



# ¿En qué se invierten los ahorros pensionales en Colombia?

*El presente documento tiene por objeto la evolución de las inversiones realizadas con el ahorro pensional de los trabajadores colombianos.*

**Mario Cruz**

Director Cámara de Seguridad Social, Vida y Personas

El ahorro pensional es el fruto de más de 28 años de aportes realizados por 17,5 millones de afiliados el Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad (RAIS). Al corte de diciembre de 2021, su monto bordeaba los 360 billones de pesos, lo que equivale al 30% del producto interno bruto.

Para la elaboración del análisis se revisó la evolución de las inversiones en el periodo que va de 2011 a 2021, después de la aparición de los esquemas multifondos<sup>1</sup>. El periodo se ha escogido por razones de conveniencia y de fondo; las primeras tienen que ver con la dificultad contable que surge al comparar el periodo anterior a los multifondos con el que vino después, esto supone hacer imputaciones arbitrarias, suprimir cuentas contables y englobar otras, lo que oscurece los resultados y resta solidez a los hallazgos.

En cuanto a las razones de fondo, estas tienen que ver con el cambio estructural que supuso pasar de un fondo de inversión estándar para todos los afiliados a cuatro (4) fondos ajustados por perfil de riesgo, preferencias y edad de los afiliados<sup>2</sup>. El cambio regulatorio al Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF) supuso una novedad en el régimen de inversiones de las administradoras de fondos de pensiones y de cesantías (AFP).

En este sentido, el Decreto 2555 de 2010 reglamentó un nuevo régimen de inversión de los fondos de pensiones obligatorias y cesantías<sup>3</sup>; allí se determinan las características de las inversiones por tipo de fondo, las inversiones admisibles (tanto nacionales como externas), las calificaciones para estas, los límites de inversión en títulos y/o valores participativos por tipo de fondo, los límites de concentración por emisor y de propiedad accionaria, entre otros.

La regulación no solo determina el tipo de inversiones que se pueden realizar, sino que contiene un conjunto de reglas para limitar la exposición de las AFP al riesgo; por ejemplo, solo pueden invertir en títulos emitidos en el exterior cuando estos tengan una determinada calificación o invertir hasta en un 10% de la propiedad accionaria de una compañía en particular. También establece, que las inversiones en títulos de deuda pública no pueden exceder el 50% del valor de los cuatro fondos. Se trata de una regulación compleja y rígida que deja poca discrecionalidad a las administradoras.

A los cambios en el régimen de inversiones se sumó la expedición de dos decretos en los años 2010 y 2018, que modificaron los criterios de afiliación a cada fondo. Las normas buscaban una mayor correspondencia entre los riesgos financieros asumidos y la edad de las personas; de esta manera, quienes estaban cerca a su edad de pensión fueron trasladadas al régimen de inversión conservador y los nuevos afiliados y la población joven al fondo de mayor riesgo.

El resultado de estos cambios normativos, así como el hecho de pensionar a un número mayor de personas con el paso de los años, reconfiguraron el escenario de inversiones realizadas por las AFP. Como se verá más adelante, algunos fondos ganaron participación, mientras otros la perdieron, al tiempo que se dio un cambio en la naturaleza de las inversiones realizadas.

La información tomada para este artículo proviene de la página web de la Superintendencia Financiera de Colombia, en particular, del capítulo dedicado a los fondos de pensiones obligatorias en su aparte de portafolios de inversión, tanto consolidados como detallados; se trata de información de uso público.

---

1. El esquema multifondos se adoptó en Colombia en el año 2009, con la Ley 1328 de 2009; se puso en marcha en marzo de 2011.  
 2. Son cuatro fondos existentes en Colombia: moderado, conservador, mayor riesgo y retiro programado.  
 3. Título 12 del Decreto 2555 de 2010.

## Valor de los fondos

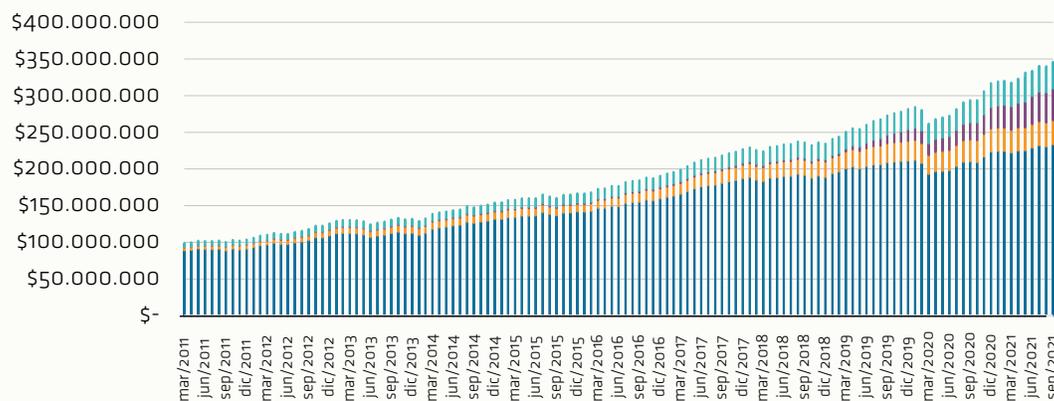
Después de 28 años de adoptado el Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad, el monto acumulado por los trabajadores colombianos asciende a 358 billones de pesos al corte de diciembre de 2021.<sup>4</sup> Durante la última década, el valor del ahorro se ha multiplicado 3,6 veces; ajustado por inflación, el crecimiento real ha sido cercano al 215%.

El gráfico 1 ilustra la evolución del ahorro total y por tipo de fondo. Para el año 2011, un 90% de los ahorros estaba en el fondo moderado, el restante 10% se distribuía entre los fondos de retiro programado y conservador. Para finales de 2021 la participación del fondo moderado había caído a un 67%, mientras que los fondos restantes habían ascendido a un 33%. El crecimiento fue notorio en el fondo de mayor riesgo y en el de retiro programado, que representan un 13% y un 11% de los recursos en la actualidad.<sup>5</sup>



**Gráfico 1:**  
**Valor fondos obligatorios de pensiones (en millones de pesos corrientes)**

- Moderado
- Conservador
- Mayor Riesgo
- Especial Retiro Programado

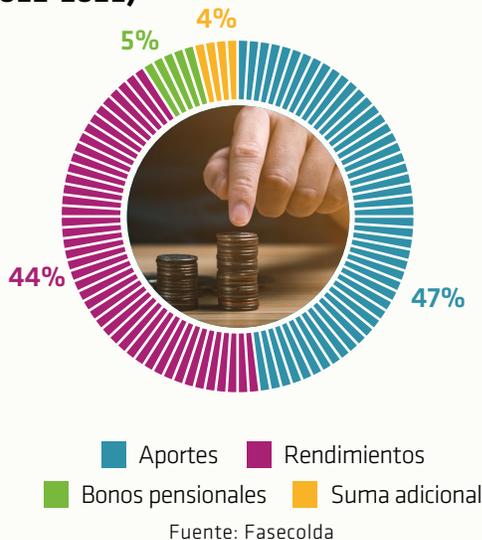


4. No se incluyen los recursos de cesantías ni de pensiones obligatorias.  
 5. A propósito del fondo de mayor riesgo, su crecimiento ha sido acelerado desde el año 2018, después de que se expidió el Decreto 0959 de 2018 que incluye por defecto a los nuevos afiliados y a la población joven a este fondo.

Los recursos que acrecentaron estos fondos fueron 174,4 billones de pesos corrientes por aportes parafiscales de los trabajadores, 160,1 billones de rendimientos financieros, 19,6 billones de bonos pensionales y 13,6 billones por sumas adicionales del seguro previsional.

El total de ingresos ascendió a 367,8 billones, lo que equivale a 3,2 billones mensuales para todo el periodo. Si a estos ingresos se deducen los gastos por traslados a Colpensiones, seguro previsional, comisiones, mesadas y devoluciones de saldos, llegamos al saldo actual<sup>6</sup>. El gráfico 2 ilustra la composición de los ingresos.

**Gráfico 2:**  
**Participación por fuente de ingreso del RAIS (2012-2021)**



## Evolución de las inversiones

El uso dado al ahorro pensional en Colombia durante la última década ha variado de manera considerable. Cinco son los mayores cambios que se evidencian:

1. Inversiones nacionales han perdido participación frente a extranjeras. Durante los años 2014 y 2015 se profundizó el fenómeno, debido a la depreciación del peso colombiano. La variación ha sido intensa en el fondo de mayor riesgo y en el moderado; en el fondo conservador y en el de retiro programado ha sido modesta.
2. Se ha pasado de inversiones tradicionales a no tradicionales. Renta fija, acciones y títulos participativos locales han sido reemplazados por fondos de inversión colectivos, índices accionarios, productos estructurados y fondos de capital en el exterior.
3. Mayor diversificación geográfica en busca de mejores retornos (Estados Unidos, Unión Europea, Australia, México, Japón, Canadá, Brasil, etc.)
4. Mayor participación en actividades reales (fondos de capital privado, inmobiliarios, infraestructura, APP).
5. Mayor participación en negocios de naturaleza privada; las inversiones en papeles soberanos y deuda pública han perdido terreno.

La lámina 1 ilustra el cambio en la composición de la inversión nacional y extranjera, por tipo fondo. En el fondo de mayor riesgo la participación extranjera pasó de un 27% a un 67% del total de recursos, mientras que en el fondo moderado pasó de un 14% a un 55%; casi un 40% de incremento en los últimos diez años.

En la misma dirección, pero a un ritmo muy distinto, se ha dado la transición en los del fondo conservador y en el de retiro programado; allí las participaciones pasaron del 9% a cerca de un 19% en el periodo de estudio. Hoy en día, cerca de 176 billones de los ahorros pensionales de los colombianos se encuentran invertidos en el exterior.

6. Las finanzas del Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad. Mario Fernando Cruz Vargas (2021)

**12 activos**  
con certificación  
LEED

Diagnóstico de  
eficiencia  
del **37%** del  
área arrendable  
del portafolio

**3,599 paneles  
solares** en  
**10 activos**  
en 2022

Medición de  
huella de carbono  
del **14%** del área  
arrendable  
del portafolio

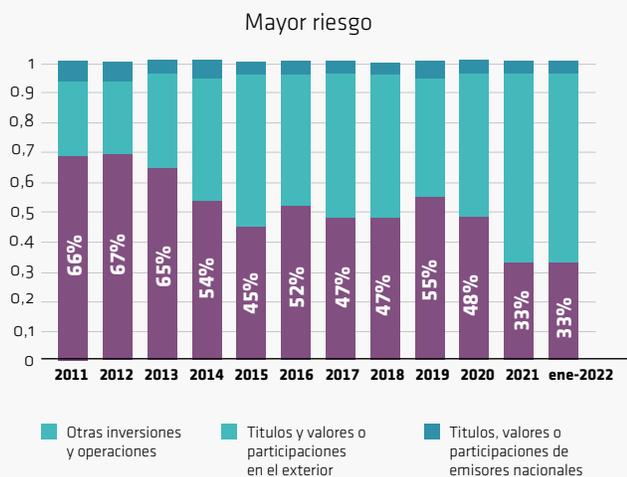
**COMPROMETIDOS  
CON LA  
SOSTENIBILIDAD  
Y LA INVERSIÓN  
RESPONSABLE**



**Pei Asset Management** ha estructurado un modelo corporativo de sostenibilidad que recoge seis (6) asuntos materiales, sobre los cuales la compañía fijará metas y aspiraciones de largo plazo para incorporar los asuntos ASG en la gestión de los vehículos que administra.



### Lámina 1: Inversión nacional y extranjera



Fuente: Fasecolda,

La mayor participación en activos externos ha representado un cambio en las políticas de cobertura cambiaria adoptada por las AFP. Al ser mayor la exposición al riesgo de tipo tasa de cambio, las administradoras han debido suscribir este tipo de productos, que limitan las pérdidas en caso de movimientos bruscos en para inversiones externas expresadas en dólares y en pesos colombianos.

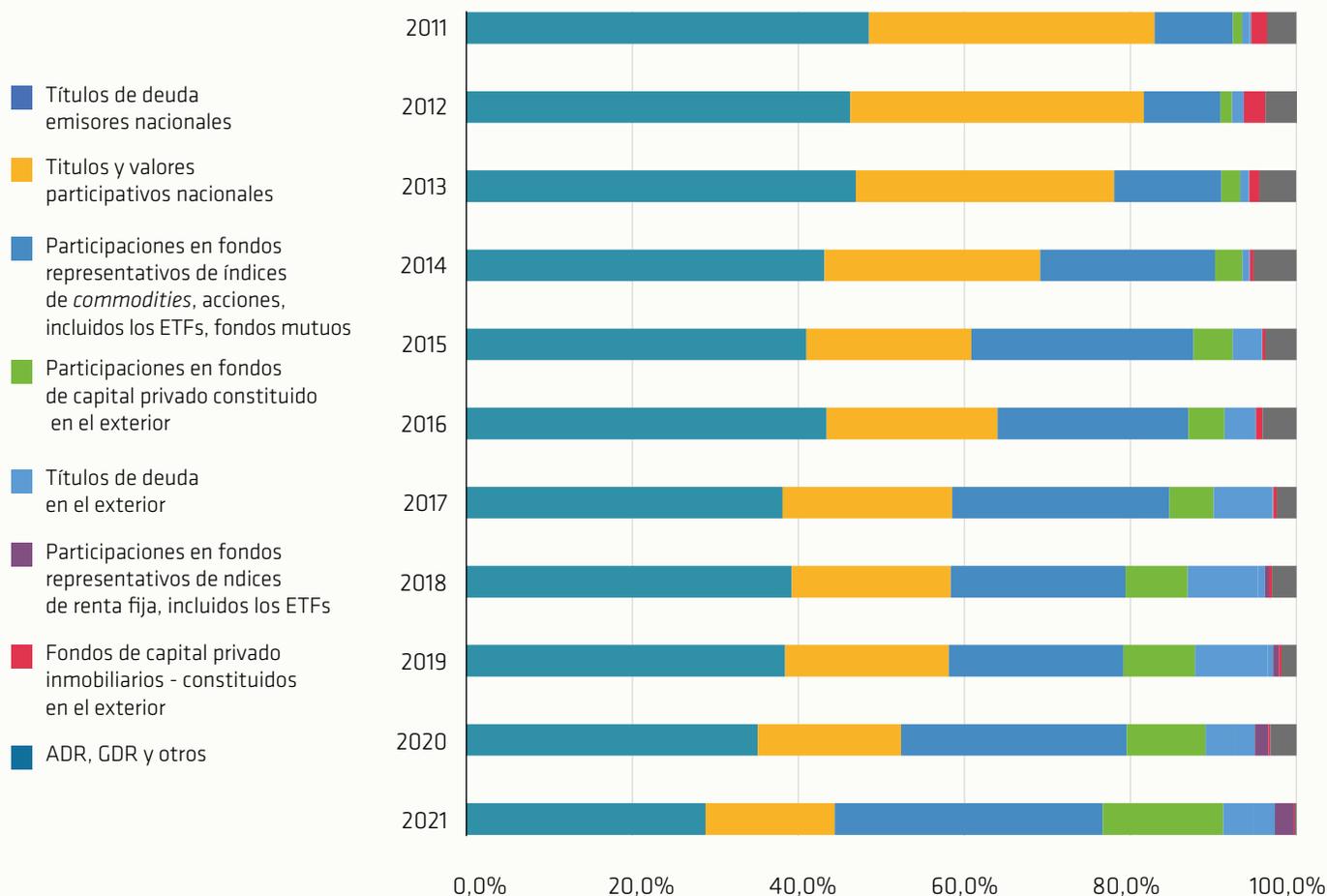
En relación con los tipos de inversión, los cambios son significativos. Miremos el caso del fondo moderado, que representa el 67% del ahorro pensional del país; el gráfico 3 ilustra el fenómeno. Allí se advierte una transición paulatina entre inversiones tradicionales (TES, bonos corporativos, CDT, acciones de alta y mediana liquidez, carteras colectivas y titularizaciones) por otros tipos de inversión que se podrían denominar no tradicionales.<sup>7</sup>

7. También llamadas inversiones estructuradas.

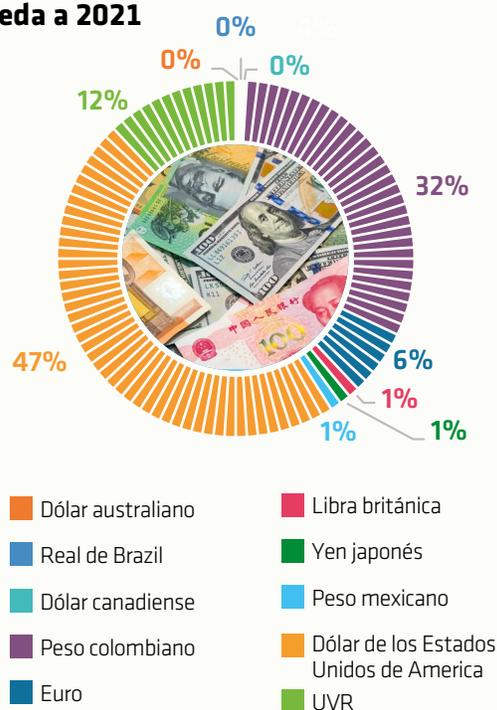
➔ Después de 28 años del RAIS, el monto acumulado por los trabajadores colombianos asciende a \$358 billones al corte de diciembre de 2021.

En las inversiones no tradicionales aparecen los siguientes tipos: participaciones en fondos representativos de índices de *commodities*, acciones, -entre las que se incluyen los fondos cotizados en bolsa, más conocidos como EFT, por su sigla en inglés-, participaciones en fondos representativos de precios de las materias primas (*commodities*) y fondos mutuos o de inversión internacionales (*mutual funds*), participaciones en fondos de capital privado constituidos en el exterior, en fondos representativos de índices de renta fija, incluidos los ETF, y en fondos mutuos o de inversión internacionales. (También se

**Gráfico 3: Composición de inversiones fondo moderado**



Fuente: Fasecolda,

**Gráfico 4: Inversiones por tipo de moneda a 2021**

Fuente: Fasecolda,

encuentran fondos de capital privado inmobiliarios constituidos en el exterior, así como ADR y GDR.<sup>8</sup>

El detalle de cada una de las inversiones se puede encontrar en la página web de la SFC.<sup>9</sup> Al corte de diciembre de 2021 había cerca de 19.700 registros, por lo que hacer un barrido pormenorizado es una labor dispendiosa. En el registro se encuentra el nombre de la AFP, el tipo de fondo (moderado, conservador, mayor riesgo, retiro programado), el emisor, la clase de inversión, el tipo de moneda, el valor nominal y el valor de mercado de las inversiones, entre otros.

El cambio en la composición de los portafolios puede estar motivado por distintos factores, unos coyunturales y otros de largo plazo. Entre los primeros se encuentran el desempeño agregado de la economía, la evolución de la tasa de cambio, tasas de interés, inflación y decisiones de política monetaria y fiscal. Los factores de largo plazo pueden estar dados por la baja profundidad del mercado de capitales local y el agotamiento de inversiones y proyectos con rentabilidades atractivas.

Por tipo de moneda, las inversiones se realizan mayoritariamente en pesos colombianos y UVR.<sup>10</sup> Casi la mitad de las inversiones están denominadas en pesos colombianos, con y sin cobertura de inflación. Otro 42% se denomina en dólares de los Estados Unidos y un 6,0% en euros. Existen inversiones menores en otros países y activos, como se ilustra en el gráfico 4.

## Conclusiones

En los últimos diez años la inversión de los ahorros pensionales ha variado de manera significativa, de productos financieros sencillos a otros más complejos, de inversiones locales a internacionales, de inversiones financieras a otras reales, y de títulos de naturaleza pública a otros de naturaleza privada; todo en busca de una mayor rentabilidad para los afiliados.

Estos cambios representan, una mayor diversificación de los portafolios y de los riesgos administrados por las AFP, lo que mejora la eficiencia en la administración de los recursos y en el balance del riesgo de rentabilidad; al mismo tiempo, supone una mayor responsabilidad para las AFP, en términos de gobierno corporativo y transparencia. 

8. La sigla ADR (American Depositary Receipt) se refiere a un certificado negociable emitido por un banco depositario de EE. UU. que representa un número específico de acciones, generalmente una acción de una empresa extranjera. La sigla GDR corresponde a Global Depositary Receipt, un certificado similar al ADR, pero que se emite en más de un país.

9. Formato 351. Composición del portafolio de inversiones.

10. La unidad de valor real (UVR) es una unidad de cuenta que refleja el poder adquisitivo de la moneda diariamente, con base en la variación del índice de precios al consumidor (IPC)



AXA COLPATRIA

Medicina Prepagada  
Seguros  
ARL

# La tranquilidad de tu familia, lo más importante

Protección, salud y ahorro  
en un solo lugar.

Cra. 7 No. 24 - 89 Bogotá • Teléfono: (60-1) 423 57 57

Resto del país: 01 8000 512 620 • #247

AXA COLPATRIA Seguros S.A.  
AXA COLPATRIA Seguros de Vida S.A.  
AXA COLPATRIA Medicina Prepagada S.A.

[www.axacolpatria.co](http://www.axacolpatria.co)



AXA COLPATRIA

VIGILADO SuperSalud

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA