

**Palabras del Presidente de Asofondos, Santiago Montenegro en la  
clausura del Congreso “Multifondos, Ahorro Previsional Voluntario y  
Mercado de Capitales”**

**Hotel Hilton, Cartagena de Indias, 10 y 11 de abril de 2008**

Señor Presidente, Señores Parlamentarios:

Señor Presidente:

Realizamos este congreso internacional de “Multifondos, Ahorro Previsional Voluntario y Mercado de capitales” en un momento pocas veces visto en la historia del país en el último medio siglo. A pesar de que en el mundo desarrollado se vislumbran negros nubarrones económicos, y nuestro entorno inmediato da muestras de una hostilidad inverosímil contra nuestro país, desde hace décadas no se observaba en Colombia tan buenos resultados en prácticamente todos los frentes.

Cuando usted llegó a la presidencia de la república el siete de agosto de 2002:

- El déficit fiscal del sector público consolidado a agosto de ese año representaba un 4.2% del producto interno bruto; hoy se encuentra en 0.7%, la cifra más baja en los últimos 14 años.
- La deuda pública neta era un 48% del PIB; hoy se encuentre en un 28% del PIB.

- 158 municipios se encontraban sin presencia de la fuerza pública; hoy en día todos los municipios del país tienen presencia de la fuerza pública.
- El total de miembros de la Fuerzas Armadas y Policía era de 278 mil y esa cifra subió a 411 mil en los últimos cinco años.

Como consecuencia de estas políticas, de su decisión y liderazgo, señor Presidente:

- La tasa de homicidios bajó de niveles de 66 a 36 por 100 mil habitantes entre 2002 y 2007. Estos son los niveles más bajos desde mediados de los años ochenta.
- Los secuestros extorsivos se redujeron desde más de 1700 a 226 durante ese mismo período; esta es la tasa más baja en 20 años
- Como consecuencia de la mayor seguridad y del ajuste fiscal, retornó la confianza empresarial y la inversión total, pública y privada, que se situó en un magro 15% del PIB en 2002, subió a más del 27% del PIB en el año 2007. Este nivel de inversión no tiene registro en la historia de nuestra economía.
- Con la mayor inversión, el crecimiento de las exportaciones y el consumo, el ingreso per cápita, volvió a crecer a partir de 2002, en tanto que el PIB total ha crecido por encima del 7% en los dos últimos años, por encima del promedio histórico y del de la región. Este es el mayor crecimiento de la economía en los últimos 30 años.

- El desempleo promedio cayó desde niveles del 20% a comienzos de la década, a promedios anuales de un 12%. Son las cifras más bajas en 10 años.
- En el mismo periodo, la pobreza ha caído diez puntos porcentuales; y la pobreza extrema de un 22% a un 12%.
- La cobertura en seguro de salud se ha incrementado desde 24 millones de personas a 35 millones; y, si se tienen en cuenta los seguros parciales, a más de 38 millones de personas.
- Por primera vez en la historia, Colombia puede decir que muy pronto logrará la cobertura plena en educación básica, que involucra los niños y niñas desde los grados cero hasta el noveno.

Señor Presidente: por estos logros, por el incremento del bienestar y la seguridad de los colombianos; por un país al cual le renació la esperanza, a nombre de esta industria, y como colombianos, queremos expresarle nuestros agradecimientos y decirle que nos honra, usted, con su presencia en este Congreso.

Señor Presidente, señores ministros, señores miembros del Congreso: en su corta existencia, el régimen de ahorro individual ha sido muy benéfico para sus afiliados y para el país. Comenzando de cero, los fondos de pensiones obligatorias tienen ahora 7.9 millones de afiliados, de los cuales 4.4 son cotizantes activos, con ahorros que ascienden a \$52 billones de pesos. La rentabilidad histórica promedio real de los fondos de pensiones obligatorias se ha situado por encima del 10%, una cifra muy buena en Colombia y en

cualquier parte del mundo. Eso explica por qué, esos fondos, hoy valorados en \$51 billones, han producido rendimientos por \$25 billones de pesos.

También se ha expandido el ahorro voluntario. La ley 488 de 1998, al permitir los retiros para fines diferentes a pensión después de cinco años de exención tributaria, impulsó el ahorro voluntario a partir de ese año hasta alcanzar los 7 billones de pesos a diciembre de 2007.

Si tenemos en cuenta las pensiones obligatorias, los fondos voluntarios y las cesantías, el ahorro total asciende hoy a \$62 billones de pesos, un 18% del producto interno bruto. Pero más allá de estas cifras, el Régimen de Ahorro Individual ha sido crucial para elevar la eficiencia de la economía y aún de la política social. Los elevados estándares que exige la administración de los ahorros de los trabajadores ha inducido mejoras prácticas en el gobierno corporativo y la rendición de cuentas de las empresas emisoras de títulos; ha ayudado a profundizar y diversificar el mercado de capitales; ha inducido una verdadera revolución en los sistemas de información de la seguridad social.

Con usted como ponente en el Senado de la República, señor Presidente, el Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad fue creado por la ley 100 de 1993, se introdujo en 1994 y se convirtió en una alternativa al régimen de prima media. La prima media se había tornado inviable como solución al problema de los riesgos de vejez por diferentes motivos. En primer lugar, porque, como en el resto del mundo, nuestro país ya estaba experimentando una profunda transición demográfica con una población trabajadora soportando un creciente número de dependientes. Hace un siglo, la esperanza de vida al nacer de los colombianos no llegaba a los cuarenta años; a mediados

del siglo XX había subido apenas a 48 años, y hoy se encuentra en 72 años. Hace medio siglo, en promedio cada mujer colombiana tenía 6.7 hijos; hoy tan sólo tiene 2.5 y se pronostica que la tasa de fertilidad caiga a 2.0 niños por mujer hacia 2020. Como consecuencia, mientras hacia 1950 los mayores de 60 años representaban tan sólo un 10% de la población económicamente activa, hoy ya representan un 20% y hacia 2050 representarán un 40%.

Además, el sistema de prima media no tuvo la capacidad de mantener sus fondos de reservas, se tornó inviable financieramente porque los beneficios a los que daba derecho eran significativamente superiores en valor presente a los aportes de los afiliados. Y quizás su mayor deficiencia, este régimen produjo una gran inequidad: no sólo la cobertura para los colombianos mayores de 65 años era y es muy baja (alrededor de un 20%) sino que, como lo señala la Misión para la Erradicación de la Pobreza y Desigualdad, esa inequidad se manifiesta en que un 90% esos subsidios se han dirigido a una población que no es pobre.

En estas circunstancias, la Ley 100 de 1993 creó el régimen de ahorro individual. En el cual, el monto de la mesada pensional es proporcional al tamaño del capital acumulado durante la vida laboral de cada trabajador. Dicho capital depende fundamentalmente de cuatro condiciones. Primero, de la rentabilidad de los fondos en los cuales se invierten los ahorros de los trabajadores; segundo, de la duración de la vida laboral; tercero, de la densidad o continuidad de las cotizaciones del trabajador; y, en cuarto lugar, el monto de la cotización, que es una función del nivel salarial y de los parámetros que definen dicha cotización.

En este Congreso, hemos tratado principalmente con el tema de la rentabilidad de los fondos, que es también el corazón de la reforma de pensiones que va a presentar el gobierno al Congreso Nacional con el proyecto de la Reforma Financiera, al proponer la creación de los llamados multifondos. El objetivo de los multifondos es maximizar el capital acumulado de los trabajadores al momento de su jubilación. A diferencia de la situación actual, en la cual existe un solo tipo de fondo, el proyecto de ley de reforma financiera pretende introducir tres fondos que se deberán ajustar a los perfiles de riesgo de los trabajadores definido por sus edades. Los más jóvenes, aquellos que tienen por delante treinta y cinco o cuarenta años de vida laboral, están en capacidad de absorber más riesgo y, por lo tanto, la contraparte de ese riesgo que no es otra cosa que una mayor rentabilidad. Así, el fondo más agresivo podría contar hasta con un 70 por ciento en renta variable. Al otro extremo, los trabajadores que están próximos a jubilarse no podrán tener más de un 10 por ciento en renta variable y concentrarán el mayor porcentaje de sus ahorros en instrumentos con menor volatilidad en sus rendimientos.

Estos ajustes al régimen del ahorro individual son necesarios, a nuestro modo de ver hay que realizarlos, pero teniendo en cuenta varias consideraciones. En primer lugar con una gran campaña educativa para explicarle a los afiliados y a la opinión pública, sus beneficios y su funcionamiento. Aún con un solo fondo, como tenemos en la actualidad, es extremadamente complejo explicar, por ejemplo, por qué los rendimientos negativos que, en ciertos meses como los dos primeros de este año, muestran los fondos de pensiones obligatorios no son pérdidas definitivas de los ahorradores; que lo que verdaderamente interesa son los rendimientos de largo plazo de esos fondos que hoy valen \$52

billones de pesos y que han producido \$25 billones de pesos en los últimos diez años. Debemos tener la capacidad para explicarle a la opinión pública que en el largo plazo —y jamás nos olvidemos que estos pasivos son a muy largo plazo— la renta variable es la mejor inversión, que derrota por amplio margen a los CDTs, las cuentas de ahorros y, por supuesto, la tasa de inflación.

No faltan quienes piden que por ley o por decreto se obligue a que los rendimientos jamás puedan ser negativos, y por lo tanto su régimen de inversiones quede circunscrito a depósitos a la vista como cuentas de ahorro. En el hipotético caso que eso llegare a ocurrir, yo quiero decirles lo que sucedería. En primer lugar, ante la avalancha de recursos, los bancos y los emisores de estos papeles bajarían de inmediato sus tasas de interés de captación. En segundo lugar, por ser inferiores a la renta variable, las mesadas para los trabajadores serían inferiores en el momento de la jubilación ó quizás millones de trabajadores no alcanzarían el capital suficiente para enfrentar su etapa de retiro. Por eso, tienen razón los que dicen que el camino al infierno está empedrado de buenas intenciones.

Al implementarse los multifondos, también tenemos que recordar que el mercado de capitales está enfrentando un cambio estructural. Según cifras de la Superintendencia Financiera, hacia 1995 los portafolios de inversión de todos los actores de mercado de capitales —los portafolios de los bancos, las reservas de las compañías de seguros, los patrimonios de las compañías fiduciarias, los fondos de pensiones— apenas alcanzaban los \$8 billones de pesos. Hoy en día esa cifra se sitúa en unos \$175 billones de pesos, aproximadamente un 50% del PIB. Por la magnitud de esta cifra, muchos han

argumentado con razón que, quizás por primera vez en la historia, los problemas de inversión en infraestructura y en otras áreas en Colombia no son por falta de recursos.

Eso puede ser cierto, pero debemos tener en cuenta varias consideraciones. En primer lugar, aproximadamente la mitad de esos recursos están invertidos en instrumentos de renta fija y, en particular, en papeles de deuda pública. Esta dinámica no podrá continuar hacia el futuro porque, en buena medida, la concentración en renta fija fue consecuencia de su valoración como consecuencia de la caída en las tasas de inflación, que a comienzos de la década de los años noventa se situó encima del 30%, y hoy está alrededor del 5% anual. Por estas razones, ese proceso de valorización automático de los portafolios no va a continuar y, al no existir esa fuente de altos rendimientos financieros, todos los portafolios deberán buscar y encontrar otros lugares de destino. Además, al implementar un severo ajuste fiscal y manifestar acertadamente la voluntad de prolongarlo en el tiempo, las autoridades económicas, por su parte, han enviado la señal correcta de reducir su activismo emisor hacia el futuro. Y tienen toda la razón. Profundizando el ajuste fiscal y emitiendo menos TES, Colombia habrá dado el paso que falta para lograr el grado de inversión por parte de las calificadoras de riesgo, tal como lo acaba de lograr Perú por parte de Fitch.

En estas circunstancias, caben las preguntas: ¿Quiénes y qué sectores ofrecerán nuevas y seguras emisiones? ¿Está la institucionalidad del país lista para catalizar un proceso expedito que permita dirigir el ahorro nacional hacia inversiones con elevados y seguros rendimientos? No me cabe duda de que como respondamos en la práctica esas preguntas estaremos implícitamente

definiendo los montos de las pensiones de los trabajadores colombianos y, quizás también, la tasa de crecimiento de la economía para las décadas futuras. Después de todo, varios estudios han mostrado que los fondos de pensiones de Chile han sido responsables de dos puntos anuales del crecimiento de su economía en los últimos 20 años, el cual ha sido de un seis por ciento en promedio. Por el lado positivo, es interesante constatar la emergencia en nuestro país de varios fondos de capital privado que están elaborando proyectos de inversión y buscando las fuentes de recursos para implementarlos. Estamos ya pasando de la venta de activos ya existentes a la creación de nuevos activos productivos. Sería deseable que muy pronto comiencen a aparecer también fondos de capital de riesgo —el llamado “venture capital”— que es aquel que en otras latitudes han emergido en aquellos sectores donde se produce la mayor innovación.

Pese a estos signos positivos, muchas veces angustia constatar como cae simultáneamente la renta fija, por los aumentos en las tasas de interés; cae la bolsa, y caen también los rendimientos de las inversiones en dólares, como consecuencia de la apreciación de la tasa de cambio. ¿Tiene sentido que caigan todos los títulos y acciones en una economía que ha estado creciendo al 7% durante los dos últimos años? Por supuesto que no. Esa situación sólo está reflejando un mercado de capitales que se quedó estrecho frente al dinamismo y potencial de la economía colombiana. Naturalmente, mientras cae la bolsa existen numerosos sectores que no cotizan en ella y se están expandiendo a elevadas tasas. Quizás el caso más obvio, más visible, es el sector de la construcción, varios años creciendo a tasas elevadas y deberá continuar haciéndolo durante un período largo en el futuro. En momentos

como los actuales, este debería ser un refugio natural de los inversionistas institucionales. El problema es que, hasta el momento, el sector inmobiliario no ha sentido la necesidad de hacer ofertas públicas de acciones o de emitir bonos para financiarse. Estrictamente hablando, se han realizado titularizaciones de cartera hipotecaria y también se han titularizado flujos de arriendos sobre activos ya existentes. Los inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones, han participado en estas emisiones que, en el caso de las últimas, han ofrecido rentabilidades en un rango de 11% o 12%, muy atractivas en los momentos actuales. Infortunadamente, hasta ahora no han aparecido agentes, como fondos de capital privado, que titularicen todo el ciclo del producto, es decir que a las titularizaciones de flujos de arriendos le incorporen los márgenes de la construcción y ofrezcan al mercado títulos que, sin exagerar, podrían generar rendimientos del 15% o 16%. De existir, este tipo de títulos serían literalmente “rapados” por los inversionistas institucionales.

Con matices, una situación semejante podría ocurrir en el sector de la infraestructura. Los inversionistas institucionales, incluyendo los fondos de pensiones, han señalado su disposición para participar en el ciclo completo de esos proyectos —es decir proyectos que incorporen tanto la construcción como el ciclo de vida de esos activos— ya sea con deuda o con equity, o una combinación de las dos. Hasta el momento, han existido diversos obstáculos para la participación de los inversionistas institucionales en este tipo de proyectos que tanto necesita el país. Por el lado de la regulación, el esquema partió de un modelo de obra pública diseñado fundamentalmente para constructores. Aún cuando se comenzó a licitar entre privados, tanto la

construcción como los flujos de servicios de las carreteras y otros activos de infraestructura, durante mucho tiempo continuaron las viejas prácticas del modelo de obra pública que inhibieron la participación de inversionistas institucionales acostumbrados a enfrentar los riesgos puros de mercado, pero no los riesgos institucionales. Dichos riesgos tuvieron que ver con apertura de procesos licitatorios con estudios técnicos de factibilidad incompletos; con indefiniciones en el alcance de las obras; con nulas o débiles exigencias de capital real para participar en las licitaciones, entre otros. En estas circunstancias, los procesos licitatorios, no sólo ahuyentaron a muchos potenciales inversionistas nacionales y extranjeros, sino también han repercutido en demoras innecesarias en la construcción, y muchas veces larguísimos procesos judiciales. Queremos reconocerle al gobierno la decisión de modernizar el modelo licitatorio con la contratación del IFC, del Banco Mundial, para la estructuración de la Ruta del Sol.

Este nuevo modelo licitatorio deberá marcar un hito en la historia de la infraestructura en Colombia. Después de todo, en muchos sentidos, Colombia es un país que está por construirse. Nuestro atraso en obras de infraestructura es inmenso, como lo señalan las cifras del Foro Económico Mundial. Con ese nuevo modelo de licitación, se podrán financiar grandes obras de infraestructura con recursos domésticos que, además de incrementar la capacidad productiva de la economía para el mediano y largo plazo, mitigarán las presiones a la apreciación de la tasa de cambio real que causan las inversiones del exterior o los créditos de las entidades multilaterales.

Como mencioné anteriormente, el crecimiento de los portafolios de inversión ha sido enorme y van a continuar creciendo en el futuro. Tan sólo las

captaciones mensuales de los fondos de pensiones obligatorias ascienden a \$400 mil millones de pesos; y, si a las captaciones anuales se le suman los vencimientos de anteriores inversiones, se podría hablar de disponibilidades para inversión de \$6 billones anuales. Con todo respeto quiero hacer un jalón de orejas al mercado de capitales aquí presente. No se observa la dinámica suficiente, no sólo para estructurar proyectos, sino también para crear los instrumentos financieros, títulos, acciones o bonos que puedan satisfacer las crecientes necesidades de los inversionistas institucionales. Además de los sectores de la construcción, inmobiliario, infraestructura —ya mencionados— sorprende a veces la lentitud en la presentación de propuestas en sectores que, sin duda, tendrán un dinamismo enorme en los mercados mundiales en las próximas décadas. Colombia tiene enormes posibilidades en muchos cultivos de tardío rendimiento, en minerales, en procesos de agregación de valor en estos sectores, en exportación de servicios de entretenimiento, servicios médicos y odontológicos, sectores creativos y diseño, entre otros. Todos ellos son subyacentes potenciales atractivos para los inversionistas institucionales.

El Ministerio de Hacienda y la Superintendencia Financiera, por su parte, deberán también hacer un esfuerzo importante para flexibilizar las políticas y la regulación y ayudar, así a catalizar estas transformaciones. En particular, la política de valoración deberá adaptarse para permitir la inversión en proyectos, por ejemplo, de infraestructura o en cultivos de tardío rendimiento, los cuales no generarán rendimientos durante algunos años y además serán de bursatilidad nula.

Señor Presidente, señores parlamentarios:

La introducción de los Multifondos y la respuesta pronta de los actores económicos a los cambios estructurales de la economía redundarán en mayores rendimientos para los ahorradores y, por lo tanto, mayores pensiones para millones de colombianos. Pero aún con este desarrollo la tarea no estará completa. Vemos con preocupación cómo de los 7.9 millones de afiliados sólo 4.4 millones son cotizantes activos. Igualmente, miramos con inquietud cómo millones de colombianos no están cotizando ni al régimen de ahorro individual, ni al de la prima media. Esta realidad escapa a las decisiones que puede tomar la industria del ahorro individual y tiene que ver con los elevados niveles de informalidad, la cual, según el Banco Mundial alcanza un 42% del total de la economía.

Así, Colombia deberá realizar un enorme esfuerzo para disminuir drásticamente la informalidad. Por supuesto, se ha dado un paso muy importante con la economía creciendo a un 7% durante los dos últimos años, tasa que es aún superior a la meta de la Visión Colombia Segundo Centenario, la cual se situaba en un 6% anual. Si logramos mantener una tasa de crecimiento de un 6% o más, en forma sostenida durante los próximos 15 años, habremos dado un paso decisivo para crear empleos formales de alta remuneración. Pero me temo que el mayor crecimiento es una condición necesaria más no suficiente para disminuir la informalidad. Necesitamos, además, una batería de medidas microeconómicas, de incentivos positivos y negativos para inducir a los empresarios a contratar nuevos trabajadores y para incentivar a los desempleados y a los vinculados a actividades informales a vincularse a las actividades formales.

Hay que enfatizar que, a nivel micro, también ya se han tomado medidas importantes, como los avances del SISPRO —el Sistema Integral de Información de la Protección Social— con la Planilla Integrada de Liquidación de Aportes, PILA, el Registro único de Afiliados, RUAF, entre otros. Con estas bases de datos se está realizando un gran esfuerzo cruzando información para evitar la evasión y la elusión de las contribuciones a la seguridad social y los parafiscales. Pero me temo que vamos a necesitar varias medidas micro adicionales. Este es un tema extremadamente complejo cuya solución no la vamos a lograr en el día de hoy, pues requiere un esfuerzo conjunto del Gobierno, el Congreso, el sector privado, las organizaciones laborales, la academia, las entidades multilaterales.

En este sentido, muy respetuosamente, Señor Presidente, quiero a nombre de esta industria proponerle la creación de una Comisión para la Formalización del Mercado Laboral, la cual en un plazo de seis a ocho meses, después de constituida, debería presentar un conjunto de propuestas prácticas para tomar acciones decisivas para que millones de colombianos se involucren a la economía formal y puedan gozar de los beneficios de la seguridad social y, así, enfrentar los riesgos de enfermedad, desempleo y vejez.

Señor Presidente, señores miembros del gobierno, señores parlamentarios, señoras y señores:

Durante dos días hemos discutido las experiencias de varios países que tienen el régimen de ahorro individual. Expertos de diferentes países nos han ilustrado sobre los retos y las dificultades prácticas de implementar los multifondos en nuestro país. Hemos concluido que este esquema representará

un paso importante para consolidar el sistema de ahorro individual en pensiones porque tiene como objetivo aumentar el capital de los trabajadores al momento de la jubilación. Hemos planteado que este objetivo — que es el objetivo central de este régimen — es consistente y consecuente con un mercado de capitales más profundo y un país que necesita mejorar significativamente su infraestructura y con el desarrollo de sectores productivos viejos y nuevos con un enorme potencial en los mercados internacionales.

Y, finalmente, hemos visto la imperiosa necesidad de incrementar la formalidad de la economía para que millones de colombianos tengan acceso a empleos estables, bien remunerados y a la seguridad social.

Todos estos son retos a los que debemos responder conjuntamente. De parte de la industria del ahorro individual, quiero reiterar nuestra voluntad para trabajar con el Gobierno, el Congreso, el sector privado, para responder a estos retos cuyo objetivo final es y será siempre lograr las mejores mesadas pensionales para los trabajadores colombianos.

MUCHAS GRACIAS.