

# Notas sobre el mercado de capitales, los inversionistas institucionales y la política económica <sup>(1)</sup>

## I. Introducción

Con especial agrado he aceptado la honrosa invitación del doctor William Fadul para dirigirme a esta importante asamblea de la Unión de Aseguradores Colombianos.

Para el sector de los seguros, como para casi todas las actividades de la economía, es útil reflexionar acerca de las implicaciones que tiene operar ahora en el marco de una nueva política macroeconómica. En todos los frentes del manejo económico, desde el financiero hasta el cambiario y desde luego los de comercio exterior y tributario, se han adoptado decisiones de fondo para suprimir el exceso de regulaciones; permitir el funcionamiento de los mercados; estimular la competencia; y evitar la participación del Estado en labores que bien puede ejecutar la iniciativa privada. Esta clase de orientación en favor del correcto funcionamiento de los mercados y la más eficiente asignación de los recursos, debe servir de guía para todas las decisiones del sector privado.

El sector seguros, al igual que el conjunto del sistema financiero, ha afrontado recientemente cambios que se derivan de estas políticas; como consecuencia, los usuarios de este importante servicio han visto reducidos sus costos y disponen de mejores cubrimientos. Esta realidad, que ustedes vienen sorteando con decisión y reconocida capacidad empresarial, no es aislada ni obedece exclusivamente a políticas sectoriales. Por el contrario, forma parte de esta tendencia general que vive el país en materia de modernización económica y cuyo objetivo central radica en crear las

condiciones para transformar nuestra economía en una capaz de competir internacionalmente en todas las actividades: industrial, agrícola, de servicios, etc.

Quiero aprovechar esta ocasión para examinar, en el marco de esta política de apertura, el tema de la formación del mercado de capitales y la labor que en éste pueden desarrollar las compañías de seguros en su condición de inversionistas institucionales.

## II. Bases conceptuales: el papel del mercado de capitales en la economía

### 1. La importancia del mercado de capitales

Veamos primero los conceptos básicos alrededor de los cuales hablaremos del mercado de capitales y de uno de sus actores: los inversionistas institucionales. De tiempo atrás las autoridades monetarias venimos diciendo que es ampliamente reconocida la necesidad de lograr un sistema financiero más eficiente, que participe activamente en la tarea de movilización de recursos de ahorro, para lograr tasas más elevadas de crecimiento económico. Así mismo, hemos sostenido que tal objetivo generalmente se consigue mediante una estrategia orientada a eliminar en forma radical el grado de "represión financiera tradicional", de manera que los intermediarios sean capaces de responder a las señales del mercado, tanto para captar recursos como para colocarlos entre diferentes destinos.

---

<sup>1</sup> Discurso pronunciado por el doctor Francisco J. Ortega, en la IV Convención Nacional de Seguros organizada por Fasecolda. Cartagena, octubre 15 de 1992.

Siguiendo esta orientación, se ha buscado eliminar las barreras que impiden un funcionamiento de las variables económicas acorde con las necesidades de financiamiento de una economía en expansión. En Colombia se han adoptado programas de liberación financiera que incluyen componentes tales como la "flexibilización" de las tasas de interés -e inclusive su liberación total- y la reducción del grado de cargas indirectas a las entidades financieras, a través de la disminución de encajes e inversiones forzosas.

Los resultados de las políticas de liberación financiera, en nuestro país y a nivel internacional, han sido variados y de ellos se extraen conclusiones muy interesantes en cuanto a la viabilidad de llevar a cabo de manera exitosa esta estrategia. No es necesario entrar a profundizar demasiado a este respecto. Basta con señalar por el momento, que todas las experiencias coinciden en que los beneficios económicos de la liberación no se logran automáticamente (aisladamente). Estas reformas deben contar con un marco macroeconómico apropiado, seguir una cierta secuencia y realizarse al tiempo con actividades complementarias, sin todo lo cual pueden surgir situaciones de creciente inestabilidad y pérdida de los beneficios esperados<sup>2</sup>.

Un ejemplo de dicha complementariedad lo encontramos en el caso del mercado de valores. El éxito y el alcance de las reformas tendientes a modernizar el sistema financiero están en cierta medida condicionados por el grado de desarrollo que presente el mercado de valores, en razón al papel que éste juega en el proceso de asignación de recursos<sup>3</sup>.

Debido al factor de riesgo, así como a las imperfecciones en la información existente, la asignación de recursos guiada enteramente por un sistema financiero basado en el crédito, no siempre arroja resultados más satisfactorios, aun cuando la tasa activa de interés esté libremente determinada. La causa de esta deficiencia está en la naturaleza propia de los contratos de endeudamiento, cuya conocida asimetría hace que el prestamista participe de las pérdidas pero no de las ganancias extraordinarias. De ello se deriva que la financiación limitada al instrumento del crédito, y sin contar con el respaldo del capital accionario, está sesgada a favor de actividades

con menores riesgos esperados y consecuentemente con niveles de rendimiento más modestos.

Por lo tanto, el logro de los objetivos de la liberación financiera depende de que se obtenga una asignación eficiente de recursos en la economía, la cual sólo será posible en la medida en que exista un mercado de valores desarrollado, que permita la financiación accionaria de aquellos proyectos con mayores riesgos, que normalmente resultan excluidos del mercado de crédito. En efecto, la financiación vía emisión de acciones está libre de la asimetría descrita antes: el accionista participa tanto de las ganancias como de las pérdidas de los proyectos financiados. Por alto que sea el riesgo de un proyecto, siempre habrá accionistas potenciales (extranjeros o nacionales) que estarán interesados en él, atraídos por la posibilidad de percibir ganancias extraordinarias.

## 2. Ventajas para la inversión y el crecimiento económico

La existencia de un mercado de capitales amplio y eficiente tiene muchas otras justificaciones, la principal de las cuales la relaciona con el desarrollo de la inversión productiva. Para explicar esta dependencia debemos recurrir a la teoría económica<sup>4</sup> que nos habla de la existencia de una relación positiva entre la inversión de una empresa y el coeficiente que resulta de dividir el valor de mercado de las empresas (número de acciones multiplicado por el precio de mercado de la acción) por el valor contable o de reposición de los activos (patrimonio), conocida como coeficiente "q". Nótese que esta expresión, en términos unitarios, equivale a la relación entre el precio de

<sup>2</sup> McKinnon (1991): *The Order of Economic Liberalization. Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Baltimore: The Johns Hopkins University Press.

<sup>3</sup> Esta discusión se basa en Cho (1986): "Inefficiencies from Financial Liberalization in the Absence of Well-Functioning Equity Markets", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 18, No. 2 (May, 1986).

<sup>4</sup> Tobin, James y Brainard (1977), "Asset Markets and the Cost of Capital" en Bela Balassa y Richard Nelson *Economic Progress, Private Values, and Public Policy: Essays in Honor of William Fellner*, North Holland.

mercado y el precio intrínseco de la acción (el patrimonio dividido por el número de acciones). En la medida en que éste ( $q$ ) supere la unidad, el sector productivo tendrá un incentivo para llevar a cabo proyectos de inversión, obteniendo para ello financiación a través de la emisión de acciones, pues el costo de adquisición de activos nuevos resulta bajo respecto al precio de mercado de las empresas. En cambio, si el indicador  $q$  es menor que uno, será más rentable adquirir empresas existentes a los precios de mercado deprimidos y de esta manera hacerse a los bienes de capital.

En la práctica, las variaciones de corto plazo en la relación  $q$  estarán determinadas en su mayoría por la evolución de los precios de las acciones, pero a su vez éstos se afectan por distintos factores que inciden sobre el costo de reposición del capital, como es el caso de la tasa de interés. Por lo tanto, dado el nivel de dichas tasas, el mercado de valores provee al sector productivo de señales valiosas acerca de las posibles ganancias de las inversiones. De ahí que algunos autores<sup>5</sup> afirmen que los precios de las acciones contienen información mucho menos equívoca acerca de las condiciones de rentabilidad de una inversión que otras variables financieras como las tasas de interés, cuyas variaciones responden tanto a factores de oferta como de demanda por fondos. Por esta razón, se afirma que deben ser las cotizaciones bursátiles un elemento prioritario en las decisiones de inversión en la economía.

Además, el mercado de valores provee valiosa información que los agentes utilizan en la formación de expectativas, ya que el mercado garantiza que los movimientos en las cotizaciones respondan a verdaderos cambios en la percepción de los agentes sobre las posibilidades futuras de que las empresas generen ganancias, y no reflejen simplemente oscilaciones especulativas, fruto de la intervención de unos pocos actores que controlan el grueso de las operaciones.

Infortunadamente, este papel que tiene el mercado de valores en el suministro de datos básicos para el sector empresarial de la economía, en el caso colombiano dista considerablemente del grado de desarrollo y exactitud deseados, hasta el punto que los precios de las acciones no parecen ser tomadas en cuenta

para las decisiones de inversión. Muestra de ello es el hecho de que la relación  $q$  para un conjunto de empresas inscritas en bolsa se ha mantenido a través del tiempo por debajo de la unidad, lo cual indica que los inversionistas no han respondido adecuadamente a esta situación<sup>6</sup>.

Si bien es claro que todos los analistas coinciden en que el tamaño de nuestro mercado de capitales es muy reducido, también hay coincidencia en la necesidad de fomentar el ahorro de largo plazo donde los inversionistas institucionales juegan un papel muy importante. Las políticas macroeconómicas efectuadas en Colombia en los últimos años han operado en la dirección de proveer un ambiente más estable y predecible en el cual sea factible el desarrollo del mercado de capitales, para así complementar los considerables esfuerzos realizados en materia de liberación y fortalecimiento del sistema financiero.

La estabilidad de precios, que se facilita con el funcionamiento de un Banco Central más fuerte e independiente tendrá desde luego efectos favorables sobre el ahorro de más largo plazo, al tiempo que la coyuntura de bajos niveles de tasas de interés otorga un incentivo adicional al ahorro a través del mercado de valores. De esta manera, actualmente se dan condiciones muy favorables a la activación futura del mercado de capitales en Colombia y en especial de los inversionistas institucionales.

### III. El mercado de capitales en Colombia

#### 1. Evolución histórica y nivel de desarrollo alcanzado

Hemos mencionado cómo el mercado de capitales colombiano se ha caracterizado por su limitado tamaño con relación a las necesidades de desarrollo

<sup>5</sup> Fischer, Stanley y Merton, Robert C. (1984): "Macroeconomics and Finance: The Role of the Stock Market" *Carnegie-Rochester, Conference Series on Public Policy* 21, Elsevier Science Publishers B.V.

<sup>6</sup> Banco de la República (1991): "Notas Editoriales: La Evolución del Mercado de Capitales: Requisitos Frente a la Apertura", *Revista del Banco de la República*, abril.

del país y en comparación con patrones internacionales. La preponderancia de los valores de renta fija (entre los cuales son particularmente importantes los papeles del Banco de la República y del Gobierno), constituye indicio claro del grado de atraso en que se encuentra este mercado. Las acciones apenas si alcanzan el 3.74% del total de transacciones en promedio entre 1985 y 1990, cifra muy baja teniendo en cuenta que en 1970 dichos instrumentos representaban el 73% de los cuasidineros<sup>7</sup>. Datos más recientes señalan el inicio de una recuperación del mercado de valores. En efecto, a pesar del extraordinario

crecimiento de las operaciones con títulos del Banco de la República (OMA), el valor de las transacciones de acciones y BOCEAS en el mercado bursátil llegó a representar el 4.7% en 1991 y asciende al 8.3% para los primeros ocho meses de 1992 (Cuadro 1).

<sup>7</sup> Carrizosa Serrano, Mauricio (1986): *Hacia la Recuperación del Mercado de Capitales*. Bogotá, Editorial Presencia, Ltda; Banco de la República (1991); Martínez Neira, Néstor Humberto (1992): "De los Mercados Prestados y el Mercado de Capitales", Colombia Capital Markets Workshop, junio 18, 1992.

CUADRO 1  
Movimiento bursatil nacional  
Resumen de las transacciones 1985-1992

(Millones de pesos)

Títulos	Promedio		1991	1992
	1980-1984 (1)	1985-1990		Ene.-Ago.
<b>SECTOR PRIVADO</b>				
Acciones	8.728	22.117	158.736	354.015
BOCEAS	40	859	319	1
Bonos Ordinarios y de Garantía General	59	11.284	19.873	47.030
Otros (2)	4.205	266.158	844.506	1.043.137
<b>SUBTOTAL</b>	<b>13.032</b>	<b>300.417</b>	<b>1.023.434</b>	<b>1.444.183</b>
- Variación anual Sector Privado (%)	35.1	95	37.4	147.5
- Variación acciones y BOCEAS (%)	7.6	51	257.7	752.3
- Variación Bonos Ordinarios y de Garantía General (%)	--	162	56.1	598.6
<b>SECTOR PUBLICO</b>				
Títulos de OMA (3)	53.531	197.911	1.747.762	2.128.133
Otros (4)	30.229	92.357	588.609	705.044
<b>SUBTOTAL</b>	<b>83.760</b>	<b>290.268</b>	<b>2.336.371</b>	<b>2.833.177</b>
- Variación anual Sector Público (%)	29.2	35	485.3	128.5
<b>TOTAL</b>	<b>96.792</b>	<b>590.686</b>	<b>3.359.805</b>	<b>4.277.360</b>
- Variación anual (%)	28.9	46	193.6	134.6

(1) Las tasas de crecimiento se calcularon excluyendo la cifra de crecimiento del año 1980 por no disponer de datos para 1979. (2) Incluye aceptaciones bancarias, CDT, Papeles Comerciales, TAVC y pagarés. (3) Incluye Certificados de Cambio, Títulos Canjeables y Títulos de Participación. (4) Incluye Títulos FEN, TAN, CERT, Cédulas BCH, Certificados Cafeteros, TAC, Bonos Oficiales, Títulos de Ahorro Educativo, Títulos de Devolución de Impuestos y Certificados de Desarrollo Turístico. Fuente: Rueda S. "Evolución del Mercado de Valores en la década de los 80", Boletín CNV. Vol. 7, N° 3, 1990, pp. 11-12, e información de la Superintendencia de Valores para los años 1990, 1991 y 1992.

Las causas del bajo tamaño del mercado de acciones son varias y bien conocidas. El proceso de liberación financiera iniciado a partir de principios de los años setenta produjo en sus comienzos unos sesgos muy importantes a favor de los establecimientos de crédito y en contra de los mercados bursátiles en el país. La demanda de acciones se vio entonces afectada adversamente por el aumento de la rentabilidad de los principales instrumentos del ahorro financiero, especialmente a partir del momento en que se estableció la indización de los rendimientos por medio del sistema UPAC. La oferta de acciones también sufrió las consecuencias de un régimen tributario que, como ustedes bien conocen, penalizaba las operaciones de capitalización y favorecía las de endeudamiento. Por estas razones ocurrió un deterioro en la evolución del mercado de valores así como una descapitalización de las sociedades anónimas a lo largo de dicha década, y durante los primeros años de los ochenta <sup>8</sup>.

Otros factores explicativos tienen que ver con el proceso de concentración accionaria. Esto se puede apreciar a través de la observación, tanto de algunos índices (como el GINI) diseñados para medirla, como de la reducción del número absoluto de accionistas que participaban en el mercado. Este proceso respondió sobre todo a un esfuerzo de parte de ciertos grupos económicos por lograr un mayor control sobre las sociedades abiertas <sup>9</sup>; sin embargo, en el caso colombiano también se debió a la alta tributación sobre las acciones.

Quiero destacar, desde luego, que a partir de 1991 las cosas han cambiado y el mercado presenta un auge sostenido de sus operaciones bursátiles. En ese año se observó una expansión en el volumen de transacciones en las diferentes bolsas del país que alcanza al 194% con respecto al anterior; la tasa de crecimiento anual de las transacciones en agosto de 1992 continuaba mostrando un ritmo muy vigoroso, pues crecían al 135%. Por su parte, el mercado accionario registró una expansión significativa durante 1991, al ampliarse las transacciones de acciones y BOCEAS en 258%, situación que se intensifica en lo que va corrido del presente año, cuando las transacciones acumuladas de enero a agosto son siete veces mayores que las registradas en igual período del año anterior.

Con todo, siguió presentándose un importante volumen de transacciones en papeles del Gobierno y del Banco de la República, en particular, por la negociación de Títulos de Participación y del instrumento del Certificado de Cambio. En su conjunto, los títulos de OMA transados en bolsa pasaron de representar el 22.3% en 1990 a un 52% de las operaciones totales en 1991 y, en el primer semestre de 1992, 50%.

A pesar de que la importancia de las acciones haya sido relativamente menor que la de los títulos de renta fija, las cifras mencionadas señalan su relevancia. Debe destacarse que en este proceso jugó un papel crucial la internacionalización de la economía y específicamente la apertura al capital extranjero de portafolio. Como una simple indicación sobre este último elemento cabe señalar que actualmente existen 24 fondos de capital extranjero autorizados por la Superintendencia de Valores para operar en Colombia y de éstos 14 están activos <sup>10</sup>.

Aunque tradicionalmente el auge en el movimiento de acciones en el mercado bursátil colombiano se ha caracterizado por tratarse más de una expansión de los títulos traspasados que por el volumen de las emisiones, el crecimiento de estas últimas también ha sido apreciable, pues fue del 46.2% en 1991 (Cuadro 2) cuando, en promedio, para el período 1985-90 había sido de sólo 5%. Si bien se percibe un avance importante en la emisión de nuevas acciones como canal de financiamiento de las empresas, éste es aún bastante modesto con respecto al auge del mercado bursátil en su conjunto.

## 2. El papel de los inversionistas institucionales

Uno de los factores que han incidido en el atraso del mercado de capitales tiene que ver con la debilidad de los inversionistas institucionales. Estos, con las com-

<sup>8</sup> Ortega, Francisco J. (1985): "Inversionistas Institucionales en Colombia: Funciones y Desarrollo", en *Inversionistas Institucionales: El Caso Colombiano*, Comisión Nacional de Valores, Bogotá.

<sup>9</sup> Carrizosa, *op. cit.*, pp. 98-100.

<sup>10</sup> Superintendencia de Valores (1992): "La Naciente Inversión Extranjera de Portafolio en el Mercado Bursátil Colombiano".

CUADRO 2

Ofertas públicas de títulos autorizados  
por la Comisión Nacional de Valores 1985-1992

(Millones de pesos)

Títulos	Promedio		1991	1992
	1980-1984 (1)	1985-1990 (2)		Ene.-Ago.
<b>SECTOR PRIVADO</b>				
Acciones	7.598	21.006	43.136	68.427
BOCEAS	3.585	9.293	3.000	10.318
Bonos Ordinarios y de Garantía General	1.010	18.584	600	42.683
Otros (3)	1.017	1.333	21.450	21.400
<b>SUBTOTAL</b>	<b>13.210</b>	<b>50.217</b>	<b>68.186</b>	<b>142.828</b>
- Variación anual Sector Privado (%)	121.1	18	21.4	225.5
- Variación acciones y BOCEAS (%)	101.2	5	56.4	173.6
- Variación Bonos Ordinarios y de Garantía General (%)	1.037.4	757	(97.2)	--
<b>SECTOR PUBLICO</b>				
Títulos FEN	3.400	13.333 (5)	--	--
Bonos IFI	1.400	2.000 (5)	--	--
Cédulas BCH	3.200	2.500 (5)	--	--
Otros (4)	4.000	4.864	36.600	2.200
<b>SUBTOTAL</b>	<b>12.000</b>	<b>22.697</b>	<b>36.600</b>	<b>2.200</b>
- Variación anual Sector Público (%)	210.9	12	144.0	(84.3)
<b>TOTAL</b>	<b>25.210</b>	<b>72.914</b>	<b>104.786</b>	<b>145.028</b>
- Variación anual (%)	156.4	12	47.3	150.6

(1) Las tasas de crecimiento se calcularon excluyendo la cifra de crecimiento del año 1980 por no disponer de datos para 1979. (2) Por el motivo aducido en la nota 5, los promedios de las emisiones del sector público no se presentan, debido a que la ausencia de datos para el año 1980 no hace representativas las cifras. (3) Incluye CDT, Papeles comerciales y Títulos Educativos. (4) Incluye Bonos Cafeteros, Certificados Cafeteros, Bonos de Deuda Pública y acciones. (5) La Ley 27 de 1990 permitió que los papeles de carácter masivo que emitan las entidades financieras vigiladas por la Superintendencia Bancaria sean objeto de oferta pública sin autorización de la Comisión Nacional de Valores. Fuente: Rueda S. "Evolución del Mercado de Valores en la década de los 80", Boletín CNV. Vol. 7, N° 3, 1990, p. 10, e información de la Superintendencia de Valores para los años 1990, 1991 y 1992.

pañías de seguros y capitalización como uno de sus principales integrantes, tienen la capacidad de intermediar el ahorro de largo plazo, por ejemplo, movilizándolo recursos provenientes de los amparos de vida, de capitalización o de los fondos de pensiones, con el fin de financiar operaciones de lenta recuperación como son generalmente las accionarias. Por ello

constituyen pieza clave en el desarrollo de los mercados de capitales de todos los países y en nuestro caso deberán llegar a cumplir un papel similar.

Son muchos los ejemplos del grado de importancia que tienen los inversionistas institucionales en los mercados de valores más desarrollados del mundo.

Durante finales de los años ochenta, participaban en más del 85% del volumen de transacciones en la Bolsa de Valores de Nueva York<sup>11</sup>. En Holanda a mediados de los años ochenta, las compañías de seguros de vida más los fondos de pensiones controlaban el 57% del total de inversiones del mercado de capital, el cual incluye tanto las acciones y bonos como los mercados por créditos personales e hipotecarios. En Francia en 1984, los inversionistas institucionales poseían el 47% del mercado de bonos<sup>12</sup>.

En todos estos países los actores más fuertes son los fondos de pensiones, por lo cual no es apropiado hacer comparaciones específicas con nuestro caso, hasta que estos no se creen y consoliden. Sin embargo, conviene señalar que nuestros inversionistas institucionales, representados por las compañías de seguros y capitalizadoras, por una parte, y los fondos mutuos, fondos de inversión, las sociedades fiduciarias, los fondos de cesantías y -en el futuro- los fondos de pensiones, por la otra, participan en el mercado de capitales en forma muy reducida y pocos han mostrado una expansión sostenida a través del tiempo.

La poca importancia de nuestros inversionistas institucionales se refleja en el bajo ritmo de captación de ahorro del público por parte de estos agentes, pues el ahorro contractual que ellos manejan representó tan sólo entre 3% y 9% del ahorro financiero total durante el período 1975-1990 y en los últimos tres años ha significado apenas el 3.8% del ahorro financiero (Cuadro 3). Además su evolución ha sido bastante irregular en los últimos 25 años, si bien de 1986 en adelante sus captaciones han crecido por encima del 30% en términos nominales.

La participación de las compañías de seguros y de capitalización en el ahorro contractual<sup>13</sup>, sin embargo, llegó a niveles del 84% a mediados de los años setenta, 85% a mediados de los ochenta y del 95% en 1990, constituyéndose en su componente más dinámico.

Adicionalmente al poco ahorro que movilizan los inversionistas institucionales tenemos que sólo parte de éste se destina a la inversión en acciones, habiéndose encontrado que de los años setenta hasta finales

de la década pasada hubo un proceso de recomposición del portafolio a favor de títulos de renta fija y en contra de acciones. Estas representaban para el sector de seguros y capitalización el 72.4% de las inversiones admisibles en 1975; luego únicamente el 47.6% en 1983<sup>14</sup> y actualmente son el 31.1%. En años recientes el sector ha colocado una proporción modesta de sus inversiones en acciones de sociedades (Cuadro 4), representando en promedio tan sólo entre el 21.7% de la reserva técnica en el período 1986-90. Sin embargo, al finalizar 1991 dicho coeficiente avanzó a 25.5%.

El poco dinamismo de los inversionistas institucionales en Colombia, así como su baja participación en el mercado accionario, se han atribuido a varios factores. En primer lugar, a los elementos de rentabilidad descritos anteriormente que han afectado el mercado en general, aunque han venido mejorando en los últimos años. En segundo término, a las inversiones forzadas impuestas sobre las operaciones de los inversionistas institucionales que limitaron en el pasado sus posibilidades de inversión rentable. En tercer lugar, a que las inversiones de las compañías de seguros mostraron en el pasado el bajo ritmo de crecimiento de la actividad aseguradora misma, ya que el valor agregado aportado por la industria de los seguros en Colombia mantuvo muy estable su contribución al PIB, alrededor del 0.6% al 0.8% entre 1980

<sup>11</sup> Malkiel, Burton G. (1990): *A Random Walk Down Wall Street*, New York: W. W. Norton & Company, Inc., pp. 51-52.

<sup>12</sup> Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department (1987): *Changes in the Organization and Regulation of Capital Markets*, Basle, March, 1987.

<sup>13</sup> En el caso colombiano, el ahorro contractual según esta definición se obtiene de las pólizas de seguro de vida, de cédulas de capitalización y en cierta medida, de los fondos mutuos de inversión, aunque estos han ido otorgando cada vez mayor liquidez al ahorrador, con lo cual llega a asemejarse al ahorro financiero corriente. En algunas definiciones se incluyen además a las sociedades fiduciarias como receptoras del ahorro contractual, cuando no es del todo claro que estén realmente cumpliendo una función de movilización de recursos de ahorro de largo plazo, función propia de los inversionistas institucionales.

<sup>14</sup> Ortega, Francisco J. (1985), *op. cit.*, p. 14.

CUADRO 3

Ahorro financiero según diferentes tipos de activos

Fin de	Depósitos en cuenta corriente (1)	Depósitos de ahorro (2)	Depósitos a término (3)	Ahorro contractual		Títulos de renta fija (6)	Fondo Común Ordinario	Otros (7)	Total	
				Sin fiduciarias (4)	Con fiduciarias (5)				Sin fiduciarias	Con fiduciarias
1975	38.099	20.601	11.285	8.526	8.526	1.048		11.715	91.274	91.274
1976	50.605	29.803	20.571	9.166	9.166	4.215		12.478	126.838	126.838
1977	63.035	41.844	34.100	10.799	10.799	19.735		13.631	183.144	183.144
1978	81.484	59.882	48.072	14.064	14.064	21.253		13.784	238.519	238.519
1979	100.739	86.272	49.603	17.059	18.125	30.883		16.099	300.655	301.721
1980	130.958	119.698	113.483	18.335	23.002	45.523		16.191	444.188	448.855
1981	159.143	159.930	212.208	24.436	32.774	52.403		16.254	624.374	632.712
1982	196.605	210.277	252.808	28.892	40.688	79.199		17.474	785.255	797.051
1983	239.001	286.012	333.877	36.227	50.014	82.178		18.455	995.750	1.009.537
1984	290.950	365.517	387.080	41.065	57.196	102.548		27.723	1.214.683	1.231.014
1985	376.739	514.998	525.472	51.324	63.577	180.897		34.797	1.684.227	1.696.480
1986	474.035	724.824	662.667	66.596	88.070	370.637		51.423	2.350.182	2.371.656
1987	632.824	916.080	834.701	93.982	137.210	427.492		81.036	2.986.115	3.029.343
1988	793.646	1.139.721	1.001.618	134.092	182.109	457.687		82.383	3.609.147	3.657.164
1989	1.052.009	1.449.433	1.438.446	167.224	249.646	588.416		102.258	4.817.786	4.880.206
1990	1.305.183	1.855.221	2.054.741	244.888	326.036	980.225		103.630	6.543.888	6.625.036
1991	1.581.680	2.778.092	2.484.081	n.d.	n.d.	2.345.356	739.010	105.862		
1992 Sep. 26	2.065.251	4.045.658	2.664.852	n.d.	n.d.	2.745.581	1.157.941	154.976		

Estructura del ahorro financiero por clase de activos \*

Fin de:	Depósitos en cuenta corriente	Depósitos de ahorro	Depósitos a término	Ahorro contractual sin fiduciarias	Títulos de renta fija	Otros	Total
1975	41.74	22.57	12.36	9.34	1.15	12.83	100.00
1976	39.90	23.50	16.22	7.23	3.32	9.84	100.00
1977	34.42	22.85	18.62	5.90	10.78	7.44	100.00
1978	34.16	25.11	20.15	5.90	8.91	5.77	100.00
1979	33.51	28.69	16.50	5.67	10.27	5.35	100.00
1980	29.48	26.95	25.55	4.13	10.25	3.65	100.00
1981	25.49	25.61	33.99	3.91	8.39	2.60	100.00
1982	25.04	26.78	32.19	3.68	10.09	2.23	100.00
1983	24.00	28.72	33.53	3.64	8.25	1.85	100.00
1984	23.95	30.09	31.86	3.38	8.44	2.28	100.00
1985	22.37	30.58	31.20	3.05	10.74	2.07	100.00
1986	20.17	30.84	28.20	2.83	15.77	2.19	100.00
1987	21.19	30.68	27.95	3.15	14.32	2.71	100.00
1988	21.99	31.58	27.75	3.72	12.68	2.28	100.00
1989	21.84	30.09	29.86	3.89	12.21	2.12	100.00
1990	19.95	28.35	31.40	3.74	14.98	1.58	100.00

\* No tiene en cuenta el ahorro de las sociedades fiduciarias. (1) En bancos comerciales. (2) En bancos, en corporaciones de ahorro y vivienda (cuentas de ahorro y depósitos ordinarios) y en organismos cooperativos de orden superior. (3) En bancos, Caja Social de Ahorros, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial, corporaciones de ahorro y vivienda y organismos cooperativos de orden superior. (4) Compañías de seguros, fondos de inversión y fondos mutuos de inversión. (5) Compañías de seguros, fondos de inversión, fondos mutuos de inversión y fiduciarias. (6) Bonos Cafeteros, certificados cafeteros valorizables, títulos de ahorro cafetero, certificados eléctricos valorizables, títulos energéticos de rentabilidad creciente, TAN, certificados de cambio, títulos de participación, títulos canjeables por certificados de cambio (Res. 66/86), aceptaciones bancarias y títulos agroindustriales. (7) Cédulas hipotecarias y bonos de desarrollo económico. Fuente: Banco de la República - Departamento de Investigaciones Económicas y Superintendencia de Valores.

**CUADRO 4**  
**Inversiones del sector seguros**

Total sector						
	1986	1987	1988	1989	1990	1991
	%	%	%	%	%	%
<b>Total sin Capitalizadoras</b>						
Acciones/Inversiones Admisibles	35.08	28.52	29.46	34.81	33.50	26.40
Acciones/Reservas Técnicas	19.00	19.03	16.48	19.92	17.25	21.32
Inversiones Admisibles/Totales	70.75	73.64	70.32	67.83	66.75	72.83
<b>Total con Capitalizadoras</b>						
Acciones/Inversiones Admisibles						31.08
Acciones/Reservas Técnicas	21.69	22.86	19.67	23.38	20.70	25.54
Inversiones Admisibles/Totales						73.68

Incluye compañías de reaseguro, de seguros generales, de seguros de vida y sociedades de capitalización.

**Compañías de reaseguro**

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Acciones	2469	2866	5551	4231	6966	14079
Total Inversiones Obligatorias	2976	4949	7163	9268	12454	21876
Total Inversiones Admisibles	6657	11050	11973	17202	20457	55091
Total Inversiones	9633	15999	19136	26470	32911	76967
Reservas Técnicas	14517	20432	28589	21183	52689	64125
Acciones/Inversiones Admisibles	37.09%	25.94%	46.36%	24.60%	34.05%	25.56%
Acciones/Reservas Técnicas	17.01%	14.03%	19.42%	19.97%	13.22%	21.96%
Inversiones Admisibles/Totales	69.11%	69.07%	62.57%	64.99%	62.16%	71.58%

**Compañías de seguro generales**

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Acciones	6275	11617	14590	22924	29654	42447
Total Inversiones Obligatorias	9882	14846	23439	32863	46579	58559
Total Inversiones Admisibles	24711	40911	55851	63744	83611	165735
Total Inversiones	34593	55557	79290	96607	130190	224294
Reservas Técnicas	45082	62556	103718	134053	178004	218033
Acciones/Inversiones Admisibles	33.49%	28.40%	26.12%	35.96%	35.47%	25.61%
Acciones/Reservas Técnicas	18.36%	18.57%	14.07%	17.10%	16.66%	19.47%
Inversiones Admisibles/Totales	71.43%	73.64%	70.44%	65.98%	64.22%	73.89%

**Compañías de seguro - vida**

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Acciones	3587	5421	6161	10383	10126	15787
Total Inversiones Obligatorias	4030	5394	7083	9023	10485	21783
Total Inversiones Admisibles	9479	17835	21456	26903	35470	53125
Total Inversiones	13509	23229	28539	35926	45955	74908
Reservas Técnicas	15809	21584	27310	33186	40322	57072
Acciones/Inversiones Admisibles	37.84%	30.40%	28.71%	38.59%	28.55%	29.72%
Acciones/Reservas Técnicas	22.69%	25.12%	22.56%	31.29%	25.11%	27.66%
Inversiones Admisibles/Totales	70.17%	76.78%	75.18%	74.88%	77.18%	70.92%

CUADRO 4 (continuación)

Sociedades capitalizadoras (Millones de pesos)						
	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Acciones	6405	10107	12590	18512	23367	39901
Total Inversiones Obligatorias						26802
Total Inversiones Admisibles						87147
Total Inversiones						113949
Reservas Técnicas	20184	26698	38143	51329	67622	100120
Acciones/Inversiones Admisibles						45.79%
Acciones/Reservas Técnicas	31.73%	37.86%	33.01%	36.07%	34.56%	39.85%
Inversiones Admisibles/Totales						75.48%

Fuente: FASECOLDA

y 1990 (Cuadro 5)<sup>15</sup>. De otra parte, las sociedades capitalizadoras debieron enfrentar las altas tasas de interés de los instrumentos de captación de corto plazo y unos niveles promedio de inflación que dificultan las posibilidades de captación de largo plazo.

sobre los ingresos provenientes de dividendos en los fondos de inversión, tanto para los suscriptores como para el fondo mismo. Luego la reforma tributaria de 1990, exoneró del impuesto de renta y complementarios a los fondos de inversión y de cesantías, pensiones y valores.

Otra acción de singular importancia fue el desmonte de las inversiones forzosas en Bonos de Vivienda Popular del ICT, las cuales fueron sustituidas por porcentajes mínimos para la suscripción, en combinaciones libremente escogidas, de bonos del Gobierno y títulos del Banco de la República. De esta manera se permite al sector un margen mucho más amplio para invertir en activos según criterios de rentabilidad, riesgo y liquidez.

Por otra parte, el sector seguros ha visto completamente reformado el marco legal en el cual opera. Desde hace dos años se ha cambiado su marcada regulación por un esquema de competencia de mercado. Tal como se describió en diversas ponencias en este foro el año pasado, el proceso de reforma abarcó primero una etapa en la cual se estableció el margen de solvencia con el fin de solidificar la situación patrimonial de las entidades, para que pudieran enfrentarse a una segunda etapa consistente en una mayor flexibilidad de determinación de primas por vía de la competencia, la entrada de inversión extranjera

CUADRO 5

## Participación de los seguros en el PIB

Año	Precios Corrientes		
	PIB	Valor Agregado Seguros (1)	Participación %
1980	1.579.130	10.599	0.7
1981	1.982.773	13.253	0.7
1982	2.497.298	16.627	0.7
1983	3.054.137	21.572	0.7
1984	3.856.584	22.623	0.6
1985	4.965.883	31.554	0.6
1986	6.787.956	53.301	0.8
1987	8.824.408	63.201	0.7
1988	11.731.348	95.224	0.8
1989	15.126.718	87.730	0.6
1990	20.234.050	144.243	0.7

(1) Incluye: Seguros Generales, de Vida y Reaseguros.

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

Para corregir estos problemas se han adoptado en los últimos años medidas importantes, tendientes a estimular la actividad de los inversionistas institucionales en el mercado de valores. Primero se redujeron sustancialmente las cargas tributarias que pesaban

<sup>15</sup> Ortega, Francisco J. (1985), *op. cit.*, p. 18.

y amplitud de entrada y salida del mercado. Ya en el presente año se observan señales alentadoras de recuperación. Para el primer semestre, se han reportado aumentos en las utilidades del 38.4% con respecto a igual período del año pasado, un crecimiento en las primas emitidas del 35.1% y se ha observado un proceso muy vigoroso de capitalización de las entidades aseguradoras.

Los resultados del primer semestre de este año sugieren entonces una tendencia hacia un mayor dinamismo futuro del sector seguros. Esto indudablemente tendrá efectos positivos sobre la participación de estas entidades como inversionistas institucionales, más aún si tenemos en cuenta que el proceso global de apertura (así como los cambios introducidos en la contabilidad, como consecuencia de los ajustes por inflación) crean condiciones favorables a la emisión de acciones como vía de financiación de las empresas. Todo indica que las simples magnitudes de dicho proceso de ensanche del mercado bursátil rebasan ampliamente las capacidades de inversión de las compañías de seguros y capitalización, aún si destinan la totalidad de sus inversiones admisibles a acciones, de manera que la limitante no será por escasez de oferta de capital accionario.

Como ya se mencionó, durante 1991 se observó un repunte en la inversión en acciones del sector seguros, pasando de 20.7% a 25.5% de las reservas técnicas, proceso en el cual fue especialmente activo el subgrupo de las capitalizadoras. Sin embargo, el límite fijado por ley para este rubro en el 36%<sup>16</sup> no se copó, indicando que aún existe un margen bastante amplio para aumentar este tipo de colocaciones. Posiblemente el aumento registrado ha respondido a la mejoría en la rentabilidad, que ahora bajo el nuevo esquema regulatorio cobrará mayor importancia.

### Resumen

Si bien debemos reconocer las limitaciones -sobre todo de tamaño- de nuestro mercado de capitales, existen tendencias prometedoras en el comportamiento de la financiación de las empresas con base en capital, así como en el ahorro de los agentes. Estas se han de ver reforzadas por unos inversionistas institucionales más fuertes y dinámicos, entre los cuales las

compañías de seguros y de capitalización, junto con los fondos de cesantías y de pensiones, tienen un especial papel que jugar en la ampliación y fortalecimiento del mercado de capitales. Los resultados observados en 1991 y 1992 en cuanto al desarrollo de la actividad accionaria, muestran que la política sectorial y el ordenamiento macroeconómico han establecido las condiciones para ese avance.

Las autoridades económicas han introducido correctivos que están ayudando a que los inversionistas institucionales puedan ser más activos en la compra de acciones y se interesen en cambiar sus inversiones financieras de corto plazo por inversiones de capital. Igualmente, los esfuerzos que se han hecho en favor de la ampliación del mercado de capitales, están dando sus frutos y contarán con un nuevo impulso a raíz del surgimiento de los Fondos de Cesantías y los Fondos Privados de Pensiones. Todos estos hechos son sin duda importantes.

Sin embargo, el estímulo principal a la expansión del mercado de capitales y al papel que en éste desempeñan los inversionistas institucionales, provendrá del tipo de política macroeconómica que se está siguiendo. Con una visión amplia y con perseverancia se está estructurando un entorno macroeconómico, sin duda, propicio al fomento de la inversión privada y al ahorro de largo plazo, que a su vez favorecerán el desarrollo de las labores de actores claves como ellos. Hay dos puntos a este respecto sobre los cuales quiero profundizar.

El primero es el objetivo de estabilidad de precios que consistentemente persigue la política económica en los últimos años y que ahora con la reforma del Banco de la República adquiere particular relevancia

<sup>16</sup> Según la Ley 45 de 1990, el 40% de las reservas técnicas deben invertirse en "títulos emitidos por la Nación o por el Banco de la República, o en otros títulos de renta fija o variable de alta seguridad, liquidez y rentabilidad, según la reglamentación del Gobierno Nacional", de las cuales se excluyen las acciones. El 60% restante -las inversiones admisibles- podrán contener únicamente hasta un 60% en acciones tanto de empresas nacionales como extranjeras. Por lo tanto, el límite superior para estas inversiones es del 60% de las reservas técnicas, o sea el 36%.

y se convierte en obligación primordial. Las políticas anti-inflacionarias no serán ya transitorias, producto de alguna necesidad política reciente o de la posición personal de algún Ministro. Ahora constituyen una meta concreta cuyo logro ha de buscarse sistemáticamente a través de los años, hasta lograr desterrar la inercia que ha venido propiciando ajustes periódicos de precios claves (salarios, tasas de cambio, gasolina, servicios públicos) bajo la idea erróneamente generalizada de que es inevitable vivir con inflación. La apertura comercial, el ajuste fiscal, la libertad cambiaria y la política monetaria están actuando ordenadamente para la consecución del propósito de estabilidad y los resultados ya se están dando, especialmente porque una economía abierta como la colombiana ahora, debe por fuerza ubicarse en la senda de la inflación internacional.

El segundo aspecto es el de las tasas de interés. Tenemos desde hace más de un año una política, adoptada por la nueva Junta Directiva del Banco, dirigida a reducir las tasas de interés para evitar los altos diferenciales con respecto a las tasas externas. Esta política tiene ya resultados concretos, uno de los cuales tiene que ver con la expansión del mercado de capitales y de los inversionistas institucionales. La tradicional ventaja que tuvieron los papeles de renta fija frente a las acciones no es más un hecho inmodificable. La sola realidad de mostrar tasas reales de 2% ó 3% para el ahorro de corto plazo en lo que va del año ya se ha constituido en estímulo a la demanda por acciones. Es en este sentido que el entorno macroeconómico jugará un papel fundamental en favor del fortalecimiento del mercado de capitales y de ustedes, en su condición de agentes protagonistas de su avance en el futuro.