

# Capitalización: Instrumento para incrementar el ahorro en Colombia

*Una de las grandes preguntas que se formulan los economistas hace referencia a por qué algunos países son más ricos que otros y, una de las respuestas más coincidentes ante este interrogante tiene que ver con el ahorro.*

Por:

**Jimmy Martínez**

Asesor Externo  
FASECOLDA

## **La importancia del ahorro en el crecimiento**

Existe una amplia literatura sobre el efecto del ahorro sobre el ingreso de los países. Tal vez el conocimiento más reconocido de ellos es el de 'Solow'(1956). Dicho modelo explica las diferencias del ingreso entre países mediante el ahorro (países con mayores tasas de ahorro terminan con un mayor nivel de ingreso por habitante en el largo plazo).

Este modelo supone economías cerradas al comercio internacional, por lo cual pierde relevancia en el contexto globalizado actual, dado que el ahorro externo puede sustituir el ahorro interno. Ésto significa que un país puede crecer aún con tasas de ahorro

bajas, si es lo suficientemente atractivo para el ahorro externo (o inversión extranjera).

Sin embargo, Aghion et.al. (2006) desarrollaron un modelo y encontraron evidencia empírica sobre la importancia del ahorro interno para el desarrollo de los países aún dentro de un contexto globalizado. El principal argumento de los autores es que en los países pobres y, no en los ricos, el ahorro interno sirve como garantía a la inversión extranjera (ahorro externo), lo que a su vez estimula el cambio tecnológico y, permite que dichos países reduzcan su diferencia de ingreso. Ésto es posible gracias a que los bancos locales de los países pobres pueden financiar una mayor parte de la inversión necesaria para llevar a cabo los proyectos en comparación con los inversionistas extranjeros.

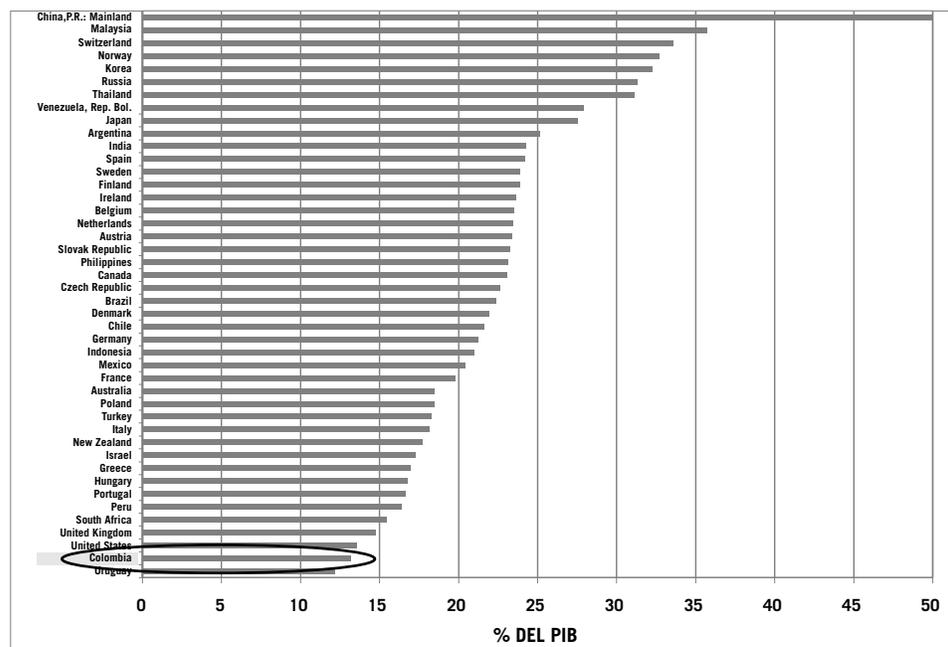
Lo anterior envía señales de confianza a los inversionistas ya que significa que el ahorro de los nacionales está comprometido en el proyecto, lo que a su vez garantiza mayores posibilidades de éxito. Por tanto, los inversionistas se sentirán más confiados para invertir, por ende, llevarán más y mejor tecnología al país.

Sin ahorro interno, señalan los autores, habría sido difícil para los países del Este Asiático atraer la Inversión Extranjera Directa (IED), la cual influyó significativamente en su crecimiento. Adicionalmente, la IED permitió que estos países mejoraran sus esquemas de producción al introducir nuevas tecnologías, lo que redujo la diferencia en ingreso con respecto a países ricos.

Por el contrario, América Latina tuvo un crecimiento bastante inferior al de los países asiáticos, aún a pesar de haber llevado a cabo buena parte de las reformas del Consenso de Washington.

Según Aghion et. al (2006), la fuente de la diferencia difícilmente es el marco institucional de cada región, por lo tanto, la tasa de ahorro es un buen candidato para explicar la gran divergencia entre las dos regiones. De hecho entre 1960 y 2000 la tasa de ahorro promedio de los países asiáticos fue de 25% mientras la de Latinoamérica fue de tan solo el 14%<sup>1</sup>. Dada la importancia del ahorro en el crecimiento, vale la pena observar cómo se compara el nivel de ahorro en Colombia con otros países. Bulir y Swiston (2006) construyeron una base de datos de ahorro privado comparable para una muestra de 44 países. En dicha comparación, Colombia es el penúltimo país de la muestra en cuanto a nivel de ahorro (13% del PIB<sup>2</sup>), superando solamente a Uruguay. No obstante, se debe resaltar que el ahorro ha aumentado significativamente en los últimos tres años<sup>3</sup>. China es el país que más ahorra pues su tasa de ahorro es cerca del 50% del PIB. Colombia es el penúltimo país de la muestra en cuanto a nivel de ahorro (13% del PIB)<sup>4</sup>, superando solamente a Uruguay.

» Colombia es el penúltimo país de la muestra en cuanto a nivel de ahorro (13% del PIB), superando solamente a Uruguay.



1 Aghion et. al. (2006).

2 Bulir y Swiston (2006) construyeron una base de datos de ahorro e inversión que les permite la comparación entre los países de la muestra. Por tanto, la medición de ahorro privado de Colombia puede ser diferente, en nivel, a la de otras fuentes en la medida que se use una metodología de cálculo diferente para medir el ahorro. No obstante, las tendencias deben ser las mismas.

3 Desafortunadamente, la base de datos no se encuentra actualizada por lo que no se puede hacer un seguimiento de la mejoría de Colombia en los últimos años.

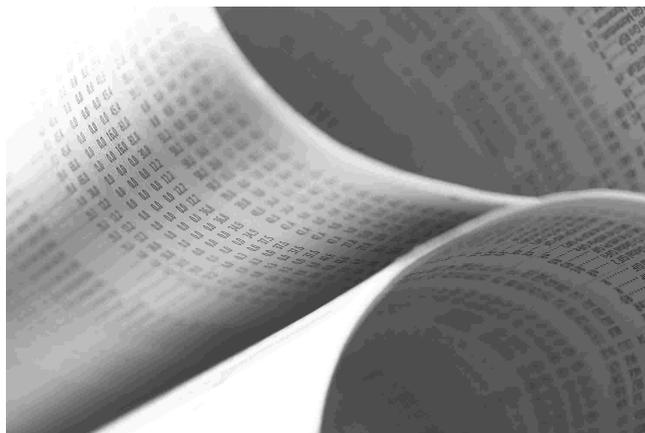
4 Bulir y Swiston (2006) construyeron una base de datos de ahorro e inversión que les permite la comparación entre los países de la muestra. Por tanto, la medición de ahorro privado de Colombia puede ser diferente, en nivel, a la de otras fuentes en la medida que se use una metodología de cálculo diferente para medir el ahorro. No obstante, las tendencias deben ser las mismas.

Existe una gran cantidad de artículos académicos que han tratado de encontrar los determinantes que explican las diferencias en el ahorro agregado de las economías<sup>5</sup>. Los resultados muestran que el crecimiento y el nivel del ingreso por individuo, el ciclo de vida de las personas<sup>6</sup>, el desarrollo de los mercados de capitales y la tasa de interés son variables que pueden determinar el ahorro, entre otras. En algunos de ellos existe consenso tanto teórico como empírico sobre el efecto que tienen en el ahorro, principalmente, en los factores estructurales como son el ingreso, su crecimiento y su distribución, así como el ciclo de vida de las personas ; sin embargo en otros, como la tasa de interés, no existe consenso todavía.

También, existe otra línea de literatura que trata de encontrar los determinantes del ahorro a nivel micro-económico, es decir, a nivel de hogares. Ejemplo de lo anterior es un reciente estudio de Melo et. al (2006) para el caso colombiano. Una de las principales conclusiones, que respalda los estudios sobre ahorro agregado, es que el nivel de ingreso es un determinante de las tasas de ahorro; es decir, que en la medida que los hogares tienen mayores ingresos tienen mayor capacidad de ahorro.

Lo anterior implicaría un círculo vicioso para hogares de bajos ingresos, y en general para países de bajos ingresos, pues dado que su nivel de ingreso no les permite ahorrar no pueden hacer inversiones más rentables que les permitan en el futuro aumentar su ingreso y por tanto su consumo.

La pregunta es: ¿Cómo superar esta barrera del ingreso para aumentar las tasas de ahorro de los hogares pobres con el objetivo de aumentar el ahorro agregado de un país? Las microfinanzas pueden ofrecer una alternativa más que modesta.



### La Capitalización como micro-ahorro<sup>7</sup>

La revolución de las microfinanzas se encuentra contextualizada dentro de la nueva tendencia en el mundo de ofrecer bienes y servicios a personas de bajos ingresos<sup>8</sup>. Lo que han demostrado diversas experiencias internacionales, en países como India, Bangladesh y Brasil es que es posible ofrecer bienes y servicios ajustados a la capacidad de pago de la población, como en el caso de las microfinanzas y el microseguro<sup>9</sup>.

Dichas experiencias también han evidenciado que un factor muy importante para que las microfinanzas funcionen es que el monto de la transacción y el costo que implican los bienes y servicios deben ser bajos, lo que garantiza que los productos sean accesibles para los hogares y rentables para las firmas. Por ejemplo, en Colombia se pueden encontrar microseguros que se ofrecen a personas de bajos ingresos a cambio de una prima inferior a un dólar<sup>10</sup>.

Dentro de este contexto, la capitalización se puede entender como un producto de micro-ahorro. Los títulos de capitalización son programas de ahorro

5 Ver Edwards (1995), Misas y Posada(1997), IMF (2005) y Callen y Thimann (1997) para ver algunos ejemplos sobre esta discusión empírica.

6 El ciclo de vida es una hipótesis en la literatura económica que predice que las personas ahorran durante su etapa productiva para financiar el consumo durante su etapa de retiro.

7 Agradezco las conversaciones con Fernando Quintero, Presidente de seguros Colpatría, y su staff con quien discutí parte de las conclusiones de este documento. También atribuyo la autoría del concepto de la capitalización como micro-ahorro a Fernando Quintero a quien se lo escuché por primera vez en el foro de Microseguros de Brasil realizado en Rio de Janeiro entre el 7 y 8 de Mayo de 2007.

que se contratan con una compañía de capitalización, donde los ahorradores se encuentran obligados a ahorrar mensualmente una cantidad determinada (cuota) durante un tiempo estipulado. En caso de no cumplir con el contrato estipulado en cuanto al retiro de los aportes se le devuelve el monto acumulado menos una penalidad. Si éste mantuvo su ahorro hasta el plazo inicialmente pactado se le entrega el monto total de los ahorros y la posibilidad de participar en sorteos mensuales que se realizan entre los tenedores de los títulos de capitalización.

La capitalización es un vehículo de ahorro que ofrece flexibilidad en el monto a ahorrar para las personas de bajos ingresos, dado que su capacidad de ahorro mensual es baja.

Cabe resaltar que las personas de bajos ingresos enfrentan barreras para acceder a otras oportunidades de inversión más rentables como acciones de empresas del sector real, ya que los montos mínimos de inversión son muy altos, además de contar con un conocimiento financiero más exigente. Para hogares de ingresos más altos, la capitalización también puede ser una opción de ahorro, no obstante, que este producto, en estos estratos, entra a competir con opciones de inversión potencialmente más rentables pero con mayor incertidumbre.

Existen detractores de la capitalización que argumentan que el retorno de dicha inversión suele ser inferior a otras opciones de ahorro. Sin embargo, se debe tener en cuenta que las personas de bajos ingresos son más adversas al riesgo que las de altos ingresos, por lo cual están dispuestas a aceptar una tasa de retorno más baja en sus inversiones pero a cambio de una mayor seguridad en los activos<sup>11</sup>.

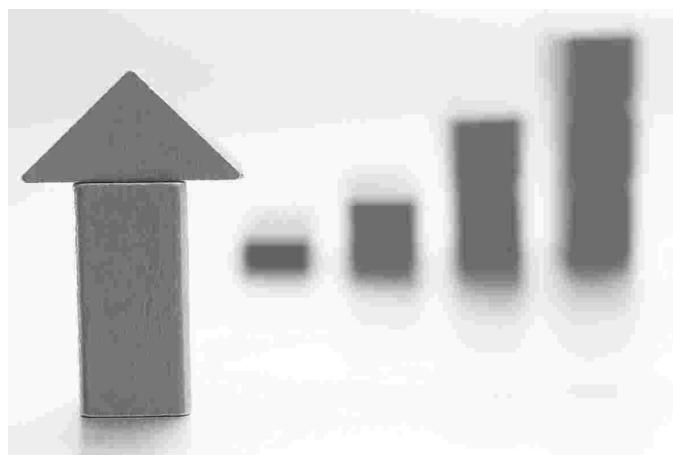
Si bien se pueden conseguir en el mercado opciones de inversión seguras con mayores retornos, es bastante probable que el monto mínimo de inversión sea muy alto para las personas de bajos ingresos.

En el reciente Proyecto de Reforma Financiera se permite que, además de las compañías de capitalización, los bancos también puedan hacer actividades de capitalización dentro de la institución, lo que sugiere que la capitalización ofrece unos beneficios adicionales que no sólo tienen relación con la tasa de retorno.

### Los beneficios de la capitalización

Los economistas han estudiado cómo las personas deciden su nivel de consumo en cada momento del tiempo, y por tanto su nivel de ahorro. Una de las principales teorías que tratan de explicar los patrones de consumo de los hogares es la Hipótesis del Ciclo de Vida (HCV)<sup>12</sup>.

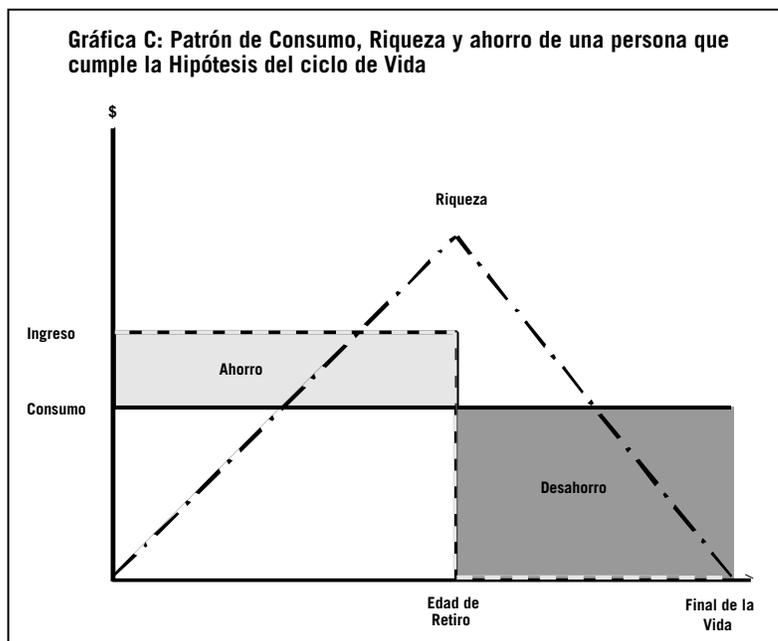
LA HCV sugiere que las personas ahorran para acumular riqueza durante su etapa laboral para



8 Prahalad (2005)

9 González, et. al (2007)

10 Ibid.



» La capitalización es el mecanismo que le permite a los hogares alcanzar un nivel mínimo de riqueza para acceder a los instrumentos de ahorro.

luego desahorrar, consumiendo la riqueza acumulada durante su retiro o etapa no productiva. Ésto les permite a los individuos suavizar su consumo en el tiempo, es decir, que pueden tener el mismo consumo o estándar de vida, inclusive durante la etapa de retiro<sup>13</sup>.

El gráfico c ejemplifica los patrones de consumo (línea azul) de una persona que durante su etapa productiva consume menos que su ingreso (línea roja punteada) con el objetivo de ahorrar (área verde) y, de esta forma, acumular riqueza (línea negra punteada) hasta su edad de retiro, lo que le permite que su consumo en la etapa de retiro sea igual al de su etapa productiva. Los recursos para financiar este consumo provienen de la riqueza acumulada y, por tanto, el individuo la desahorrará para financiar el consumo de la etapa de retiro (área amarilla). Como resultado, las personas no tienen incertidumbre o saltos abruptos en su consumo que le impliquen cambiar su nivel de vida radicalmente.

En la primera sección se mencionó que el nivel de ingreso era uno de los determinantes del ahorro. La gráfica d muestra cuál sería el patrón de consumo de una persona que tiene un nivel de ingreso tan bajo que no le permite ahorrar, por lo cual su consumo durante la etapa productiva será igual a su ingreso.

Al no poder ahorrar, los individuos no pueden acumular riqueza y, por tanto, su consumo durante la etapa de retiro dependerá de las transferencias familiares, de la beneficencia y/o subsidios estatales.

Ahora bien, es probable que la persona no pueda ahorrar simplemente porque existen barreras para acceder a las opciones de ahorro como, por ejemplo, un monto mínimo de inversión alto o la complejidad de los productos ofrecidos.

La capitalización es el mecanismo que le permite a los hogares alcanzar un nivel mínimo de riqueza para acceder a los instrumentos de ahorro. Como

11 Ver Bosch-Domènech, A. y Silvestre, J. (2005) para una discusión sobre la aversión al riesgo de las personas de bajos ingresos.

12 Esta explicación sigue el libro de Mankiw (2007)

13 Se debe resaltar que el patrón de consumo también se ve afectado por el altruismo de los padres hacia sus hijos, en cuyo caso no todo el ahorro

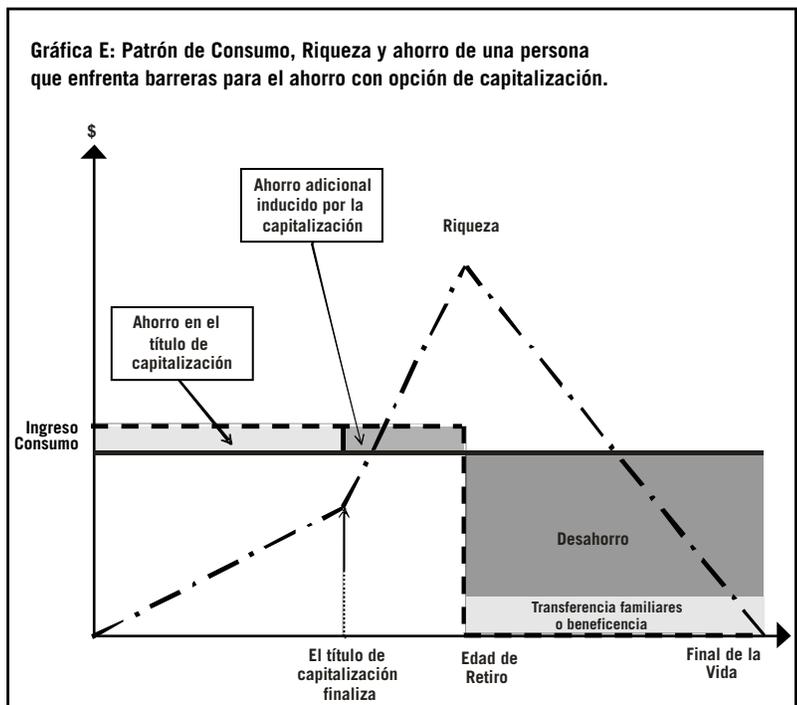
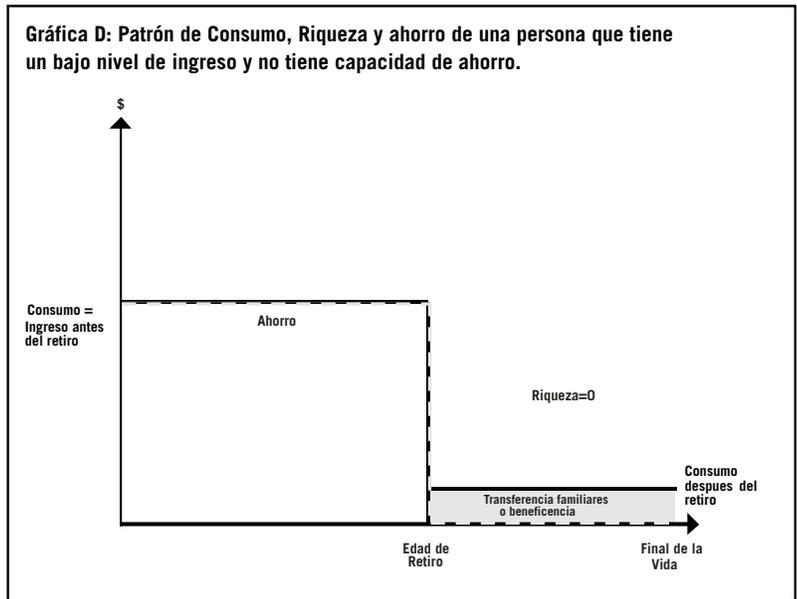
se observa en el gráfico d, el individuo ahorra una pequeña parte de su ingreso (condición importante para la capitalización), lo que le permite acumular la riqueza suficiente para acceder a otras opciones de ahorro con mejores retornos. A su vez ésto permite que las personas acumulen riqueza más rápidamente, lo que en el gráfico implica una línea de riqueza más empinada.

Adicionalmente, la capitalización puede inducir un patrón de ahorro que continua aún después de que se termina el título, lo que se traduce en mayor ahorro en la nueva opción de inversión, en caso de que exista. Como resultado de todo lo anterior, las personas de bajos ingresos, pero con alguna capacidad de ahorro pueden acumular riqueza que les permite mejorar su nivel de consumo durante la etapa de retiro.

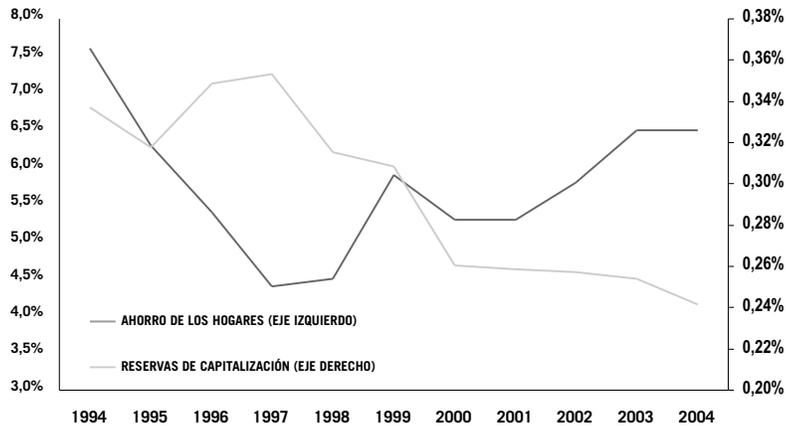
Las personas podrán suavizar el consumo (i.e., tener el mismo nivel de consumo durante toda su vida) o minimizar su reducción en el mismo durante el retiro dependiendo de las opciones de inversión adicionales a la de capitalización a las que pueda acceder la persona una vez redime el título de capitalización.

Existen varias consideraciones que deben ser tenidas en cuenta. Primera, la capitalización funciona para personas con una mínima capacidad de ahorro mensual, que otros mecanismos tradicionales de ahorro no pueden absorber. Segundo, los individuos pueden percibir los beneficios de capitalización sólo si utilizan el capital acumulado para acceder a mejores opciones de inversión. Una persona que utiliza los recursos provenientes de un título de capitalización para consumir inmediatamente no logra mejorar su consumo futuro.

Por último, las personas podrían no mantener el hábito de ahorro inducido por la capitalización, sin embargo la persistencia de los tenedores



**Gráfico H: Ahorro de los hogares Colombianos y las reservas de títulos de capitalización como porcentaje del PIB (1994-2004)**



Fuente: Melo, et. al. (2006), FASECOLDA, DANE.

de título de capitalización es de más de 80% en títulos vigentes. Es decir, que de las personas que dan todas las cuotas de su título de capitalización, el 80% vuelve a contratar otro título.

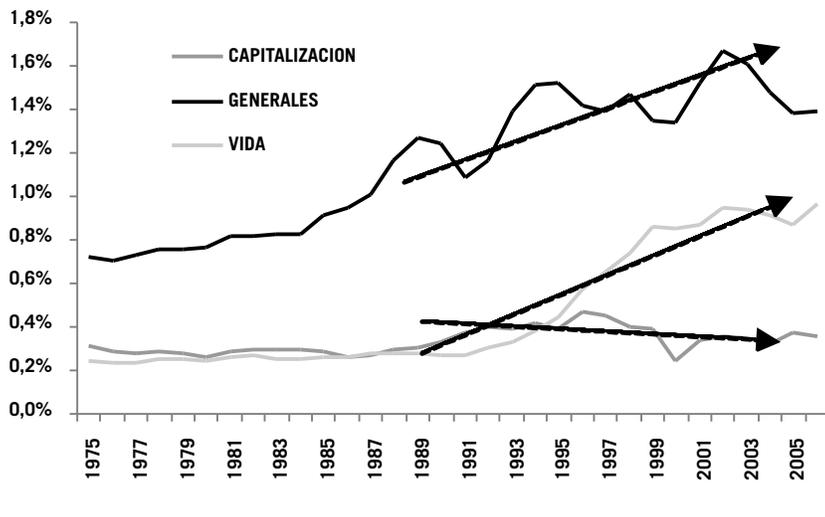
### La Capitalización en Colombia

La Gráfica g muestra las cuotas de capitalización recaudadas, las primas de seguros de vida y de generales como porcentaje del PIB. La capitalización ha representado alrededor de 0.3% del PIB en promedio desde 1975. Es de resaltar que la capitalización fue igual o más importante que los seguros de vida durante la década de los setenta y los ochenta en términos de participación del PIB. Las cuotas de capitalización exhibieron un leve crecimiento durante la primera mitad de los noventa, pero se rezagaron considerablemente con respecto a los productos de vida y generales. El retiro del mercado de la mayoría de las capitalizadoras es evidencia de este retroceso.

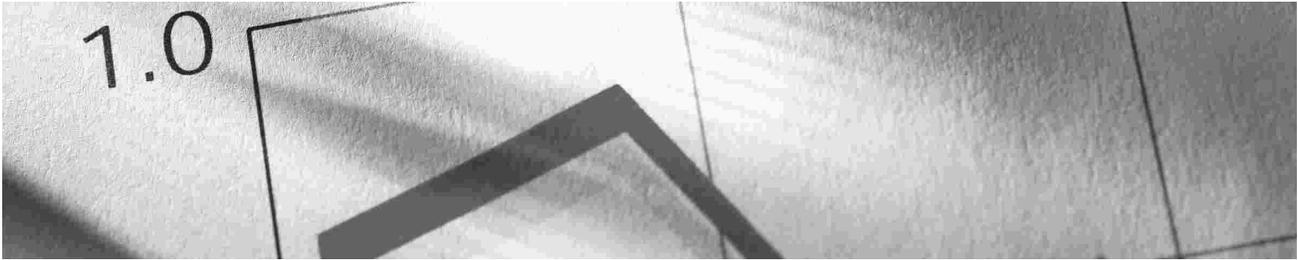
Adicionalmente, la capitalización se rezagó con respecto al ahorro de los hogares colombianos, el cual ha aumentado consistentemente desde el inicio de la presente década (Gráfico h). Los altos costos de operación de la capitalización (i.e., agentes puerta a puerta) y mayores rentabilidades en otros mercados como el de acciones y el de bonos podrían explicar parte de la reducción del negocio de capitalización.

Infelizmente, con la información disponible no se puede establecer el perfil de las personas que dejaron de demandar

**Gráfico G: Penetración de los seguros y capitalización Primas de seguros de vida, primas de seguros generales y cuotas recaudadas como porcentaje del PIB (1975-2006)**



Fuente: FASECOLDA, DANE



títulos de capitalización. No obstante, es plausible que las personas con más altos ingresos hayan dejado de demandar los títulos de capitalización en la presencia de otras alternativas de ahorro. Sin embargo, como se mostró en la sección anterior la capitalización genera beneficios para ciertos hogares de bajos ingresos que enfrentan barreras a la hora de ahorrar.

El reto de las capitalizadoras y los nuevos posibles jugadores de este mercado, como podrían ser los bancos, es diseñar títulos de capitalización que los diferencien de otros productos de ahorro y utilizar mecanismos que les permita reducir los costos de operación.

### **Algunas consideraciones para hacer más atractiva la capitalización**

La capitalización como mecanismo de ahorro encaja perfectamente dentro del concepto de las microfinanzas, ya que es un producto de ahorro que se adecua a las necesidades de las personas de bajos ingresos. Sin embargo, se debe pensar ciertos aspectos de la capitalización que pueden reactivar su desarrollo, el cual podría complementar desde el sector privado, la política de la Banca de las Oportunidades.

Primero, un factor en contra que tienen los títulos de capitalización es que la obligatoriedad de las cuotas puede ser muy restrictiva para

los hogares de bajos ingresos, lo que se debe a que las personas pueden enfrentarse a eventos infortunados e impredecibles como enfermedades y catástrofes naturales, en cuyo caso requieren de todos los recursos posibles para lidiar con los costos. Títulos de capitalización más flexibles, que no penalicen a los ahorradores en ciertos casos de fuerza mayor, pueden hacer más atractivo el producto.

Por otra parte, la capitalización ha utilizado tradicionalmente una fuerza de ventas puerta-puerta, lo que ha implicado para las compañías considerables costos operativos. Por tanto, las instituciones que ofrezcan títulos de capitalización pueden aprender de las experiencias en las microfinanzas, bancaseguros y los microseguros donde existen diversas formas de reducir los costos operativos, haciendo más rentables sus productos. Ejemplo de ello son las asociaciones entre instituciones microfinancieras y compañías de seguros que reducen significativamente los costos de comercialización de los microseguros.

### **Conclusiones**

La principal crítica a la actividad de capitalización ha sido el bajo retorno. Sin embargo, la mayor aversión al riesgo por parte de los hogares de bajos ingresos y las barreras a la inversión, como montos mínimos de ahorro, hacen que la capitalización sea una opción válida de

acumulación de capital para hogares con baja capacidad de ahorro.

No obstante, la capitalización ha ido reduciendo su participación en el mercado colombiano, mientras el ahorro agregado de los hogares ha crecido consistentemente en los últimos años.

Como lo demuestran otras experiencias, las microfinanzas, o servicios financieros para personas de bajos ingresos, son un mercado con mucho potencial en Colombia y el mundo. La capitalización puede jugar un papel importante como producto de ahorro. Sin embargo, las instituciones que ofrezcan productos de capitalización tienen que repensar los productos para hacerlos más flexibles y utilizar nuevos canales de comercialización que les permita reducir los costos de operación.

## Bibliografía

- Aghion, P., et. al. (2006). "When Does Domestic Saving Matters for Growth?". Working Paper No. 12275. NBER.
- Bosch-Domènech, A y Silvestre, J (2005) "Do the Wealthy Risk More Money? An Experimental Comparison". Working Paper. Disponible en: <http://www.econ.upf.edu/docs/papers/downloads/692.pdf>
- Bulir, A. y Swiston, A. (2006). "What Explains Private Saving in Mexico". IMF Working Paper.
- Callen, T. y Thimann, C. (1997). "Empirical Determinants of Household Saving: Evidence from OECD Countries". IMF Working Paper.
- Edwards, S. (1995). "Why are Saving Rates so Different Across Countries? An International Comparative Analysis". Working Paper No. 5097. NBER.
- González, A., Martínez, J. y Retrepo, J. (2007). "Microseguros: Oportunidad de Negocios que reduce la pobreza", Revista Fascolda No. XX.
- IMF (2005). "World Economic Outlook", septiembre.
- Solow, R (1956). "A Contribution to the theory of Economic Growth", Quarterly Journal of Economics, February: 65-94.
- Melo, L., Tellez, J. y Zárate, H. (2006). "El ahorro de los Hogares en Colombia", Borrador de Economía No. 428
- Misas, M. y Posada, C. (1997). "Determinantes de la tasa de ahorro: una perspectiva internacional". Borrador de Economía No. 68
- Prahalad, C.K (2005). "The Fortune at the Bottom of the Pyramid".
- Mankiw, G. (2007). "Macroeconomics". Sixth edition.



**teléfonoverde 018000 122 122**  
 Desde Bogotá: 3122 122. Sin costo.  
 Desde teléfonos celulares: # 322.

Usted ya no tendrá que vivir en el taller, porque **AUTOMÓVIL BOLÍVAR** le garantiza, **REPUESTOS ORIGINALES, TALLERES CERTIFICADOS Y ASISTENCIA EXCLUSIVA PARA UN MEJOR SERVICIO.**

**AUTO MOVIL**  
**BOLÍVAR**  
 Tranquilidad para ti y tu familia

