negocio administrado por las sociedades de capitalización es muy particular a Colombia. Se trata de un esquema de ahorro en el cual el rendimiento obtenido es muy bajo, frente a otras alternativas de ahorro. De la misma manera que para los dos ramos anteriores, la proyección de este ramo se realizó con base en una regresión entre el valor real de las reservas de las sociedades de capitalización y dos variables independientes; el PIB y la tasa de interés (como medida de la rentabilidad de un activo alternativo)<sup>31</sup>. El resultado de esta regresión se presenta en el Cuadro 2.5 y los resultados de la proyección en el Cuadro 2.8. En un escenario probable, las reservas de las sociedades de capitalización pasarían de representar 0,42% a 0,47% del PIB entre el año 2000 y el 2010.

## **2) Ramos nuevos, vinculados a la reforma a la seguridad social**

La Ley 100 de 1993 le dio a las compañías de seguros de vida la posibilidad de participar en varias actividades, dentro de los tres sistemas que conforman el sistema de seguridad social integral: pensiones, salud y riesgos profesionales. A continuación se presentan los nuevos ramos en los que pueden participar las aseguradoras de vida en el campo de la seguridad social.

### **a) Seguros previsionales**

El artículo 20 de la Ley 100 establece que la tasa de cotización para la pensión de vejez será del 10% del salario mensual, a partir de 1996. Así mismo, dicho artículo prevé que para pagar la pensión de invalidez, la pensión de sobrevivientes y los gastos de administración del sistema, se cobrará una tasa del 3,5% del salario mensual. En el régimen de pensiones a través de ahorro individual con solidaridad --que es administrado por Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP)-- la ley establece que con el porcentaje de la cotización que se

---

<sup>31</sup> Otros rendimientos de activos alternativos fueron incluidos (rendimiento de un activo denominado en dólares y el de las acciones), pero ninguno resultó estadísticamente significativo.

**Cuadro 2.7. Proyección Reservas Ramos de Seguros de Daños  
(% del PIB)**

	Año	Supuestos de Crecimiento del PIB *				
		2%	3%	4.5%	5.5%	7%
<b>Robos Autos/ Parque Automotor (%)</b>						
<b>0.5%</b>	<b>2000</b>	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
	<b>2005</b>	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
	<b>2010</b>	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8
<b>1.35%</b>	<b>2000</b>	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
	<b>2005</b>	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
	<b>2010</b>	0.8	0.8	1.0	1.0	1.2
<b>2%</b>	<b>2000</b>	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
	<b>2005</b>	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
	<b>2010</b>	0.9	1.0	1.1	1.2	1.4

\* Hasta 2001 se utiliza la proyección de Fedesarrollo (2.8 en 1998, 3.0 en 1999, 3.6 en el 2000) y se supone 4.2 en el 2001. Del 2002 en adelante se utilizan los supuestos de crecimiento que aparecen en el cuadro.

**Cuadro 2.8. Proyección Reservas Sociedades de Capitalización  
(% del PIB)**

	Años	Supuestos de Crecimiento del PIB *					
		2%	3%	4.5%	5.5%	7%	
<b>Supuestos Tasa Interés (DTF)</b>	20%	2000	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45
		2005	0.47	0.47	0.48	0.48	0.49
		2010	0.48	0.49	0.50	0.51	0.53
	25%	2000	0.43	0.41	0.41	0.43	0.43
		2005	0.44	0.43	0.44	0.46	0.46
		2010	0.45	0.45	0.46	0.49	0.51
	30%	2000	0.41	0.42	0.42	0.41	0.41
		2005	0.43	0.44	0.44	0.44	0.45
		2010	0.44	0.45	0.47	0.47	0.49
	35%	2000	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
		2005	0.41	0.42	0.42	0.43	0.43
		2010	0.42	0.43	0.45	0.45	0.47

\* Hasta 2001 se utiliza la proyección de Fedesarrollo (2.8 en 1998, 3.0 en 1999, 3.6 en el 2000), y se supone 4.2 en el 2001. Del 2002 en adelante se utilizan los supuestos de crecimiento que aparecen en el cuadro.

destina para la pensión de invalidez y sobrevivencia se adquirirá un seguro, el cual será suministrado por entidades aseguradoras de vida. Así, el 10% del salario mensual va para la cuenta de ahorro individual y el 3,5% adicional se distribuye de la siguiente forma: 2% va para contratar los seguros previsionales y 1,5% se destina a pagar los gastos de administración de la AFP.

Con este seguro previsional, si el afiliado se invalida o muere, la compañía de seguros paga la suma adicional requerida para financiar el capital necesario para pagar la pensión respectiva. Una vez la compañía de seguros paga esta suma al afiliado o a sus sobrevivientes, éstos podrán optar por una de las modalidades de pensión previstas en la Ley 100: retiro programado o renta vitalicia.

#### **b) Modalidades de pensión**

De acuerdo con el artículo 79 de la Ley 100, el régimen de Ahorro Individual con Solidaridad ofrece tres modalidades de pensión de vejez, invalidez y sobrevivencia y deja abierta la posibilidad de desarrollar otros planes de pensiones, previa autorización de la Superintendencia Bancaria. Los afiliados pueden seleccionar cualquiera de estas modalidades, según sus características y necesidades particulares.

- Renta vitalicia inmediata. Se contrata directa e irrevocablemente con una compañía de seguros el pago de una renta mensual actualizada anualmente. Dicha renta cubre los derechos del pensionado y de sus beneficiarios.

- Retiro programado. Le corresponde a la AFP el pago de las mesadas con cargo a la cuenta de ahorro individual del afiliado. El monto de la pensión se recalcula anualmente y depende, entre otros factores, de los rendimientos que obtenga el Fondo de Pensiones.

Los afiliados que hayan elegido el retiro programado deben contratar una renta vitalicia en el evento de que el saldo en sus cuentas sea apenas suficiente para financiar una pensión mínima. La AFP está obligada a realizar los trámites correspondientes para el traslado del afiliado a la modalidad de renta vitalicia. Aquellos que opten por un retiro programado y puedan financiar por lo menos una pensión mínima tienen la posibilidad de contratar en cualquier momento una renta vitalicia.

- Retiro programado con renta vitalicia diferida. Es una mezcla de las dos anteriores. Inicialmente, el afiliado adopta un retiro programado por un lapso de tiempo determinado y posteriormente contrata una renta vitalicia.

Debido a que aproximadamente el 73% de los afiliados a los fondos de pensiones devengan en promedio dos salarios mínimos, podemos inferir que el porcentaje de personas que obligatoriamente tengan que trasladarse a renta vitalicia será alto, lo cual impulsará el crecimiento del sector asegurador.

Adicionalmente, el artículo 87 de la mencionada ley establece que los afiliados que cumplan con los requisitos mínimos de capital, podrán optar por planes alternativos de pensiones ofrecidos por compañías de seguros.<sup>32</sup>

### **c) Riesgos profesionales**

Las compañías de seguros de vida pueden actuar como administradoras del sistema de riesgos profesionales, lo que las convierte en una alternativa a la actividad que tradicionalmente había desempeñado el Instituto de Seguros Sociales en este campo.

### **d) Régimen de salud**

Además de participar en el capital de Empresas Prestadoras de Servicios de Salud (EPS), las compañías de seguros de vida pueden operar como EPS con el fin de proveer el Plan Obligatorio de Salud (POS) establecido por la Ley 100.

## **B2. Metodología de proyección de los nuevos ramos**

Es importante comenzar por señalar que los recursos que las compañías de seguros reciben y habrán de recibir por su participación en los negocios de pensiones *no* constituyen recursos adicionales para el mercado de capitales. Se trata de recursos ya existentes en los fondos privados de pensiones, por los cuales entrarían a competir las compañías de seguros de vida. En razón a ello, en este trabajo no se van a proyectar los recursos que las compañías de seguros manejarían por concepto de rentas vitalicias y planes alternativos de

---

<sup>32</sup> El Decreto 876 de 1994 establece los requisitos para tener la opción de aplicar a planes alternativos. Se debe cumplir uno de los siguientes requisitos: haber acumulado en la cuenta de ahorro individual por lo menos el 50% de capital necesario para financiar una pensión mínima o haber acumulado en la mencionada cuenta una suma equivalente al 100% del capital necesario para financiar la pensión mínima.

pensiones, recursos que ya están considerados en las proyecciones referentes a los fondos de pensiones (las cuales se presentan más adelante). Consiguientemente, la única proyección que es necesario efectuar se refiere a la de seguros previsionales, descrita anteriormente (numeral (a)).

El poco tiempo de vigencia de las reformas en estos campos determina que la evidencia derivada del comportamiento de estos negocios no aporte mucha información para la elaboración de proyecciones. Es necesario recurrir a las proyecciones realizadas con ocasión del diseño de la nueva reglamentación en materia de seguridad social y a la experiencia de otros países con este tipo de reformas. En el caso de riesgos profesionales la disponibilidad de información es aún más limitada; se restringe básicamente a la experiencia del Instituto de Seguros Sociales.

### **1) Seguros previsionales**

La proyección de seguros previsionales está determinada por el número de afiliados cotizantes a los fondos de pensiones privados, el salario base de cotización y el monto de la prima. El aspecto determinante de esta proyección está dado por el incremento en cobertura que logren los mencionados fondos.

Los supuestos que se involucran en la proyección son los siguientes: (i) el número de afiliados al ISS, a las cajas públicas y a los fondos privados se tomó de Fedesarrollo (1998); (ii) la PEA crece a una tasa anual de 2%; (iii) un escenario optimista supone que el 100% de la nueva PEA se afilia a los fondos privados, que los hombres menores de 40 años y las mujeres menores de 35 se trasladan a los fondos privados a una tasa del 19% hasta 1999 y de 15% a partir del 2000 --de acuerdo a cálculos actuariales de Lora y Helmsdorff (1995, LH en adelante).<sup>33</sup> Por su parte, los hombres y mujeres afiliados al ISS con edades superiores a 40 y 35 años, respectivamente, se trasladan a los Fondos Privados a una tasa de 1%; (iv) en el escenario pesimista se supone que el 40% de la nueva PEA se afilia al ISS. Además, se contemplan tasas de rotación para los más jóvenes de 7% hasta 1999 y 5% a partir del 2000. Para los mayores se supone no hay traslados a los fondos privados; (v) con

---

<sup>33</sup> Los límites de edad fueron establecidos en 1994 para determinar la población que eventualmente podría ingresar al sistema privado de pensiones y la que se mantendría en el régimen público. Se supone que la población determinada por ese rango de edades se mantiene vigente para determinar los traslados entre sistemas.

base en la composición por sexo y edad de los afiliados a los fondos públicos se supone, tanto en el escenario optimista como en el pesimista, que los traslados de hombres y mujeres menores de 40 y 35 años se dan a una tasa de 5% hasta 1999 y de 3% a partir del 2000; (vi) por último, en el escenario optimista se supone que sólo un 50% de los afiliados corresponde a cotizantes activos. Esta parece ser la experiencia registrada hasta ahora, pues las estadísticas disponibles no discriminan entre afiliados activos (que efectivamente cotizan) y afiliados inactivos. En el escenario pesimista se supone que aproximadamente un 40% de los afiliados son cotizantes activos.

Con base en estos supuestos, se obtienen los afiliados a los distintos fondos en los dos escenarios. Para determinar cuántos recursos reciben las compañías de seguros por concepto de las primas correspondientes a seguros previsionales se hace necesario multiplicar el número de afiliados a los fondos privados por el 2% del salario promedio (en virtud a que ese es el porcentaje de la cotización total que se destina para lo toma de seguros).

En el Cuadro 2.9 se presenta la matriz que contiene la proyección de primas de seguros previsionales, bajo diferentes escenarios de incremento del salario real. Es importante destacar que esta proyección supone que los fondos privados no pensionan afiliados antes del 2010.<sup>34</sup> Para el año 2010 las reservas por concepto de seguros previsionales equivaldrían a entre 0.12 y 0.16% del PIB en el escenario optimista y a entre 0.07 y 0.09% en el pesimista.

## **2) Riesgos profesionales**

Debido a las limitantes de la información en materia de empresas afiliadas a las administradoras de riesgos profesionales (ARP) y al ISS, se decidió hacer la proyección a partir de la estimación de la participación que las compañías de seguros esperan tener en el mercado de riesgos profesionales. Se supuso una relación directa del negocio con el desempeño del PIB.

Se supuso que las cotizaciones a las ARP crecen 1% por debajo del PIB en el escenario optimista y un 1,5% por debajo del PIB en el escenario pesimista. Ello en razón

---

<sup>34</sup> LH muestran que se empezarán a observar pensionados a partir de 2005. Sin embargo, durante los primeros años se trata de números bastante pequeños.

**Cuadro 2.9. Proyección Seguros Previsionales  
(% del PIB)**

	Año	Escenario Optimista		Escenario Pesimista	
		Primas	Reservas	Primas	Reservas
<b>Supuestos</b>					
<b>Incremento en salario real</b>					
<b>0% hasta 2000 0% desde 2001</b>	<b>2000</b>	0.16%	0.09%	0.10%	0.06%
	<b>2005</b>	0.19%	0.11%	0.10%	0.06%
	<b>2010</b>	0.19%	0.11%	0.10%	0.06%
<b>0% hasta 2000 1% desde 2001</b>	<b>2000</b>	0.16%	0.09%	0.10%	0.06%
	<b>2005</b>	0.20%	0.12%	0.11%	0.07%
	<b>2010</b>	0.21%	0.12%	0.12%	0.07%
<b>1% hasta 2000 2% desde 2001</b>	<b>2000</b>	0.16%	0.10%	0.10%	0.06%
	<b>2005</b>	0.21%	0.13%	0.12%	0.07%
	<b>2010</b>	0.23%	0.14%	0.13%	0.08%
<b>2% hasta 2000 3% desde 2001</b>	<b>2000</b>	0.17%	0.10%	0.10%	0.06%
	<b>2005</b>	0.23%	0.14%	0.13%	0.08%
	<b>2010</b>	0.27%	0.16%	0.15%	0.09%

a que las actividades productivas que participan de manera más activa dentro del total de afiliados no son las que se espera que sean más dinámicas en el mediano plazo, ni las que tienen una mayor incidencia de accidentes de trabajo.<sup>35</sup> En el Cuadro 2.10 se presenta la composición porcentual de los afiliados al ISS por sectores. Se observa que los sectores que presentan una mayor participación de afiliados son, en su orden, industria manufacturera, comercio y servicios financieros y servicios del gobierno y personales. Sectores como construcción e industrias extractivas no alcanzan a representar el 6% de los afiliados. Así mismo, se supuso que la participación de las ARP privadas en el mercado crece en un 5% anual en el escenario optimista y en un 4% en el pesimista.

En el 2.11 aparecen los resultados de las proyecciones de las reservas, bajo el supuesto que la relación reservas-primas es la misma que para el conjunto de compañías de seguros de vida. En el escenario optimista las reservas pasan de 0,15% del PIB en 1997 a 0,27% en el año 2010. En el escenario pesimista pasan de 0,15% del PIB en 1996 a 0,22% en el año 2010.

### **3) Salud**

Para la proyección de la participación de las aseguradoras en la prestación de servicios de salud como EPS, se tomaron como base los escenarios de proyección (optimista y pesimista) propuestos por FEDESARROLLO en el trabajo de Giedion y Wullner (1996, GW en adelante), en el cual se presentan proyecciones hasta el año 2001 para cobertura de la población por servicios de salud y para la unidad de pago por capitación (UPC, el valor que se le reconoce a las EPS por prestar los servicios de salud).

Los factores determinantes de esta proyección son el desempeño de la cobertura --el cual se ve afectado por factores como la informalidad y la capacidad del sistema para incrementar la cobertura complementaria-- y el desempeño de la UPC. De acuerdo con la información disponible sobre el desempeño reciente de las EPS, en 1996 el ISS registró una cobertura del 74% y las EPS privadas cubrieron el 26% restante. Las EPS que pertenecen al sector asegurador representaron en 1996 un 11,4% de la cobertura total, lo cual representa aproximadamente un 43,9% de la cobertura arrojada por las EPS privadas.

---

<sup>35</sup> La proyección de crecimiento del PIB es 2,8% para 1998; 3,0% para 1999; 3,6% para 2000; 4,2% para 2001 y 4.5% en adelante.

**Cuadro 2.10. Afiliados al ISS por Rama de Actividad Económica  
(Composición porcentual)**

<b>Rama</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>
Agricultura ,ganadería y pesca	6.7%	7.4%	7.3%	7.0%
Industrias extractivas	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%
Industria manufacturera	26.1%	26.0%	26.1%	25.6%
Construcción	3.6%	3.4%	3.9%	4.7%
Electricidad, gas y agua	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%
Comercio y servicios financieros	22.0%	21.7%	21.1%	20.5%
Transporte y comunicaciones	5.2%	5.3%	5.3%	5.4%
Servicios del gob. Y personales	23.7%	23.5%	23.3%	23.1%
Resto	11.0%	11.2%	11.5%	12.2%
Total	100%	100%	100%	100%

**Cuadro 2.11. Proyección Primas y Reservas del Ramo de Riesgos Profesionales  
(% del PIB)**

<b>Año</b>	<b>Primas</b>		<b>Reservas</b>	
	<b>Escenario Optimista</b>	<b>Escenario Pesimista</b>	<b>Escenario Optimista</b>	<b>Escenario Pesimista</b>
<b>2000</b>	0.18%	0.17%	0.11%	0.10%
<b>2005</b>	0.22%	0.19%	0.13%	0.12%
<b>2010</b>	0.27%	0.22%	0.16%	0.13%

**Cuadro 2.12. Proyección Primas y Reservas Potenciales que Podrían Recibir las Compañías de Seguros al operar como EPS**  
(% del PIB)

Año	Primas		Reservas	
	Escenario Optimista	Escenario Pesimista	Escenario Optimista	Escenario Pesimista
<b>2000</b>	0.75	0.49	0.5	0.3
<b>2005</b>	1.32	0.75	0.8	0.4
<b>2010</b>	1.38	0.75	0.8	0.5

Con base en esta información y en los datos de población potencial que será cubierta por el sistema proyectados por GW, se suponen unos porcentajes de cobertura en los que la población cubierta por el ISS disminuye gradualmente y la población atendida por las EPS privadas (y por ende por las aseguradoras) se incrementa. En el escenario optimista la cobertura del ISS pasa de 74% en 1996 a 40% en el 2010, con lo que la cobertura de las EPS del sector asegurador pasa de 11% en 1996 a 25% en el 2010. En el escenario pesimista, la cobertura del ISS pasa de 74% en 1996 a 50% en el año 2010 y la de las EPS del sector asegurador pasa de 11% en 1996 a 20% en el año 2010.

Dado que en GW las proyecciones sólo llegan hasta el 2001, fue necesario suponer unas tasas de crecimiento para la población total y la potencial cubierta. Además de una menor cobertura, otro factor que podría incidir en un desempeño menos dinámico de las aseguradoras en este negocio es la evolución de la UPC, pues si no se mantiene su valor en términos reales habrá un desincentivo para que las compañías privadas participen en el negocio, toda vez que la inflación en el sector salud supera el promedio de la economía. Para la proyección se supone que la UPC crece un 3% real a partir del 2002.

En el Cuadro 2.12 se presenta la proyección de primas y reservas que podrían obtener las compañías de seguros al operar como EPS. En el escenario pesimista las reservas en el año 2010 alcanzarían el 0.5% del PIB, porcentaje que se incrementa a 0.8 en el escenario optimista.

## **C. Fondos de Pensiones**

### **1. Obligatorios**

En abril de 1994 las administradoras de fondos de pensiones y cesantías iniciaron el manejo de las pensiones de acuerdo con lo previsto en la Ley 100 de 1993. Dicha ley tenía como objetivo garantizar a la población el amparo contra las contingencias derivadas de la vejez, invalidez y muerte. Con este fin, se estableció un sistema pensional con dos regímenes: 1) se mantuvo el sistema de reparto del ISS, con condiciones de jubilación definidas; y 2) se estableció un nuevo régimen de capitalización individual, administrado por los fondos de pensiones.

En general, los sistemas de seguridad tienen como objetivo permitir que los afiliados tengan durante el tiempo de retiro un nivel de vida similar al que tenían cuando estaban activos. En Colombia, donde el nivel de ahorro es relativamente bajo y donde el mercado de capitales es incipiente, la reforma de la seguridad social se adopta también con el fin de consolidar un verdadero mercado de capitales que le permita al país enfrentar exitosamente el proceso de apertura e internacionalización de la economía. En el Cuadro 2.13 se presenta información básica acerca de la evolución de los fondos de pensiones durante los últimos 4 años.

Al igual que en el caso de los fondos de cesantías, las inversiones de los fondos de pensiones se encuentran bastante reguladas. Por una parte, el Decreto 1630 de 1994 determina las inversiones admisibles, los límites por papel y por emisor y los límites a la concentración del riesgo. Por otra parte, el Decreto 1141 de 1995 determina la rentabilidad mínima que deben asegurar a sus afiliados y la Resolución 200 establece la manera de valorar estas inversiones de manera que reflejen el verdadero valor de mercado.

Para proyectar los fondos de pensiones se siguió un sencillo procedimiento, que se ilustra a continuación. Se definen las siguientes variables:

- FV = valor del Fondo (en pesos reales del año base)
- A = número de afiliados
- W = salario real
- r = tasa real de interés
- $\alpha$  = porcentaje del salario que es aportado al fondo de pensiones
- $\beta$  = tasa de crecimiento del número de afiliados
- $\theta$  = tasa de crecimiento real de los salarios

$$FV_t = A_t \cdot W_t \cdot (1+r/2) \cdot \alpha \quad (1)$$

La ecuación (1) señala que al finalizar el año t el valor real del fondo es igual al producto del número de afiliados ( $A_t$ ) por sus aportes ( $W_t \cdot \alpha$ ), más el rendimiento de los mismos, bajo el supuesto de que los aportes se efectúan de manera uniforme a lo largo del año.

$$FV_{t+1} = FV_t \cdot (1+r) + A_{t+1} \cdot W_{t+1} \cdot (1+r/2) \cdot \alpha \quad (2)$$

**Cuadro 2.13. Estadísticas sobre los Fondos de Pensiones**

Fecha	Valor F. Pensiones Obligatorios Millones de Pesos	Valor F. Pensiones Voluntarios Millones de Pesos	% Valor Voluntarios/ Obligatorios	Afiliados F. Pensiones Obligatorios			Afiliados F. Pensiones Voluntarios	% Afiliados Voluntarios/ Obligatorios
				Dependientes	Independientes	Total		
Dic-94	31.496	25.477	80.89	831.635	159.985	991.620	12.494	1.26%
Mar-95	64.775	27.902	43.08	1,036.630	163.748	1200.378	11.075	0.92%
Jun-95	110.087	28.731	26.10	1,222.746	172.301	1395.047	10.270	0.74%
Sep-95	182.658	30.839	16.88	1,429.684	141.371	1571.055	11.850	0.75%
Dic-95	262.73	37.381	14.23	1,582.677	134.045	1716.722	12.171	0.71%
Mar-96	366.684	40.533	11.05	1,740.933	115.825	1856.758	12.608	0.68%
Jun-96	490.634	45.014	9.17	1,880.321	116.936	1997.257	13.008	0.65%
Sep-96	635.916	56.320	8.86	2,008.086	101.172	2109.258	13.354	0.63%
Dic-96	806.465	75.034	9.30	1,935.036	97.369	2032.405	15.213	0.75%
Mar-97	1,000.539	86.305	8.63	2,057.577	97.857	2155.434	16.669	0.77%
Jun-97	1,241.057	112.124	9.03	2,172.835	94.085	2266.920	17.879	0.79%
Sep-97	1,503.359	132.593	8.82	2,293.062	96.489	2389.551	19.703	0.82%
Dic-97	1,768.767	145.177	8.21	2,397.520	96.843	2494.363	20.434	0.82%
Mar-98	2,063.413	174.845	8.47	2,506.106	97.271	2603.377	21.907	0.84%
Jun-98	2,421.208	177.415	7.33	2,604.607	97.650	2702.257	23.187	0.86%

Fuente: Asofondos

La ecuación (2) indica que el valor del fondo al finalizar el año t+1 tiene dos componentes. De una parte, está el capital más los intereses del fondo que existía al terminar el año t. De otra parte, están los aportes (y los rendimientos sobre los mismos) hechos durante el año t+1 tanto por los afiliados que ya existían al finalizar t como por los que se afiliaron durante t+1. Al sustituir (1) en (2), y luego de hacer algunas simplificaciones, se obtiene que,

$$FV_{t+1} = FV_t \cdot [(1+r) + (1+\theta) + \beta \cdot (1+\theta)] \quad (3)$$

La ecuación (3) es la que utilizamos para proyectar el valor del fondo. Requiere para su implementación, además del valor real del fondo en un año base, supuestos sobre la tasa real de interés, incrementos en el salario real y evolución del número de afiliados. Los resultados, para diferentes supuestos, se presentan en el Cuadro 2.14. Bajo los supuestos más plausibles –rentabilidad real de 10% e incremento salarial de 2%-- el valor de los fondos de pensiones en 2010 representaría el 15.8% del PIB en el escenario pesimista (es decir, con un ISS que atrae a gran parte de la nueva PEA y retiene a la mayor parte de sus afiliados) y el 20.5% del PIB en el optimista.

## 2. Voluntarios

En el Gráfico 2.5 presentamos la evolución de la razón (en porcentajes) entre el valor fondos de pensiones voluntarios y el valor de los fondos de pensiones obligatorios. La gráfica sugiere que este porcentaje ha tendido a situarse alrededor del 7%-8%.<sup>36</sup> Para proyectar los fondos de pensiones voluntarios vamos a suponer que este porcentaje va a mantenerse en el tiempo cercano al 8%. Por lo tanto, podríamos decir que en un escenario promedio el valor de los fondos voluntarios de pensiones representará entre el 1.3% y el 1.6% del PIB.

### D. Fondos Comunes Ordinarios

La fiducia es un mecanismo mediante el cual una persona natural o jurídica entrega a una sociedad fiduciaria uno o más bienes, despojándose o no de su propiedad, con el objeto de

---

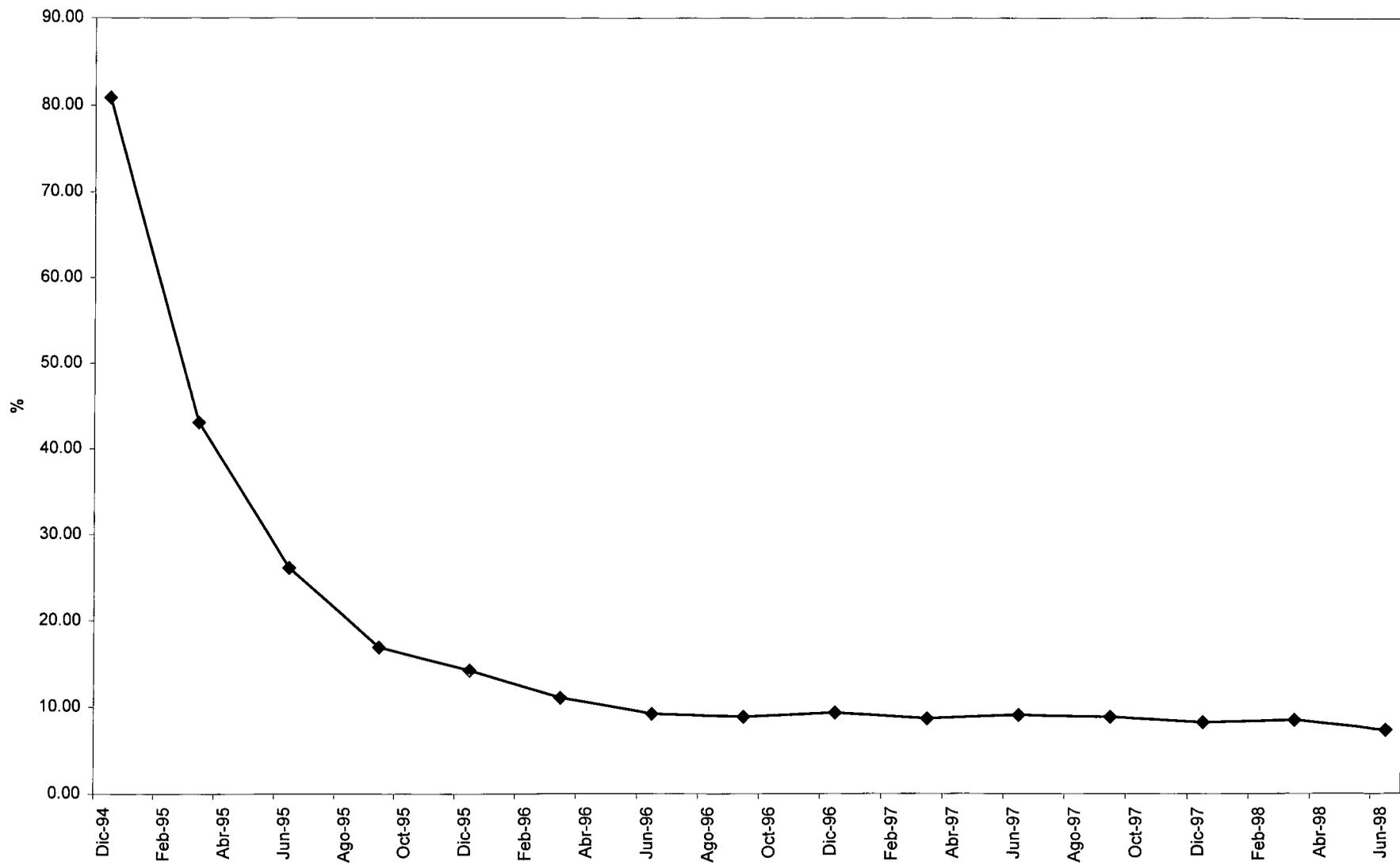
<sup>36</sup> Un comportamiento similar se observa en el número de afiliados.

**Cuadro 2.14. Proyección del Valor de los Fondos de Pensiones  
(% del PIB)**

	Año	Supuestos sobre Incremento del Salario Real							
		0% hasta 2000 0% desde 2001		0% hasta 2000 1% desde 2001		1% hasta 2000 2% desde 2001		2% hasta 2000 3% desde 2001	
Supuestos Rentabilidad Real		Escenario Optimista*	Escenario Pesimista*	Escenario Optimista	Escenario Pesimista	Escenario Optimista	Escenario Pesimista	Escenario Optimista	Escenario Pesimista
2%	2000	3.69	3.26	3.68	3.26	3.73	3.29	3.77	3.33
	2005	7.54	5.92	7.67	6.01	7.99	6.24	8.32	6.47
	2010	11.16	8.37	11.64	8.72	12.48	9.31	13.40	9.95
5%	2000	3.90	3.47	3.90	3.47	3.95	3.50	3.99	3.54
	2005	8.52	6.76	8.66	6.86	8.99	7.10	9.34	7.35
	2010	13.47	10.24	14.00	10.61	14.93	11.27	15.94	11.98
10%	2000	4.29	3.83	4.29	3.83	4.33	3.87	4.38	3.91
	2005	10.51	8.49	10.66	8.59	11.03	8.86	11.42	9.14
	2010	18.80	14.61	19.41	15.05	20.54	15.84	21.75	16.70
15%	2000	4.71	4.24	4.71	4.24	4.76	4.27	4.81	4.31
	2005	13.05	10.72	13.21	10.83	13.63	11.13	14.06	11.44
	2010	26.81	21.31	27.53	21.82	28.90	22.79	30.37	23.83

\* Ver texto

Gráfico 2.5. Valor de los Fondos de Pensiones Voluntarios como Proporción de los Obligatorios



que la fiduciaria cumpla una determinada finalidad en provecho del fideicomitente o de quien éste determine.

Existen tres tipos de actividades fiduciarias: la fiducia inmobiliaria, la fiducia de inversión y la fiducia de administración. En los fideicomisos de inversión, el fideicomitente entrega a la fiduciaria una suma de dinero para que éste la invierta en papeles financieros. En los fideicomisos inmobiliarios, el bien entregado es un inmueble con el fin de desarrollar un proyecto de construcción. Por último, en el fideicomiso de administración el cliente entrega a la fiducia un bien diferente de dinero con el fin de que ésta lo administre de acuerdo con lo acordado. En el contexto de un estudio sobre la importancia de los inversionistas institucionales como generadores y canalizadores de ahorro, la atención se concentra en la proyección de los fondos comunes ordinarios<sup>37</sup>.

Para proyectar el valor de los fondos comunes ordinarios y los fondos de valores (ver más adelante) se estimaron regresiones de demanda por este tipo de activos. Valga decir, se trata de identificar cuáles son los factores que influyen sobre un agente en el momento de decidir si deposita su ahorro en este tipo de fondos o en otros activos alternativos. Supondremos que el individuo tiene la opción de invertir en un fondo o en un CDT o en acciones o en el exterior. La demanda dependerá del nivel de actividad económica, del rendimiento propio y del rendimiento de los activos alternativos.

Se estimó una regresión con series mensuales para el período 1994.06-1998.05, donde la variable dependiente es el valor del fondo en términos reales y las variables independientes son: el nivel de actividad económica (aproximado por el índice de producción industrial); la rentabilidad de los FCO, la rentabilidad de los fondos de valores (FV), que es un activo sustituto muy cercano, la tasa de interés externa, la tasa de interés del CDT y la desviación estándar (durante los últimos 6 meses) de los rendimientos de los activos considerados. También se incluyó la tasa de crecimiento anual del IBB o del IBOMED como aproximación al rendimiento de las acciones.

Las mejores regresiones se presentan en el Cuadro 2.5. Como puede observarse, la actividad económica (con un rezago de dos meses) presenta un signo positivo y

---

<sup>37</sup> En sentido estricto se debería analizar el comportamiento de los fondos comunes en general (incluyendo los fondos comunes especiales, FCE). Sin embargo, no pudimos obtener la información sobre rendimiento de los FCE. Adicionalmente, las cifras sobre valor de estos fondos solamente se encuentran en forma trimestral para un período demasiado corto.

significativo. Como era de esperarse, el rendimiento propio resulta estadísticamente significativo lo mismo que el rendimiento de los activos alternativos incluidos (CDT, FV y activo denominado en moneda extranjera), además de tener el signo adecuado. El rendimiento de las acciones no resultó significativo y el único indicador de desviación estándar que resultó estadísticamente explicativo es el del rendimiento del FV.

En el Cuadro 2.15 se presentan los resultados de la proyección del valor de los fondos comunes ordinarios. Vale la pena anotar que debido a que son activos sustitutos muy cercanos, los rendimientos del CDT, de los FV y FCO son similares en tendencia. Existe una diferencia de nivel, el CDT presentando siempre una rendimiento superior al de los otros dos activos.<sup>38</sup> Para proyectar los rendimientos de los FCO y los FV, se corrieron regresiones simples entre el rendimiento de estos dos activos y el DTF.<sup>39</sup> En el escenario en el que el PIB crece a su tasa promedio desde el año 2001, en el 2010 el valor del FCO oscilaría entre 1.6% y 3% del PIB, dependiendo del comportamiento del diferencial entre el rendimiento promedio del fondo y la de los activos sustitutos cercanos, particularmente, el CDT.

## **E. Fondos de Valores**

Un fondo de valores es una cartera constituida y administrada por una sociedad comisionista de bolsa, de la cual cada suscriptor es propietario de partes iguales y cuyo objetivo principal es desarrollar el mercado de capitales. Una firma comisionista de bolsa, siempre y cuando cumpla con los requisitos de capital mínimo, idoneidad, responsabilidad y capacidad administrativa, y cuente con la aprobación de la Superintendencia de Valores, puede administrar uno o varios fondos de valores.

Existen dos clases de fondos de valores: cerrados y abiertos. Los cerrados son aquellos en los cuales los suscriptores no pueden redimir su participación durante la vigencia del mismo. La entidad que los regula y vigila es la Superintendencia de Valores.

---

<sup>38</sup> Esto puede explicarse por la mayor liquidez de los FCO y FV frente a la del CDT. Adicionalmente, es posible que se presenten menores costos de transacción y un mayor nivel de diversificación del portafolio al invertir en un FCO o un FV.

<sup>39</sup> Vale la pena anotar, aunque los resultados no se reportan, que ambas regresiones presentan los signos adecuados y niveles de significancia de los coeficientes, R2 y DW, aceptables. La elasticidad de los dos rendimientos al DTF está entre 0.60 y 0.70.

**Cuadro 2.15. Proyección Fondos Comunes Ordinarios  
(% del PIB)**

	Año	Supuestos de crecimiento del PIB					
		2%	3%	4.5%	5.5%	7%	
<b>Supuestos DTF</b>	35%	2000	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29
		2005	1.90	1.92	1.94	1.96	1.99
		2010	1.57	1.60	1.65	1.68	1.74
	30%	2000	2.71	2.71	2.71	2.71	2.71
		2005	2.25	2.28	2.31	2.33	2.36
		2010	1.86	1.90	1.96	2.00	2.07
	25%	2000	3.27	3.27	3.27	3.27	3.27
		2005	2.72	2.74	2.78	2.81	2.85
		2010	2.24	2.29	2.36	2.41	2.49
20%	2000	4.11	4.11	4.11	4.11	4.11	
	2005	3.41	3.45	3.49	3.53	3.58	
	2010	2.81	2.87	2.97	3.03	3.13	

El monto inicial de las suscripciones de un fondo de valores no podrá ser superior a 100 salarios mínimos mensuales.

El portafolio de inversiones del fondo podrá estar representado en valores que pueden negociar las sociedades comisionistas de bolsa, así como por los demás valores que autorice la Superintendencia de Valores. Existen, sin embargo ciertos límites de inversión: i) no se podrá invertir más del 10% del fondo en títulos emitidos o garantizados por una sola entidad (salvo en el caso de los valores emitidos por la Nación o por el Banco de la República); ii) existe un límite máximo de 25% para la inversión en títulos emitidos o garantizados por sociedades que sean matrices unas de otras; iii) no se podrá poseer más del 10% de las acciones en circulación de una determinada sociedad; y iv) en el caso de los fondos abiertos, no menos del 10% del valor del Fondo debe estar representado en títulos de alta liquidez. Estos límites no se aplicarán para las inversiones de los fondos cerrados en los cuales se establezca en su reglamento que el portafolio estará compuesto por títulos determinados según su especie y emisor.

Se estimó una regresión con series mensuales para el período 1995.02-1998.05, donde la variable dependiente es el valor del fondo en términos reales y las variables independientes son: el nivel de actividad económica (aproximado por el índice de producción industrial); el diferencial entre la rentabilidad del FV y la del CDT<sup>40</sup>. En este caso los niveles de los rendimientos no resultaron estadísticamente significativos. Lo mismo sucedió con los indicadores de riesgo aproximados por las desviaciones estándar de los rendimientos y con todos los indicadores de actividad económica. Se incluyó una variable dummy (para el segundo semestre de 1995), período en el cual se dieron cambios importantes en la regulación de estos fondos. A pesar de que el valor real de los fondos de valores sí muestra un salto en este período, la dummy no resultó estadísticamente significativa.

El Cuadro 2.16 presenta la sensibilidad de las proyecciones del valor de los fondos de valores a la magnitud del diferencial entre el rendimiento propio y el del CDT. Suponiendo que en promedio ese diferencial es -2%, en el 2010 el valor de los fondos de valores equivaldría a 0,14% del PIB.

---

<sup>40</sup> De la misma manera que en el caso de los fondos comunes ordinarios, el diferencial entre ambos tipos de inversión resulta significativo. De nuevo, esto puede interpretarse como resultado de la mayor liquidez de los fondos de valores frente al CDT y/o los menores costos de transacción.

**Cuadro 2.16. Proyección de los Fondos de Valores  
(% del PIB)**

<b>Año</b>	<b>Supuestos DIFER1</b>					
	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
<b>2000</b>	0.21	0.21	0.22	0.22	0.23	0.23
<b>2005</b>	0.17	0.17	0.17	0.18	0.18	0.19
<b>2010</b>	0.13	0.14	0.14	0.14	0.15	0.15

## **F. Fondos de Inversión Extranjera**

La inversión extranjera de portafolio llegó a Colombia en la década de los noventa con la apertura de la cuenta de capitales y las diferentes reformas de liberalización de la economía. Por otra parte, factores de tipo externo han impulsado el capital hacia los países en desarrollo, especialmente Asia y América Latina. Colombia no ha sido ajena a este fenómeno. En agosto de 1998 había 271 fondos operando en Colombia y el monto de la inversión extranjera de portafolio ascendía a 931 millones de dólares.

Toda la inversión extranjera de portafolio debe operar a través de un fondo de inversión extranjera. Se distinguen dos tipos de fondos:

- Los Fondos Institucionales (Fondos de Pensiones, Fondos Mutuos, Fondos País, Fondos de Cobertura de Riesgo, Fondos Omnibus, Programas ADRs y GDRs), cuyos recursos provienen de colocaciones privadas o públicas de cuotas o unidades de participación en el exterior y cuyo objetivo es invertir en uno o varios mercados del mundo. Los fondos ADRs y GDRs constituyen un mecanismo mediante el cual se permite a los inversionistas extranjeros, cualquiera que sea su condición o naturaleza jurídica, invertir en títulos representativos de acciones o bonos convertibles en acciones de sociedades colombianas, cuya emisión se realizó o va a realizarse.
- Los Fondos Individuales son aquellos que no reúnen las características de los fondos institucionales.

El ente encargado de diseñar la política de Inversión Extranjera es el DNP. La Superintendencia de Valores es la entidad que regula, aprueba y vigila los fondos y el Banco de la República es quien asume la función de registro de divisas y cambio. El marco jurídico actual para la inversión extranjera de portafolio está constituido por la Ley 9 de 1991 (Ley Marco de Inversión Extranjera), la Resolución 51 de 1991 del CONPES (Estatuto de Inversión de Capital Extranjero), Resolución 52, 53 y 56 del CONPES, Decretos 2348 y 98 de 1993, Decretos 1812 y 2012 de 1994 y el Decreto 1295 de 1996. Estas normas definen las diferentes modalidades de inversión extranjera de portafolio, establecen el régimen de aprobación y el régimen de inversiones de los Fondos de Inversión Extranjera.

No ha resultado posible obtener una estimación satisfactoria del comportamiento de los fondos de inversión extranjera. Se ensayaron regresiones en las cuales las variables explicatorias incluyeron las siguientes: diferencial de rentabilidades entre Colombia y el exterior; crecimiento económico doméstico; flujos de capital extranjero a América Latina; dummy's para capturar el efecto de algunas reformas estructurales.<sup>41</sup> No debe perderse de vista que dichos fondos, además de su efecto sobre el mercado doméstico de capitales, representan un componente importante de la cuenta de capitales de la balanza de pagos. En tal sentido, el tamaño de dichos fondos presumiblemente también depende de las necesidades de financiamiento de la cuenta corriente. Sin embargo, por ser dichos fondos solo una de las fuentes de financiamiento externo, su evolución dependerá naturalmente del comportamiento de las otras fuentes. Siendo ello así, quizás lo más razonable es suponer que el elevado nivel de dichos fondos observado recientemente (cerca de 1% del PIB) no será sostenible en el largo plazo, en la medida en que no es sostenible el actual nivel del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

### **G. Fondos de Inversión**

Un fondo de inversión es una cartera constituida y administrada por una sociedad administradora de inversión. Existen fondos de inversión ordinarios y fondos de inversión especiales. Los ordinarios son aquellos cuyo régimen de inversión está expresamente establecido en las normas y sólo pueden revestir la forma de fondos abiertos. Los fondos especiales son aquellos en los cuales el régimen de inversión está fijado en el respectivo reglamento. Estos se clasifican en abiertos y cerrados. Una sociedad administradora podrá manejar un fondo de inversión ordinario y varios fondos de inversión especiales, previa autorización de la Superintendencia de Valores, entidad que los regula y vigila.

Los fondos de inversión fueron inicialmente regulados por el Decreto 384 de 1980. Debido a los problemas con algunos de estos fondos durante la crisis financiera de los años 80, se dieron cambios muy importantes en cuanto a su regulación en 1987 (Decreto 2515), especialmente en lo referente a los montos de capital mínimo, montos mínimos de

---

<sup>41</sup> Tampoco se obtuvieron resultados satisfactorios al desagregar el valor de los fondos de acuerdo con el tipo de inversión (acciones o renta fija).

suscripción, número máximo de suscriptores, límites a la participación, régimen de inversiones y operaciones permitidas.

Debido a que en los años siguientes el desempeño de los fondos de inversión no fue muy dinámico, en 1996 se tomaron nuevas medidas (Resolución 1173). En particular, se establecieron los dos tipos de fondos anteriormente señalados (ordinarios y especiales) y se redefinieron los montos mínimos de suscripción, los límites a la participación y las operaciones permitidas a las sociedades administradoras.

El régimen de inversión de los fondos de inversión es como sigue: i) existe un límite mínimo de inversión en acciones de 55% del activo total del fondo; ii) límite máximo de inversión en cédulas hipotecarias del 10% del activo del fondo; iii) no más del 25% del activo del fondo en papeles emitidos por la Nación, Departamentos, Municipios, el Banco de la República y el Fondo Nacional del Café; iv) no se podrá invertir más del 10% del activo del fondo en valores emitidos por una misma sociedad ni se podrá poseer más del 10% del valor de las acciones o bonos convertibles en acciones en circulación de una misma sociedad. Adicionalmente, los fondos de inversión especiales abiertos deben mantener no menos del 10% del activo del fondo en títulos cuyo plazo al vencimiento no exceda 60 días.

A pesar de que existe información mensual del valor de los fondos de inversión, nos fue difícil obtener una serie con la misma frecuencia para su rendimiento. Por tal razón, fue necesario hacer una estimación con datos anuales. Las variables independientes fueron el desempeño económico (PIB), una tasa de interés pasiva, el rendimiento de activos alternativos (acciones y títulos en moneda extranjera). Solamente la tasa de interés resultó significativa (Cuadro 2.5). El signo negativo de dicha variable refleja el hecho de que una proporción importante del portafolio de estos fondos está representada en acciones (cerca del 70%).

Los resultados de la proyección se reportan en el 2.17. Suponiendo que la tasa de interés promedio se sitúa en el 30%, en el 2010 el valor de los fondos de inversión sería cercano al 0,05% del PIB.

## **H. Fondos Mutuos de Inversión**

**Cuadro 2.17. Proyección del Valor de los Fondos de Inversión  
(% del PIB)**

<b>Tasa interés</b>	<b>Año</b>	<b>% del PIB</b>
<b>Supuestos</b>		
<b>Tasa Interés (DTF)</b>		
<b>20%</b>	2000	0.34
	2005	0.50
	2010	0.48
<b>25%</b>	2000	0.17
	2005	0.16
	2010	0.14
<b>30%</b>	2000	0.10
	2005	0.07
	2010	0.05
<b>35%</b>	2000	0.06
	2005	0.03
	2010	0.02
<b>40%</b>	2000	0.04
	2005	0.02
	2010	0.01

Los fondos mutuos de inversión se crearon en 1960 como un mecanismo para impulsar el ahorro y el desarrollo del mercado de capitales. Son fondos que se constituyen mediante un contrato entre las empresas y sus respectivos trabajadores, en el cual los trabajadores realizan un aporte periódico y la empresa se compromete a realizar un aporte equivalente al 50% del aporte legal voluntario realizado por el trabajador. Estos fondos pueden crearse en empresas cuyos activos brutos sean superiores a \$100.000.000 y que ocupen por lo menos a 20 trabajadores. Los aportes pueden ser de dos clases, legales obligatorios y adicionales. En ningún caso se podrá obligar a los trabajadores a realizar aportes superiores al 10% de su asignación básica mensual.

Los fondos mutuos de inversión que no son administrados por sociedades fiduciarias (los cuales no son sometidos al control permanente del Estado) son regulados por la Superintendencia de Valores pero inspeccionados y vigilados por la Superintendencia de Valores.

Las inversiones permitidas y los límites establecidos sobre éstas se resumen a continuación: i) acciones y bonos (límite inferior de 15% y superior de 80%); ii) valores emitidos por la Nación, Departamentos, Municipios y Fondo Nacional del Café (límite máximo de 25%); iii) depósitos a término en bancos, CF y CAV, bonos de garantía general o específica emitidos por CF, pagarés otorgados por CFC, valores emitidos por la FEN y cédulas del BCH; iv) préstamos para vivienda u ordinarios a sus socios en cuantía no superior al 45% del valor total del activo del fondo. Los préstamos ordinarios no podrán exceder el 15% del resto del fondo; v) fondos de valores administrados por sociedades comisionistas de bolsa; vi) caja y depósitos en cuenta corriente; vii) no se podrá invertir más del 10% del activo total del fondo en valores emitidos por una misma sociedad. Tampoco se podrá poseer más del 10% del número de acciones o el 10% del número de bonos convertibles en circulación.

Debido a la forma como se constituyen y operan estos fondos, se estimó una regresión entre el valor real de los fondos mutuos de inversión y dos variables independientes: la tasa de ocupación en la economía y el salario promedio de la industria manufacturera (obreros)<sup>42</sup>. Los resultados de la regresión se presentan en el Cuadro 2.5. En

---

<sup>42</sup> Otra regresión que resultó satisfactoria es aquella que incluye, además de las variables mencionadas, el rendimiento de las acciones, aproximado por la tasa de crecimiento del IBB. Sin embargo, el error fuera de muestra obtenido es mayor al de la regresión más sencilla. Adicionalmente vale la pena aclarar que también

**Cuadro 2.18. Proyección del Valor de los Fondos Mutuos de Inversión  
(% del PIB)**

	<b>Año</b>	<b>% del PIB</b>	
<b>Supuestos Incremento del Salario Real</b>	<b>2000</b>	0.18	
	<b>0% hasta 2000</b>	<b>2005</b>	0.41
	<b>1% desde 2001</b>	<b>2010</b>	0.97
<b>0% hasta 2000</b>	<b>2000</b>	0.18	
	<b>2005</b>	0.49	
	<b>1% desde 2001</b>	<b>2010</b>	1.33
<b>1% hasta 2000</b>	<b>2000</b>	0.20	
	<b>2005</b>	0.64	
	<b>2% desde 2001</b>	<b>2010</b>	1.99
<b>2% hasta 2000</b>	<b>2000</b>	0.23	
	<b>2005</b>	0.82	
	<b>3% desde 2001</b>	<b>2010</b>	2.96

el Cuadro 2.18 se presentan los resultados de la proyección. Como puede observarse, en un escenario razonable de crecimiento económico y de incremento anual del salario real (1% hasta el 2000 y 2% de allí en adelante), el valor de los fondos mutuos de inversión podría representar cerca del 1.6% del PIB.

## **I. Proyección agregada**

En las secciones anteriores proyectamos el valor de los recursos manejados por cada tipo de inversionista institucional. En esta sección agregamos estas proyecciones individuales. Evidentemente, las variables explicatorias varían de acuerdo al tipo de inversionista institucional. Es más, cuando se trata de variables explicatorias comunes, la respuesta varía entre inversionistas. Como veremos más adelante, el escenario que produce la proyección agregada más optimista, no es la suma de todas las proyecciones individuales más optimistas. Por supuesto, lo mismo sucede con la proyección agregada menos optimista.

Para facilitar la agregación de las proyecciones individuales se han adoptado tres escenarios, que contemplan diferentes supuestos sobre las tres variables más relevantes en el análisis presentado en las anteriores secciones: crecimiento económico, crecimiento del salario real y nivel de la tasa de interés.

Resulta totalmente coherente –tanto analíticamente como con la experiencia histórica de Colombia y de otros países-- que un escenario de crecimiento económico elevado (bajo) coincida con un escenario de elevado (bajo) crecimiento del salario real.

Una satisfactoria trayectoria para la tasa de crecimiento económico resulta de suponer que la misma retorna a su valor promedio de largo plazo (4.5%). En todos los escenarios se supone que el crecimiento económico se recupera hasta alcanzar 4.5% en 2001. En el “escenario optimista” supondremos que el crecimiento del PIB se ubica en 5.5% de allí en adelante. Por el contrario, en el “escenario pesimista” supondremos que a partir del año 2002 la tasa de crecimiento es mucho más baja (3%). Por su parte, en el escenario optimista el salario real crece 1% por año hasta el 2000 y 2% de allí en adelante, mientras en el pesimista estos porcentajes se suponen 0% y 1%, respectivamente.

---

se incluyeron las tasas de interés externa e interna pero no resultaron estadísticamente significativas. Sin embargo, debido a las características de los fondos mutuos de inversión creemos que la regresión con base en la cual se proyecta es adecuada y resulta razonable suponer que este tipo de ahorro responde más a variables de empleo y salario que a los rendimientos de activos alternativos.

Resulta bastante más complejo compatibilizar los supuestos de crecimiento económico y de salario real con los de la tasa de interés. Esta dificultad se da tanto en el campo analítico como en el empírico. Se tendería a pensar que un nivel elevado de crecimiento económico está relacionado con un nivel bajo de tasa de interés. Sin embargo, esta variable puede fluctuar rápidamente en respuesta a la política monetaria, dado un mismo escenario de crecimiento económico. En tanto resulta relativamente difícil predecir una trayectoria de esta variable compatible con la trayectoria de crecimiento del PIB adoptada, vamos a suponer tres escenarios de tasa de interés nominal del CDT (25%, 30% y 35%, anual, en todo el período), escenarios que naturalmente llevarían implícitos diferentes trayectorias para la tasa de inflación.

Por otra parte, surge la pregunta de cómo evoluciona la rentabilidad de los diferentes fondos frente a cambios en la tasa de interés del CDT. En la medida en que los inversionistas tienen invertido parte de sus portafolios en este tipo de papeles o en títulos cuyo rendimiento presenta un comportamiento similar (en tendencia) al DTF, un incremento en esta última variable produce una mayor rentabilidad de la inversión. Sin embargo, si otra parte del portafolio está invertido en acciones, el efecto de un incremento en la tasa de interés tiene el signo contrario. De esta manera, tenemos un resultado neto que es incierto. A su vez, las reglas de valoración a precios de mercado adoptadas recientemente por la regulación colombiana también pueden producir --dependiendo del plazo promedio del portafolio y su composición-- una caída en el valor del fondo, como resultado de un incremento en la tasa de interés.

De acuerdo con los resultados presentados, el monto real de los recursos manejados por algunos inversionistas depende explícitamente (positiva o negativamente) de la tasa de interés.<sup>43</sup> En otros casos, la variable explicativa que entra es la rentabilidad propia del fondo.<sup>44</sup> En otros casos es el diferencial entre la rentabilidad propia y la del CDT.<sup>45</sup> Por último, en otros casos el ejercicio con base en el cual se proyectó no tiene en consideración

---

<sup>43</sup> Este es el caso de los ramos “tradicionales” de seguros de personas, del valor de los recursos de las sociedades de capitalización, de los fondos comunes ordinarios y de los fondos de inversión.

<sup>44</sup> Es el caso de los fondos de pensiones y de cesantías.

<sup>45</sup> Este es el caso de los fondos de valores.

la tasa de interés.<sup>46</sup> Cuando la variable explicativa con base en la cual se realizó la proyección es la rentabilidad propia del fondo, se va a suponer que ésta es igual a la del CDT. Cuando la variable que entra es el diferencial mencionado, adoptaremos el mismo valor estimado en todos los escenarios de tasas de interés.

En el Cuadro 2.19 presentamos los resultados del ejercicio de agregación. El escenario agregado más optimista lo produce aquél que combina un elevado crecimiento del PIB (y del salario real) y un elevado nivel de tasa de interés. Este efecto positivo de la tasa de interés resulta de suponer que la rentabilidad de los fondos (de pensiones y cesantías, particularmente) es igual al rendimiento del CDT. En este caso, el valor total de los inversionistas institucionales representaría alrededor del 40% del PIB en el año 2010. El escenario “menos optimista” lo produce aquél que combina un bajo crecimiento económico y del salario real y un nivel bajo de tasa de interés. Aquí, el porcentaje se reduce a cerca del 25% del PIB en el año 2010. De nuevo este resultado menos positivo es liderado por el comportamiento de los fondos de pensiones y de cesantías.<sup>47</sup>

Nótese que en todos los escenarios el comportamiento agregado está determinado por el de los dos inversionistas institucionales de mayor tamaño, fondos de pensiones y fondos de cesantías. De hecho, si los mismos se excluyen, en el año 2010 el agregado de los demás inversionistas se ubicaría en un rango entre 7.05 y 7.65 del PIB. En tal sentido, no se puede exagerar la importancia de contar con proyecciones lo más precisas posibles para los dos inversionistas más grandes.

---

<sup>46</sup> Por ejemplo, el ramo de daños de las compañías de seguros no aparece dependiendo del comportamiento de la tasa de interés. Este también es el caso de los ramos de seguros previsionales, salud y riesgos profesionales manejados por las compañías de seguros y el de los fondos mutuos de inversión.

<sup>47</sup> Por el contrario, este escenario resulta ser el más optimista para otros de los inversionistas (seguros de personas, sociedades de capitalización y fondos comunes ordinarios).

Cuadro 2.19  
(% del PIB)

Inversionista	Año	Tasa de interés=0.25		Tasa de interés=0.30		Tasa de interés=0.35	
		Crec. eco. alto	Crec. eco. bajo	Crec. eco. alto	Crec. eco. bajo	Crec. eco. alto	Crec. eco. bajo
		Crec. sal. alto	Crec. sal. bajo	Crec. sal. alto	Crec. sal. bajo	Crec. sal. alto	Crec. sal. bajo
Fondos de Cesantías	2000	1.64	1.63	1.8	1.79	1.91	1.91
	2005	2.31	2.23	2.72	2.63	3.07	2.98
	2010	2.44	2.27	2.98	2.78	3.46	3.24
<b>Compañías de Seguros</b>							
Personas (Tradicionales)	2000	0.72	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
	2005	1.03	1	0.9	0.9	0.8	0.8
	2010	1.6	1.2	1.4	1.1	1.3	1
Daños	2000	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
	2005	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
	2010	1	0.8	1	0.8	1	0.8
Capitalización	2000	0.43	0.41	0.41	0.42	0.4	0.4
	2005	0.46	0.43	0.44	0.44	0.43	0.42
	2010	0.49	0.45	0.47	0.45	0.45	0.43
Seguros Previsionales	2000	0.09	0.06	0.09	0.06	0.09	0.06
	2005	0.12	0.07	0.12	0.07	0.12	0.07
	2010	0.12	0.07	0.12	0.07	0.12	0.07
Salud	2000	0.5	0.3	0.5	0.3	0.5	0.3
	2005	0.8	0.4	0.8	0.4	0.8	0.4
	2010	0.8	0.5	0.8	0.5	0.8	0.5
Riesgos Profesionales	2000	0.11	0.1	0.11	0.1	0.11	0.1
	2005	0.13	0.12	0.13	0.12	0.13	0.12
	2010	0.16	0.13	0.16	0.13	0.16	0.13
Fondos de Pensiones (Incluye F. Pensiones Voluntarios)	2000	4.27	4.21	4.68	4.63	5.14	5.09
	2005	9.71	9.35	11.91	11.51	14.72	14.27
	2010	16.12	15.12	22.18	20.96	31.21	29.73
Fondos Comunes Ordinarios	2000	3.27	3.27	2.71	2.71	2.29	2.29
	2005	2.81	2.74	2.33	2.28	1.96	1.92
	2010	2.41	2.29	2	1.9	1.68	1.6
Fondos de Valores	2000	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22
	2005	0.18	0.17	0.18	0.17	0.18	0.17
	2010	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14
Fondos de Inversión	2000	0.17	0.17	0.1	0.1	0.04	0.04
	2005	0.16	0.16	0.07	0.07	0.02	0.02
	2010	0.14	0.14	0.05	0.05	0.01	0.01
Fondos Mutuos de Inversión	2000	0.2	0.18	0.2	0.18	0.2	0.18
	2005	0.64	0.49	0.64	0.49	0.64	0.49
	2010	1.99	1.33	1.99	1.33	1.99	1.33
Total Inversionistas Institucionales	2000	12.22	11.85	12.12	11.81	12.10	11.79
	2005	19.05	17.86	20.94	19.78	23.57	22.36
	2010	27.41	24.44	33.29	30.21	42.32	38.98

### **III. Consistencia entre ahorro institucional y ahorro financiero y conclusiones**

Este trabajo pretendió por una parte analizar la relación entre ahorro institucional, ahorro financiero y ahorro doméstico. Por otra, intentó aproximarse al monto de ahorro financiero que será canalizado en los próximos años a través de los diferentes inversionistas institucionales y dirigido al desarrollo y crecimiento del mercado de capitales. Es importante entender si la agregación de las proyecciones individuales de la segunda parte del trabajo es consistente con la posible evolución del ahorro financiero y doméstico.

Analizando las cifras suministradas por las cuentas nacionales (que registran las transacciones reales) y las cuentas financieras (que constituye la contrapartida financiera de éstas) encontramos lo siguiente: el ahorro doméstico, especialmente el privado, ha venido cayendo en el pasado reciente. Por su parte, el ahorro financiero, que fue bastante estable durante los 80 ha mostrado un repunte en los últimos años.

Después de realizar las desagregaciones correspondientes por tipo de agente institucional y tipo de activo, encontramos que son los hogares los que más contribuyen en la generación de ahorro financiero y que éste se da preponderantemente a través de un incremento en los depósitos en el sistema financiero. Haciendo comparaciones internacionales encontramos que estas características del ahorro financiero en Colombia (preponderancia de depósitos en los intermediarios financieros frente a la emisión/compra de bonos y acciones) son similares a las presentadas en países con mercados de capitales poco desarrollados (Japón, por ejemplo). Por otra parte, como es de suponer y se verifica para el caso de varios países, el ahorro financiero está relacionado positivamente con el nivel de ingreso y negativamente con la tasa de inflación.

Las Cuentas Financieras muestran que los agentes han ahorrado directamente en el sistema financiero o en el mercado de capitales, sin utilizar los inversionistas institucionales.

La segunda sección de este trabajo realizó proyecciones individuales para los diferentes tipos de inversionistas institucionales hasta el año 2010. Encontramos que el ahorro institucional representa hoy en día cerca del 9% del PIB. Este es un porcentaje bajo si se tiene en cuenta que para 1994 era cercano al 150% en el caso de los Estados Unidos y más del 60% en el caso de Chile. En el agregado, en un escenario optimista se tiene que el

monto de recursos que sería manejado por los inversionistas institucionales ascendería a 40% del PIB en el año 2010. En un escenario pesimista este porcentaje alcanzaría 25%. Esta evolución estaría liderada por dos inversionistas: los fondos de pensiones y los fondos de cesantías. Los demás inversionistas no parecen mostrar un crecimiento acelerado hacia el futuro. Lo preocupante de este hecho, es que sería el ahorro forzoso el componente del ahorro financiero total que presentaría una evolución muy favorable mientras que el ahorro voluntario se mantendría estable en niveles bajos para estándares internacionales.

El propósito central de la presente investigación, la proyección de los inversionistas institucionales, se satisface con los desarrollos de la segunda sección. Sin embargo, tal y como se mencionó tanto en la introducción como en la primera sección, es importante tener seguridad de que las proyecciones agregadas de los inversionistas institucionales guardan un mínimo de consistencia con lo que se espera suceda en términos de ahorro financiero.

No ha sido propósito de esta investigación desarrollar un modelo de consistencia. Sin embargo, haciendo uso de algunas de las cifras que fueron presentadas y discutidas en la primera sección podemos afirmar, sin temor a equivocarnos, que la proyección agregada de los inversionistas institucionales es bastante razonable. Valga decir, para que dicha proyección se pueda cumplir, no se hace necesario ni que se “desplome” ni que se “dispare” el ahorro financiero. Muy por el contrario, las proyecciones de la segunda sección parecen ser consistentes con un ahorro financiero que en el futuro venidero se comportará de manera relativamente similar a como lo ha venido haciendo en el transcurso de la presente década.

Si tomamos el valor promedio entre el escenario más pesimista y el más optimista de las proyecciones de los inversionistas institucionales presentadas en la anterior sección (Cuadro 2.19), obtenemos que éstos manejarían recursos por cerca de 12% del PIB en 2000, 21% en 2005 y 33% en 2010.<sup>48</sup> Cómo se comparan estas cifras con lo que es razonable esperar suceda con el ahorro financiero?

Como se mencionó en la primera sección (ver, por ejemplo, el Cuadro 3B), en el pasado reciente los inversionistas institucionales (en la clasificación *restringida* que se

---

<sup>48</sup> Es importante recordar que las proyecciones presentadas en la anterior sección suponen un saldo de cero para los fondos de inversión extranjera. Dicho supuesto se origina en la enorme dificultad para proyectar dicho rubro. En el pasado reciente estos inversionistas han manejado recursos por cerca de 1% del PIB, y no hay ninguna razón sólida para suponer que dicho comportamiento no se pueda mantener en el tiempo.

desprende de las CF) estarían haciéndose *anualmente* a un monto de ahorro financiero algo inferior a 1% del PIB. Valga decir, el *saldo* de ahorro manejado por dichos intermediarios se estaría incrementando anualmente en cerca de 1% del PIB. Así por ejemplo, se incrementó de 4.7% del PIB en 1991 a 9% en 1997.

No sobra recordar que el incremento del ahorro financiero no supone que la economía genera mayor ahorro macroeconómico. En la primera sección (ver, por ejemplo, el Cuadro 1.7) se mostró que el flujo de ahorro financiero pasó de representar el 48.4% del ahorro macroeconómico en 1970-74 a representar el 86.2% en 1990-95. Es normal que toda economía que se desarrolle canalice cada vez una mayor proporción de su ahorro macroeconómico a través del sistema financiero. Por supuesto, si se dieran determinadas condiciones —por ejemplo, un marcado cambio en el balance del sector público— sería razonable pensar en aumentos importantes en el ahorro macroeconómico, los cuales, en sí mismos, podrían facilitar una mayor profundización financiera.

Puesto que las proyecciones presentadas en la segunda sección no suponen ningún cambio institucional de importancia, la evolución de los inversionistas institucionales depende esencialmente de dos tipos de variables. De una parte, están las variables estrictamente económicas (crecimiento del PIB, aumento de los salarios reales y tasas de interés, fundamentalmente). De otra parte, están las variables, por así decirlo, demográficas (determinante importante en el caso de los fondos de pensiones).

En tanto las proyecciones presentadas no suponen cambios institucionales ni cambios abruptos en los determinantes económicos y demográficos, no debe sorprender que los resultados arrojen patrones relativamente estables en lo que se refiere al monto de recursos financieros manejados por los inversionistas institucionales.<sup>49</sup> Siendo ese el caso, resulta razonable pensar que en el transcurso de 14 años (valga decir, entre 1997 y 2010), el saldo de recursos financieros manejados por los inversionistas institucionales pase de 9% del PIB (Cuadro 2.1) al 33% (punto medio, Cuadro 2.19). Un incremento de 24 puntos porcentuales en el lapso de 14 años equivale a un incremento anual promedio de 1.7 puntos por año. Puesto que en el pasado reciente la versión restringida de inversionistas institucionales de las CF incrementó su saldo anual en cerca de 1% del PIB, en principio no

---

<sup>49</sup> Naturalmente, los autores cuentan con el marco empírico para incorporar en las proyecciones todo tipo de cambios en cualquiera de las variables explicatorias.

se antoja extraño que una definición comprensiva de dichos intermediarios aumente su saldo anual en un monto ligeramente mayor.

## **Anexo 1.1. Algunos aspectos metodológicos de las Cuentas Financieras<sup>50</sup>**

### **Aspectos generales**

Las Cuentas Financieras (CF) tienen como objetivo principal registrar de manera simplificada todas las operaciones que afectan el patrimonio financiero de los agentes económicos.

En su elaboración se tienen en cuenta todos los agentes económicos y se verifica que toda transacción se registre tanto en la cuenta del acreedor como en la del deudor, de manera que se garantice la coherencia entre agentes (coherencia horizontal). Valga decir, toda operación activa para un agente debe ser una operación pasiva para otro. De la misma manera, en virtud a que toda operación real tiene una contrapartida financiera, la información de las CF guarda consistencia con el sistema de Cuentas Nacionales (CN), el cual resume todas las operaciones reales de bienes y servicios (consistencia vertical).<sup>51</sup>

Las CF se concentran en las transacciones financieras entre agentes, no en sus estados financieros. Estas operaciones siempre se reflejan en cambios patrimoniales en los balances de los agentes, mientras que pueden darse cambios patrimoniales sin que medie ninguna transacción (por ejemplo, los ajustes por inflación o las transacciones a futuro, en las cuales la operación solamente se registrará en las CF una vez se realiza). Adicionalmente, las operaciones se registran por su valor efectivo de transacción ya que con este mismo criterio se registran las transacciones reales. Es decir, las transacciones se registran por el valor que tienen en el momento de su realización, sin tener en cuenta las prácticas contables de los agentes.<sup>52</sup>

Por último, las CF se elaboran con base en flujos y no con base en saldos. Es decir, registran el cambio en el pasivo o en el activo. Del lado activo aparecen todas las transacciones que inciden en la posición acreedora de cada agente. Por ejemplo si un agente concede un préstamo, se incrementa el activo. Si, por el contrario, recibe la amortización de este crédito, se reduce este rubro. De la misma manera, del lado pasivo se registran todas las operaciones que incrementan o disminuyen la posición deudora de un agente. Así, la obtención de un crédito aumenta el lado pasivo de su cuenta y las amortizaciones de dicho crédito disminuyen dicho rubro.

### **Sectorización de las Cuentas Financieras**

En las CF los agentes económicos considerados son las unidades institucionales. Estas unidades se definen como agentes de decisión económica, que gozan de autonomía en el ejercicio de sus funciones y que disponen de una contabilidad. Estas unidades se agrupan en sectores y subsectores, de acuerdo con la función económica que desempeñan y la fuente más importante de sus recursos. En las CF encontramos cuatro sectores institucionales residentes: las empresas no financieras, las instituciones financieras, las administraciones públicas y los hogares. El resto del mundo o sector externo es una cuenta en la cual se consolidan todas las transacciones financieras de los agentes residentes con los no residentes en el país.

---

<sup>50</sup> Esta sección está basada en las notas metodológicas de las publicaciones de las Cuentas Financieras elaboradas por el Banco de la República y en Lora (1987).

<sup>51</sup> No toda operación financiera tiene una contrapartida real. Sin embargo, sí se registra en las CF, y la consistencia se asegura, debido a que tiene una contrapartida financiera de signo contrario.

<sup>52</sup> Por ejemplo, una transacción en dólares se registra a la tasa de cambio del día en que se realizó, o una operación denominada en UPACs se registra al valor que tiene la unidad ese día.

Las *empresas* son las unidades institucionales cuya función principal es producir, para su venta, bienes y servicios no financieros. Aunque pueden recibir transferencias, subsidios e ingresos por sus colocaciones financieras, la fuente más importante de recursos de las empresas es la venta de sus productos. Este sector se subdivide en las empresas privadas y las empresas públicas.

El sector de las *instituciones financieras* incluye todas las unidades cuya función principal es efectuar transacciones financieras o de financiamiento, es decir, captar los excedentes de ahorro de los agentes superavitarios y prestarlos a los deficitarios. La fuente más importante de recursos de este sector son los compromisos financieros adquiridos con los demás agentes. Hasta 1989, este sector se dividía en cuatro subsectores: Banco de la República, otras instituciones monetarias, compañías de seguros y cajas de pensiones y otras instituciones financieras. Desde 1990 se ha adoptado una mayor desagregación: Banco de la República, sociedades de depósitos monetarias (bancos), sociedades de depósitos no monetarias (CAV, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial, organismos cooperativos, IFI, FEN y BCH), otros intermediarios financieros, auxiliares de servicios financieros, compañías de seguros y el subsector de pensiones y cesantías. En el Cuadro A.1 aparecen las entidades que conforman cada uno de estos sectores.

Las *administraciones públicas* agrupan las unidades que producen principalmente servicios colectivos y/o efectúan operaciones de redistribución del ingreso o de la riqueza. La principal fuente de recursos de este sector son las contribuciones obligatorias (impuestos, cotizaciones,...) que gravan a los demás agentes. Este subsector se divide en las administraciones públicas centrales y locales y las administraciones de seguridad social.

El sector de los *hogares* agrupa no solamente a las unidades familiares, en su función de proveedor de fuerza de trabajo, inversionista y unidad consumidora, sino que contempla también todas las unidades de producción individuales, es decir aquellas que no constituyen unidades institucionales diferentes a sus dueños (explotaciones agropecuarias y del pequeño comercio).

El sector *resto del mundo* no tiene asignada una función principal o fuente principal de recursos. Se trata de una cuenta donde se consolidan todas las transacciones de los agentes residentes con los no residentes

### **Clasificación de las operaciones**

Las operaciones financieras se caracterizan por su diversidad y heterogeneidad. Estas van cambiando en el tiempo (innovaciones financieras). La gran diversidad se presenta no solamente al interior de un mismo país sino también a nivel internacional. Por este motivo, las CF han adoptado una clasificación suficientemente precisa y a la vez amplia, de manera que se puedan hacer comparaciones a nivel intertemporal e internacional. La nomenclatura básica se apoya en las recomendaciones de las Naciones Unidas. Las agrupaciones se efectúan de acuerdo con la función principal que desempeña cada instrumento en la vida económica y en función del uso que le da el acreedor o deudor.

Las operaciones de las CF se clasifican en cuatro categorías: los medios de pago, los instrumentos de colocación, los instrumentos de financiación y los otros instrumentos (Cuadro A.2).

### *Medios de pago*

Son los instrumentos financieros que sirven de manera directa y sin ninguna limitación en las transacciones económicas. Su función principal es facilitar las transacciones entre agentes. En esta categoría se diferencian los medios de pago reservados al Banco de la República (oro financiero, derechos especiales de giro y operaciones específicas con el FMI) y los medios de pago a disposición de todos los agentes (moneda fiduciaria y depósitos a la vista, los cuales deben ser de conversión inmediata, pueden exigirse sin restricción alguna y son transferibles por cheque).

### *Instrumentos de colocación*

Incluyen los instrumentos a disposición de todos los agentes que cuentan con fondos sin utilizar durante un cierto período de tiempo. Son transacciones unilaterales puesto que es el acreedor quien pone término a la operación si se trata de un depósito, o cede su activo a un tercero cuando se trata de títulos negociables.

Esta categoría incluye los bonos a corto plazo no negociables. Se diferencian de los depósitos a la vista en que son de carácter no monetario, es decir no pueden utilizarse como medios de pago. Además, están clasificados en este grupo los depósitos de ahorro tradicionales, los depósitos de ahorro en las CAV (cuentas, certificados y depósitos ordinarios), los CDTs, los otros depósitos no monetarios en moneda legal (depósitos judiciales, depósitos previos de importación, depósitos fiduciarios, depósitos en garantía, etc...), los depósitos no monetarios en moneda extranjera y los bonos a corto plazo no negociables (que no gozan de liquidez secundaria), tales como los pagarés y las letras de cambio.

También se incluye dentro de estas operaciones los títulos a corto plazo negociables, con vencimiento inferior a dos años. En este grupo se incluyen activos tales como los Bonos de Desarrollo Industrial, las Cédulas Hipotecarias, las Cédulas de Capitalización, los Certificados de Ahorro de Valor Constante, los Certificados Cafeteros Valorizables, los Certificados Eléctricos Valorizables, los CERT, los Certificados de Cambio, los papeles comerciales, los Títulos Canjeables por Certificados de Cambio, los Títulos de Crédito de Fomento, los TER, los Títulos de Fomento Agropecuario, los Títulos de Participación y los TAN, entre otros.

En tercer lugar, este rubro incluye los títulos y bonos a largo plazo, es decir, con vencimiento superior a dos años. Para pertenecer a esta categoría es necesario que el papel tenga cierto grado de transferibilidad. Incluye los bonos de bancos y corporaciones financieras, los Instrumentos Colombianos Registrados (CRIS), las Cédulas de Inversión, los TES, los TAC, los TER y TDA con vencimiento mayor a 2 años, los Títulos de Ahorro Territorial, los títulos derivados de titularización de activos dentro del régimen de inversiones admisibles y aquellos de cartera hipotecaria, entre otros.

Por último, se incluyen en esta clasificación los derechos de los propietarios. Es decir, las acciones, las otras participaciones de capital y los derechos de los propietarios en las cuasi-sociedades.

### *Los instrumentos de financiación*

Nacen de una relación directa entre el acreedor y el deudor. En esta categoría se encuentran los préstamos a corto y largo plazo (cuando toman la forma de créditos en dinero) y los créditos comerciales.

### *Las otras operaciones*

En este grupo se clasifican las reservas matemáticas de seguros de vida y cesantía que se constituyen en una deuda de las compañías con los asegurados o de las empresas con sus empleados.

### *Las cuentas por pagar y por recibir*

#### **Medidas alternativas de ahorro financiero**

Tradicionalmente, el nivel de ahorro financiero en una economía se aproxima a través de la relación entre un agregado monetario amplio (M2 o M3) y el PIB. En sentido estricto, y por tratarse de un saldo y no de un flujo, estas relaciones miden el grado de profundización financiera.

La información de las CF puede aprovecharse para obtener diversos cálculos del *flujo* de ahorro financiero en la economía, de acuerdo con la definición (amplia o estrecha) de ahorro financiero que se adopte. Las CF permiten dilucidar la importancia de cada uno de los agentes o sectores económicos en la generación de ahorro financiero, análisis que no es posible efectuar a partir de la información de M3/PIB.

En este trabajo se utilizaron dos medidas de ahorro financiero. La primera es la razón M3/PIB y la segunda --calculada a partir de la información de las CF-- es el cambio **en el lado activo** en los rubros de medios de pago y operaciones de colocación (recién descritos) de los hogares, empresas, administraciones públicas, el exterior y los inversionistas institucionales. Es evidente que pueden adoptarse diversas medidas, dependiendo del análisis que quiera realizarse.

La principal diferencia entre las dos mediciones es que (M3+BONOS)/PIB es un concepto stock y el ahorro financiero calculado a partir de las CF es un concepto flujo. La pregunta que surge es si el cambio en (M3+BONOS)/PIB es similar a la medición adoptada en este trabajo. La respuesta es que no debido a que en los cálculos no se están incluyendo exactamente los mismos instrumentos. La medición de las CF es mucho más amplia que M3. Este último incluye los siguientes instrumentos financieros: efectivo en poder del público, pasivos sujetos a encaje (depósitos en cuenta corriente, depósitos de ahorro en bancos, CAVs, corporaciones financieras y en cooperativas, CDTs en bancos, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial, los depósitos fiduciarios, las cédulas del BCH y depósitos a la vista) y bonos en circulación de bancos, corporaciones y compañías de financiamiento comercial. Es decir, M3 solo contiene algunos de los instrumentos considerados en la medida de ahorro financiero a partir de las CF. (No obstante, se puede verificar que la variación en el stock de cada uno de los instrumentos considerados en M3 coincide con la información obtenida de las CF).

En la medición del flujo de ahorro financiero aquí adoptada solamente incluimos el cambio en la posición acreedora de los activos anteriormente mencionados de los hogares, las empresas, las administraciones públicas, el exterior y los inversionistas institucionales. Para facilitar la interpretación de los resultados tomamos la decisión de no incluir el resto del sistema financiero. Suponemos que este solamente actúa como emisor de títulos o depósitos. Eso sí, es importante incluir a los inversionistas institucionales quienes si bien no generan directamente ahorro financiero, manejan una porción importante de los recursos que los hogares y empresas destinan a este tipo de ahorro ( y que no aparece registrado en el ahorro financiero de estos sectores).

### **Los inversionistas institucionales en las Cuentas Financieras**

El nivel de desagregación en la clasificación sectorial de las CF no permite analizar de manera muy precisa el comportamiento de las operaciones de los inversionistas institucionales. Estos se encuentran distribuidos en varios de los sectores considerados en las CF. En el Cuadro A.1 se destacan en letra itálica los diferentes inversionistas institucionales. El mayor problema se encuentra en la desagregación del rubro de “otros intermediarios financieros”, en donde se encuentran clasificados los fondos de inversión y los depósitos fiduciarios.

Para aproximarnos a una medición del monto de ahorro canalizado a través de los inversionistas institucionales, hasta 1989 consideramos los sectores de seguros y cajas de pensiones y cesantías y desde entonces los sectores de auxiliares de servicios financieros, las compañías de seguros y capitalización y los fondos de pensiones y cesantías. Es evidente que, por limitaciones de información, resulta inevitable no considerar explícitamente dos grandes inversionistas.

## Referencias

Banco Mundial (1994) Envejecimiento sin crisis.

Bernal, R. (1997) “El ahorro de los hogares: una revisión para el período 1970-1993”, *Coyuntura Económica*, marzo.

BID (1994) Sistemas de seguridad social en la región: problemas y alternativas de solución. Francisco Barreto de Oliveira (ed.).

BID (1996) Progreso Económico y Social en América Latina.

Cárdenas, M. y Escobar, A. (1997) “Determinantes del ahorro en Colombia: 1925-1994”, *Coyuntura Económica*, junio.

Castañeda, A. y Piraquive, G. (1997) “Determinantes del ahorro de los hogares: explicación de su caída en los noventa”, Departamento Nacional de Planeación, Archivos de Macroeconomía, no. 61.

Clavijo, S. (1992) “Permanent and transitory components of Colombia’s real GDP”, *Journal of Development Economics*, 38, pp. 371-382.

Echeverry, J.C. (1996) “Short run savings fluctuations and export shocks theory and evidence for Latin America”, Banco de la República, Serie Borradores Semanales de Economía.

Edwards, S. (1995) “Why are savings rates so different across countries? An international comparative analysis”, NBER Working Paper No. 5907.

Fasecolda (1997), “Perspectivas de la Industria Aseguradora, 1997-2010”, documento de trabajo, marzo.

Fedesarrollo (1998) Evaluación de la Reforma Pensional de 1993”, análisis coyuntural, *Coyuntura Social*, mayo.

Gaviria, A. (1993) “El ahorro privado y los términos de intercambio: el caso colombiano”, *Ensayos Sobre Política Económica*, no. 23.

Giedion U. y Wullner A. (1996) “La unidad de pago por capitación y el equilibrio financiero del sistema de salud”. Estudio elaborado por Fedesarrollo para el programa GEHOS.

IDB and the Institute of the Americas (1995) “Realizing the full potential of reform”. Second Hemispheric Conference on Social Security, Pension Reform and Capital Markets Development

ISS (1994) Serie Histórica de Estadísticas ISS.

Japelli, T. y M. Pagano (1994) "Savings, Growth and Liquidity Constraints", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, febrero.

King, R. y Levine, R. (1993) "Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 23, no. 3, pp. 513-542.

López, A. (1996) "Por qué cayó el ahorro en Colombia a comienzos de la década del noventa?", *Coyuntura Económica*, diciembre.

Lora, E. (1987) *Técnicas de Medición Económica: Metodología y Aplicaciones para Colombia*, Tercer Mundo y Fedesarrollo eds, Bogotá.

Lora E. y Helmsdorff L. (1995) "El Futuro de la Reforma Pensional". Fedesarrollo y ASOFONDOS.

Lora E. y Salazar N. (1996) "La demanda de activos de los inversionistas institucionales en Colombia". Fedesarrollo.

McKinnon, R.I. (1976) "Saving propensities and the Korean monetary reform", en R.I. McKinnon (ed.) *Money and finance in economic growth and development*, Marcel Dekker, NY.

Moore, B.J. (1986) "Inflation and financial deepening", *Journal of Development Economics*, 20, pp. 125-133.

Rojas J.F. (1997) "Evaluación de la Tasa Pura de Riesgo de Seguros Previsionales de Invalidez y Sobrevivencia". Informe preliminar realizado para FASECOLDA.

Rojas-Suárez, L. y Weisbrod, S. (1997) "Financial Markets and the Behavior of Private Savings in Latin America", Working Paper Series 340.

Salazar, N. y Zuluaga, S. (1998) *Perspectivas de la Industria Aseguradora*, Cuadernos Fedesarrollo No.3, Tercer Mundo y Fedesarrollo.

Sánchez, F, Murcia, G. y Oliva, C. (1996) "Auge y colapso del ahorro empresarial en Colombia: 1983-1994", Departamento Nacional de Planeación, Archivos de Macroeconomía, no. 44.

Terzi, A. (1986/7) "The independence of finance from saving: a flow-of-funds interpretation", *Journal of Post-Keynesian Economics*, 9(2): 188-97.

Villar, L. y S. Zuluaga (1999), "Fondos Potenciales de los Fondos Privados de Cesantías", *Banca y Finanzas*, abril-junio.