

# **Efecto de la reforma pensional sobre el mercado de capitales de Colombia**

**Noviembre de 2025**

## Tabla de contenido

|                                                                                  |    |
|----------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>I. Evolución del Ahorro en Colombia</b> .....                                 | 3  |
| Perspectivas del ahorro y la inversión .....                                     | 3  |
| Perspectivas del mercado de capitales en Colombia .....                          | 6  |
| <b>II. Relevancia de los fondos de pensiones en el mercado de capitales</b> .... | 8  |
| <b>III. Impactos de la reforma pensional sobre el ahorro nacional</b> .....      | 12 |
| <b>IV. Buenas prácticas para el manejo del ahorro pensional</b> .....            | 17 |
| <b>V. Comparación internacional de los sistemas pensionales</b> .....            | 17 |
| Noruega .....                                                                    | 18 |
| México .....                                                                     | 19 |
| <b>VI. Impacto de la reforma pensional sobre el mercado de capitales</b> .....   | 23 |
| <b>VII. Conclusiones y recomendaciones</b> .....                                 | 26 |
| <b>Referencias bibliográficas</b> .....                                          | 30 |

## I. Evolución del Ahorro en Colombia

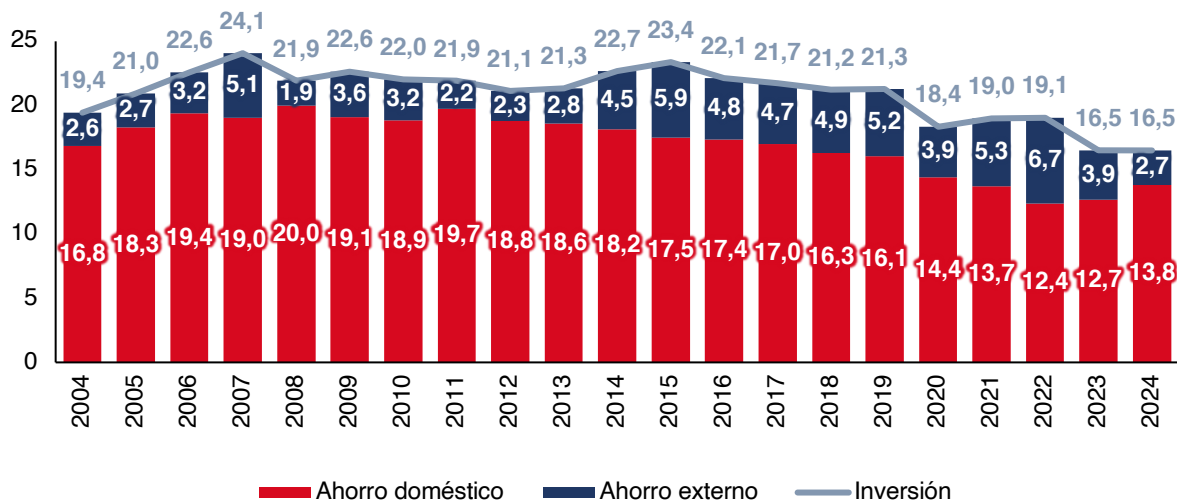
### Perspectivas del ahorro y la inversión

El ahorro constituye un pilar fundamental para el desarrollo económico, especialmente en economías emergentes como la colombiana. Uno de sus principales beneficios es que facilita el financiamiento de la inversión productiva. En particular, altos niveles de ahorro permiten canalizar recursos hacia sectores clave como la infraestructura, la educación y la tecnología, esenciales para mejorar la productividad y competitividad de un país. Más allá de ser simplemente una reserva de parte del ingreso, el ahorro desempeña un rol central como motor de la inversión y como ancla para la estabilidad macroeconómica.

No obstante, América Latina y el Caribe han registrado históricamente tasas de ahorro bajas. Entre 1980 y 2014, la región promedió una tasa de ahorro del 17,5% del PIB, muy por debajo del 33,7% observado en las economías emergentes de Asia (BID, 2016). Esta brecha limita la capacidad de financiar inversión productiva y, en consecuencia, restringe el potencial de crecimiento económico. En el caso de Colombia, la inversión se redujo significativamente en 2020 como resultado de la pandemia, y desde entonces no ha logrado una recuperación sostenida (Gráfico 1). Si bien se evidenció una leve mejora en 2021 y 2022, los niveles de ahorro doméstico han seguido una tendencia descendente, pasando del 16,1% del PIB en 2019 al 13,8% para 2024.

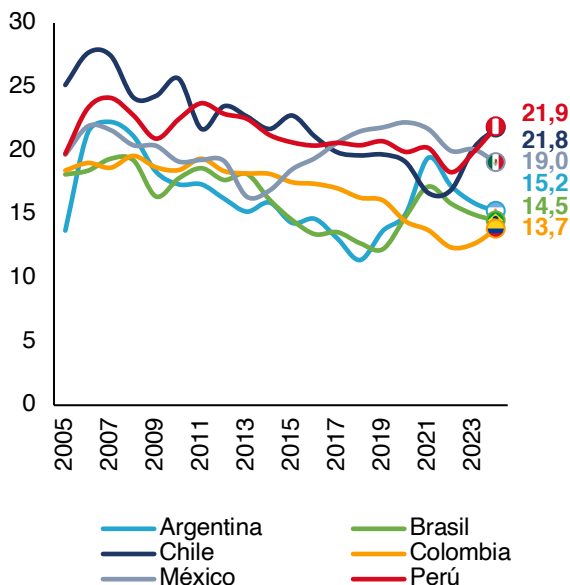
Colombia presenta una posición desfavorable en términos de ahorro agregado frente a sus pares regionales. En 2024, el ahorro bruto del país representó apenas el 13,7% del PIB, la cifra más baja entre las seis principales economías de América Latina (Gráfico 2). En contraste, México, Perú y Chile registraron tasas entre el 19%-22%, mientras que Brasil y Argentina, pese a enfrentar importantes desafíos macroeconómicos, mantuvieron niveles cercanos al 15%. Esta insuficiencia de ahorro interno reduce la capacidad de financiar inversión, lo que limita el crecimiento económico de largo plazo. Mientras que economías como Brasil (120,5) y México (116,3) han logrado superar sus niveles de inversión previos a la pandemia, Colombia aún permanece rezagada. Para el segundo trimestre de 2025, la inversión en el país se encontraba un 9,8% por debajo de su nivel de 2019, reflejando las dificultades estructurales que enfrenta el país para movilizar recursos hacia la formación de capital (Gráfico 3).

**Gráfico 1. Ahorro e Inversión  
(% del PIB)**

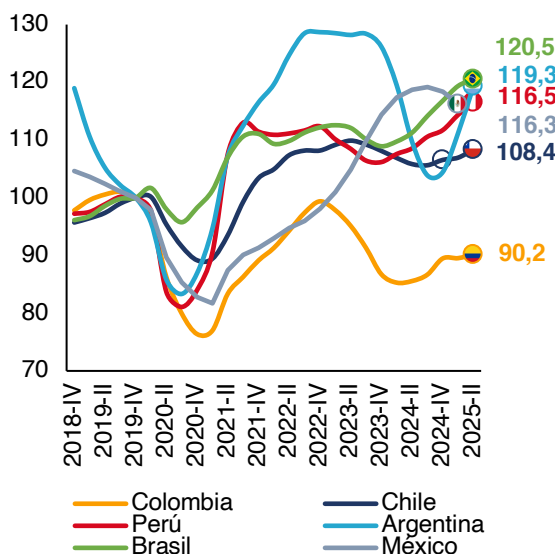


Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

**Gráfico 2. Ahorro bruto en los seis  
principales países de América Latina  
(% del PIB)**



**Gráfico 3. Índice de inversión en los  
seis principales países de América  
Latina  
(2019-IV=100)**



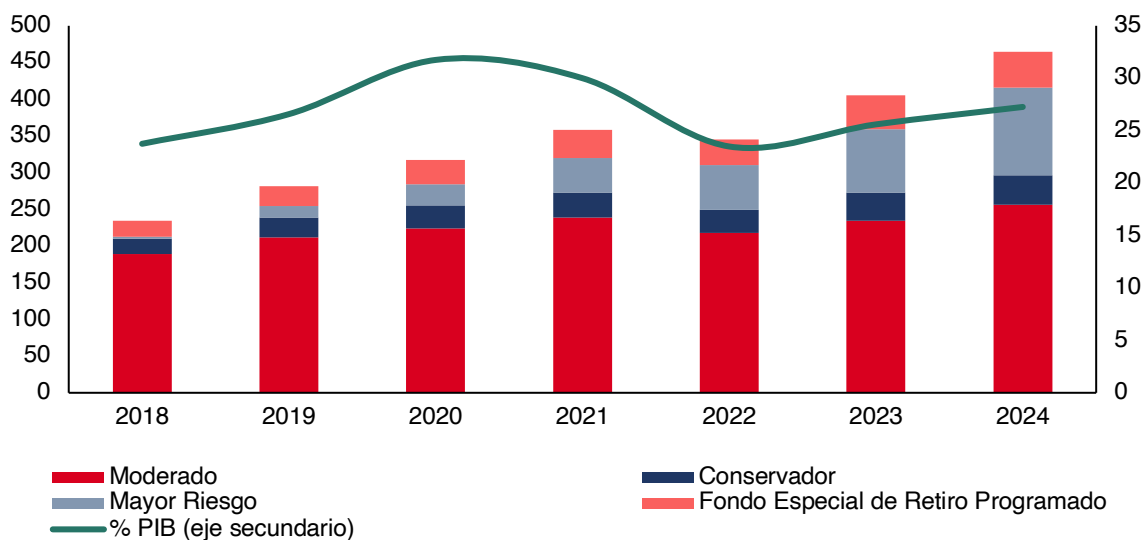
Nota: Se utilizaron las series corregidas por efecto estacional y calendario.

Fuente: elaboración ANIF con base en Banco Mundial, DANE, INEGI, INEI, IBG, INDEC y Banco Central de Chile.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs) juegan un papel determinante en el ahorro en Colombia. En 2024, el ahorro privado gestionado por estas entidades alcanzó los \$464,9 billones (27,3% del PIB), lo que representó un crecimiento anual del 17% (Gráfico 4). Un aspecto destacable es que cerca del 70% de este ahorro corresponde a rendimientos generados por las inversiones, lo que refleja una gestión eficiente de los recursos. En los últimos 30 años, los fondos han obtenido una rentabilidad nominal promedio del 9,8%, la más alta entre los países miembros de la OCDE. Por su parte, en cuanto al flujo anual de ahorro entrante, los aportes realizados a los fondos privados ascendieron a \$25 billones en 2024, equivalentes al 11% del ahorro bruto de la economía colombiana.

En este contexto, Colombia enfrenta una persistente debilidad en sus niveles de ahorro frente a sus pares regionales, lo que ha limitado su capacidad de financiar inversión productiva y ha dificultado la recuperación frente a los niveles previos a la pandemia. A pesar de ciertos avances en el ahorro privado administrado por las AFPs, el ahorro agregado del país continúa rezagado, lo que restringe el potencial de crecimiento del país. Este bajo nivel de ahorro ocurre en un entorno marcado por la alta informalidad del mercado laboral, que en 2024 alcanzó el 57,1%. De esta manera, 57 de cada 100 trabajadores no realizan aportes al sistema de seguridad social, lo que no solo afecta su capacidad de ahorro, sino que además los deja sin protección económica para la vejez. Fortalecer el ahorro nacional —tanto público como privado— es fundamental para aumentar los niveles de inversión y sostener un crecimiento económico más robusto en el largo plazo

**Gráfico 4. Stock de ahorro pensional en fondos privados (\$billones de pesos y % del PIB)**



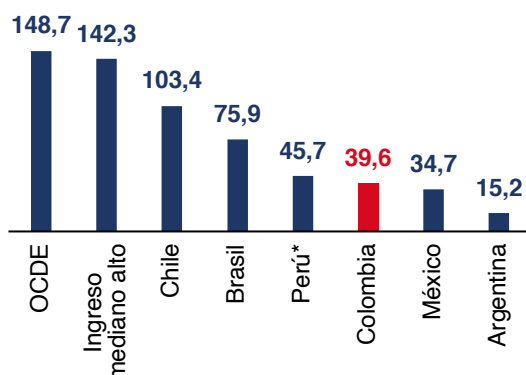
Fuente: elaboración ANIF con base en Superintendencia Financiera.

## Perspectivas del mercado de capitales en Colombia

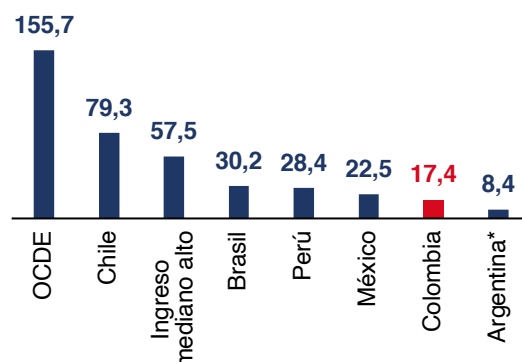
En economías con mayores niveles de ahorro doméstico, los mercados financieros tienden a ser más profundos y líquidos, facilitando la intermediación financiera y el acceso a crédito para empresas y hogares. En particular, la literatura económica ha sido enfática en señalar que uno de los principales factores que contribuyen al bajo crecimiento es el limitado acceso al mercado de capitales (v.g. Rajan y Zingales, 1998)<sup>1</sup>. Cuando el desarrollo financiero es insuficiente, las economías enfrentan barreras significativas para expandirse, ya que esto se traduce en costos de financiación más elevados para las empresas y, a su vez, desincentiva la inversión y la producción. En el caso de países emergentes, la consolidación de un mercado de capitales robusto adquiere una relevancia aún mayor, ya que permite reducir la dependencia del financiamiento bancario tradicional, atraer inversión extranjera y fortalecer los mecanismos de ahorro interno.

En este contexto, la profundización financiera en el mercado de capitales es fundamental para promover el desarrollo económico, pues permite canalizar eficientemente el ahorro hacia la inversión productiva. Por ejemplo, un alto nivel de préstamos al sector privado refleja la capacidad del sistema financiero para movilizar recursos hacia actividades productivas, impulsar la inversión y dinamizar la economía. No obstante, Colombia presenta un bajo nivel de préstamos al sector privado como porcentaje del PIB (39,6%), cifra por debajo del promedio de los países miembros de la OCDE (148,7%) y de los países de ingreso mediano alto (142,3%). De igual forma, frente a pares regionales como Chile (103,4%) y Brasil (75,9%), el país muestra una brecha significativa, lo cual sugiere barreras en el acceso al crédito y baja inclusión financiera (Gráfico 5).

**Gráfico 5. Préstamos al sector privado**  
(% del PIB, 2024)



**Gráfico 6. Capitalización de empresas nacionales en el mercado de valores**  
(% del PIB, 2024)



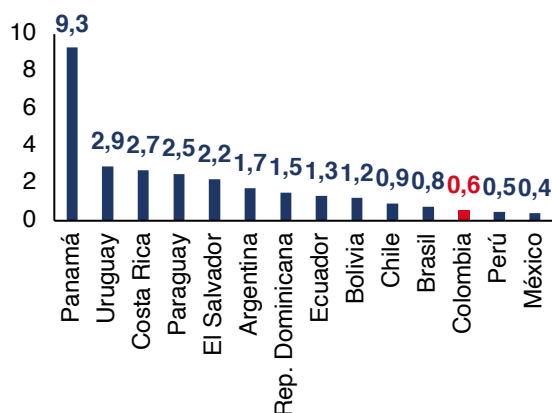
<sup>1</sup> Rajan, R., & Zingales, L. (1998). Financial development and growth. American Economic Review, 88(3), 559-586.

Fuente: elaboración ANIF con base en Banco Mundial. \*Para Perú y Argentina se tiene información de 2022.

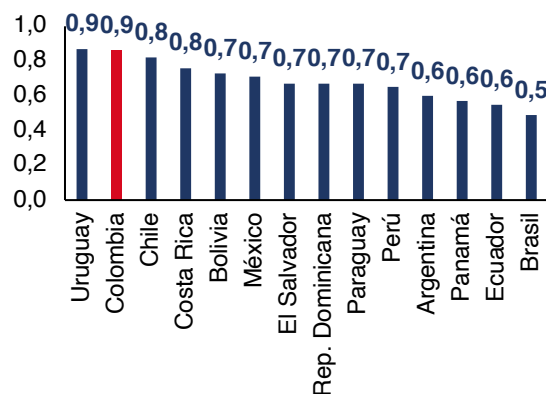
Por su parte, la capitalización de las empresas nacionales en el mercado de valores es crucial para ampliar las fuentes de financiamiento de largo plazo y fortalecer la estructura empresarial del país. En 2022, Colombia presentaba una capitalización bursátil como porcentaje del PIB de 19,8%, cifra significativamente inferior al promedio de la OCDE (119,5%), Gráfico 6. Asimismo, Chile (94,4%), Brasil (40,7%), México (31,0%) y Perú (28,9%) superan ampliamente a Colombia, lo que evidencia la poca profundidad del mercado de valores colombiano. Esta baja capitalización limita el acceso de las empresas a recursos de inversión mediante la emisión de acciones, restringiendo su capacidad de crecimiento y competitividad en el largo plazo.

El número de bancos por cada millón de habitantes es un indicador clave del grado de competencia y diversidad en el sistema financiero de un país. Colombia, con 0,56 bancos por millón de habitantes, se ubica entre los países con menor presencia bancaria en la región (Gráfico 7). Esta escasa cantidad de instituciones financieras puede limitar la competencia, restringir el acceso al crédito y reducir la oferta de productos financieros, especialmente en zonas rurales o menos desarrolladas. Asimismo, el índice de concentración Herfindahl-Hirschman (IHH) muestra el nivel de concentración del mercado bancario. Colombia presenta un IHH de 0,9, lo cual refleja una alta concentración del sistema financiero en pocas entidades (Gráfico 8). Lo anterior se puede traducir en menor competencia, mayores costos para los usuarios y escasos incentivos para la innovación. La combinación de un bajo número de bancos y una alta concentración sugiere que el sistema financiero colombiano opera en un entorno poco competitivo, lo que representa una barrera estructural para el fortalecimiento de la intermediación financiera.

**Gráfico 7. Número de bancos  
(por millón de habitantes)**



**Gráfico 8. Índice de concentración  
Herfindahl – Hirschmann (IHH)  
(% del PIB, 2020)**



Fuente: elaboración ANIF con base en Asobancaria, Tovar, J. y Pérez-Reyna, D. (2023); Hordones, C. y Zoratto, A. (2020).

En conclusión, el mercado de capitales colombiano posee grandes desafíos en términos de profundidad, competencia y acceso al financiamiento. Un mercado de capitales profundo y sólido es esencial para el desarrollo económico, ya que permite canalizar el ahorro hacia inversiones productivas, facilita el financiamiento de largo plazo para las empresas y mejora la asignación de recursos. Sin embargo, indicadores como el bajo nivel de préstamos al sector privado, la escasa capitalización bursátil y la alta concentración bancaria reflejan un entorno financiero limitado, restringiendo el crecimiento del tejido empresarial y la inclusión financiera. Superar estas barreras estructurales resulta prioritario para construir una economía más dinámica, competitiva e innovadora, con mayores oportunidades para el desarrollo sostenible e inclusivo.

## **II. Relevancia de los fondos de pensiones en el mercado de capitales**

Las AFPs manejan activos pensionales por cerca de \$464,4 billones (a corte de diciembre de 2024), lo que las convierte en un actor de gran peso y relevancia dentro del mercado de capitales del país. Dado que su objetivo es maximizar el rendimiento de los ahorros de los afiliados al menor riesgo posible, estas entidades han seguido un proceso de diversificación de portafolios, apalancado por la evolución del marco normativo, particularmente con el Decreto 857 de 2011, que modificó su régimen de inversión.

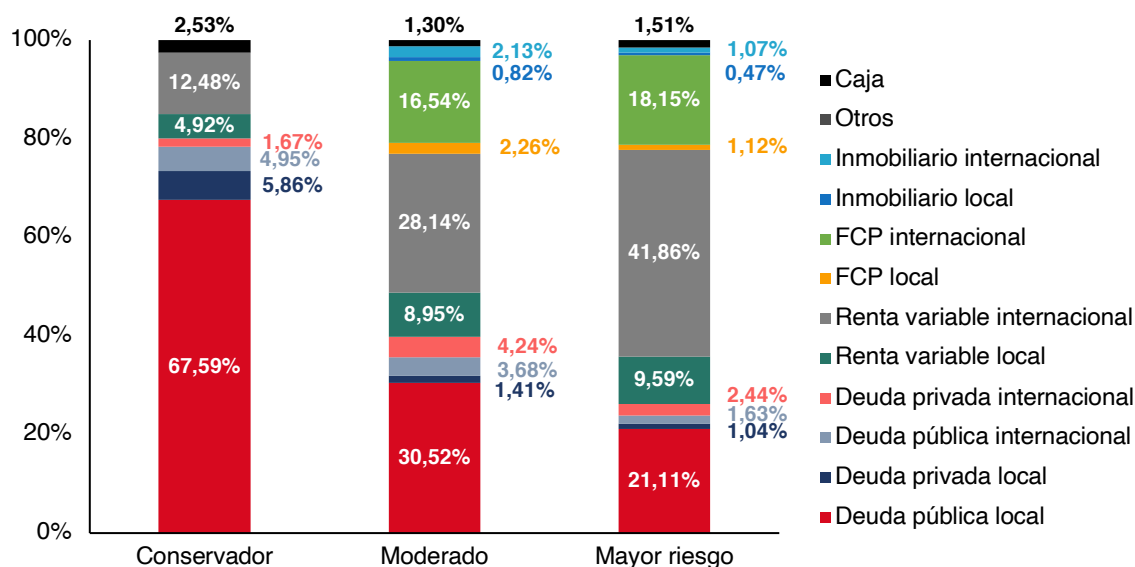
Al cierre de 2024, el portafolio conservador concentraba la mayoría de sus inversiones en renta fija (80,06%), con mayor participación de la deuda pública local (67,59%), seguido por deuda privada local (5,86%), deuda pública internacional (4,95%) y deuda privada internacional (1,67%). La participación en renta variable es reducida, con un 17,40% del portafolio. Allí la mayor participación la concentra la renta variable internacional (12,48%), por encima de la local (4,92%), Gráfico 9.

El portafolio moderado tiene una mayor diversificación. Aproximadamente el 39,85% está invertido en renta fija, dominado por la renta fija local (30,52%), mientras que el resto se distribuye entre deuda privada internacional (4,24%), deuda pública internacional (3,68%) y deuda privada local (1,41%). El portafolio invierte el 37,09% del valor del fondo en renta variable, teniendo mayor peso la renta variable internacional (28,14%), seguido por la local (8,95%). En cuanto a inversiones alternativas, se observa una participación de 16,54% en fondos de capital privado (FCP) exterior y 2,26% en FCP local, mientras que en el sector inmobiliario invierte el 2,13% en internacional y 0,82% en local.



Por su parte, el portafolio de mayor riesgo está fuertemente expuesto a renta variable (51,45%), con mayor participación en la internacional (41,86%). En renta fija se invierte el 26,22% del total de recursos, con mayor participación de la deuda pública local (21,11%) y en menor medida de la deuda privada internacional (2,44%), deuda pública internacional (1,63%) y deuda privada local (1,04%). Por último, los FCP también tienen una alta participación, invirtiendo el 18,15% en el exterior y el 1,02% en el país.

**Gráfico 9. Régimen de inversión de los diferentes portafolios de las AFPs (% del total)**



Fuente: elaboración ANIF con base en Superintendencia Financiera.

Una de las inversiones que tiene mayor impacto en el país de parte de las AFPs es la tenencia de títulos de deuda pública o TES. Esta participación no solo ha impulsado el desarrollo del mercado de renta fija, sino que también ha contribuido a la estabilidad macroeconómica y al financiamiento del Estado. Entre 2010 y 2024, las AFPs han representado en promedio el 28% de las tenencias de TES, destacando que durante 2024 este porcentaje alcanzó 30%, con un total de \$187 billones del saldo total de \$582 billones. Después de las AFPs, los Fondos de Capital Extranjero han sido los segundos mayores tenedores de TES, con una participación promedio del 17,2%. Esta participación creció desde 2016, superando el 20% y alcanzando un pico del 27,2% en 2022. No obstante, desde entonces han reducido su exposición y en 2024 su participación se situó en 17,7%, equivalente a \$102,8 billones.

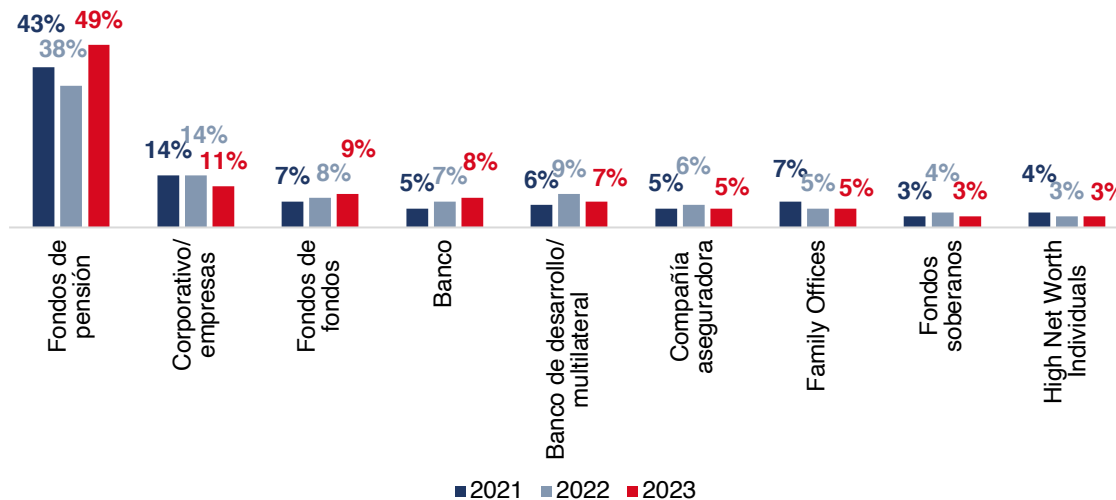
La relevancia de las AFPs en el mercado de renta fija no solo radica en el volumen de TES con el que participan en el mercado, sino que también genera un impacto

sobre los plazos de vencimiento de los títulos. Dado que las AFPs cuentan con pasivos pensionales de largo plazo, su demanda por bonos de largo plazo es estable y predecible. Esto le permite al Ministerio de Hacienda emitir títulos de largo plazo a tasas más favorables, dado el apetito por este tipo de instrumentos.

Otra clase de activos que ha cobrado importancia en los portafolios de las AFPs son los FCP. Estos fondos desempeñan un papel esencial al financiar empresas y proyectos de distintos sectores económicos, ya sea mediando deuda o capital (ColCapital, 2023). Con esto, los FCP no sólo proporcionan recursos financieros, sino que también generan valor estratégico para las compañías en las que invierten, impulsando su crecimiento. Desde la Ley 2112 de 2021, las AFPs están obligadas a invertir al menos el 3% de sus recursos en FCP y/o deuda privada. Gracias a su estructura institucional y diversificación, estas entidades se han convertido en los principales inversionistas de este tipo de vehículos.

Según la encuesta de ColCapital de 2023, los fondos de pensiones participaron en 2023 con un 49% en los compromisos de capital para Colombia, reflejando la confianza en la estabilidad y rentabilidad a largo plazo que ofrece el capital privado (Gráfico 10). En términos de categorías de inversión, los fondos de infraestructura lideran con más del 39% del capital invertido (US\$6.963 millones), seguido por los fondos de adquisiciones y crecimiento (US\$ 3.965 millones) y los fondos inmobiliarios (US\$3.183 millones). En contraste, los fondos de capital emprendedor representan un menor capital invertido (US\$305 millones); sin embargo, juegan un papel fundamental en el ecosistema empresarial al apoyar a empresas innovadoras que se encuentran en etapas tempranas de desarrollo.

**Gráfico 10. Compromisos de capital privado por perfil de inversionistas (% del total)**



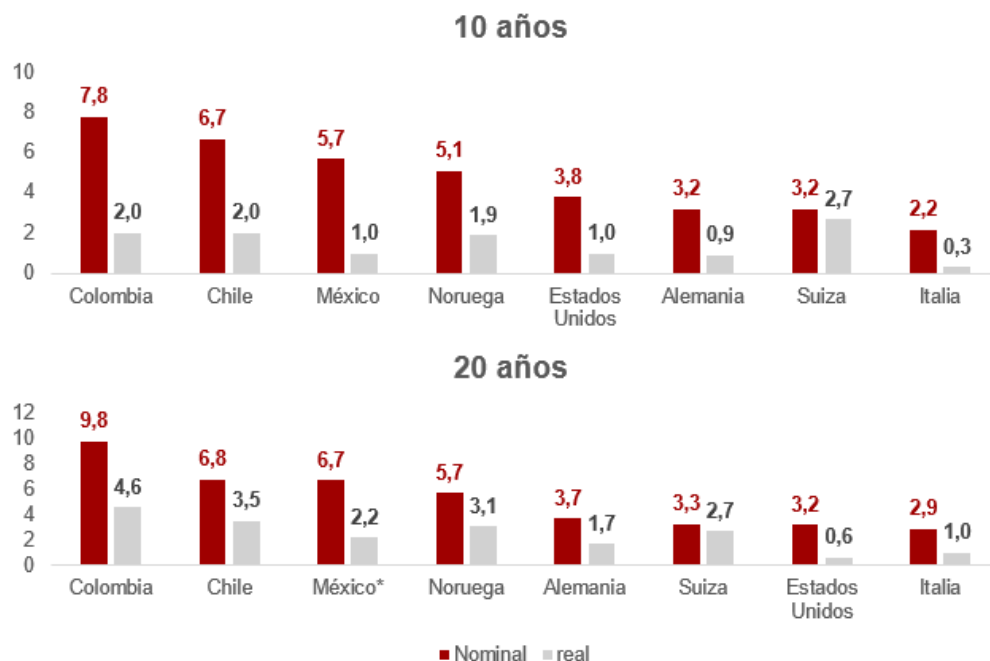
Fuente: elaboración ANIF con base en Encuesta ColCapital 2023.

Bajo este panorama, las inversiones de las AFPs en los FCP contribuyen de manera directa al dinamismo económico, al financiar proyectos estratégicos como infraestructura urbana, concesiones viales 4G, asociaciones público-privadas (APP) y desarrollos inmobiliarios residenciales y comerciales (Asofondos, 2020).

En Colombia, la diversificación de los portafolios de inversión de las AFPs ha permitido obtener rendimientos sólidos y sostenibles en el tiempo, maximizando la pensión de los cotizantes. Según la OCDE (2024), con corte a 2023, en los últimos 10 años las AFPs en Colombia han tenido unos rendimientos nominales de 7,8% y reales de 2,0%. En comparación con otros países, México presentó un rendimiento nominal promedio de 5,7% y real de 1,0% en el mismo período, mientras que Chile presentó rendimientos más cercanos a los de Colombia, registrando un rendimiento nominal de 6,7% y real de 2,0% (Gráfico 11).

Cuando se amplía el horizonte a los últimos 20 años, Colombia destaca como el país con los mejores rendimientos entre los miembros de la OCDE, con un rendimiento nominal de 9,8% y real de 4,6% (Gráfico 11). Este desempeño sobresaliente obedece en parte a que los proveedores de pensiones en América Latina incorporaron activos alternativos en sus portafolios en las últimas décadas, en contraste con los bajos rendimientos observados en Europa y Turquía.

**Gráfico 11. Tasas de Rentabilidad anual promedio de la inversión países de la OCDE**



Fuente: elaboración ANIF con base en OCDE.

### III. Impactos de la reforma pensional sobre el ahorro nacional

En 2024 se creó el Sistema de Protección Social Integral para la Vejez, Invalidez y Muerte de Origen Común mediante la aprobación de la Ley 2381 de 2024. Este se basa en cuatro pilares: solidario, semicontributivo, contributivo y voluntario. El pilar contributivo está compuesto por un Componente de Prima Media, administrado por Colpensiones, y un Componente Complementario de Ahorro Individual (CCAI), conformado por las Administradoras del Componente Complementario de Ahorro Individual (ACCAI). Los aportes desde uno hasta 2,3 salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV) se destinan al componente de prima media y por encima de este umbral hasta 25 SMMLV se destinan al CCAI. El Componente de Prima Media administrado por Colpensiones será el único pagador de pensiones.

La mencionada ley también creó un Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo (FAPC), con el fin de, financiar las pensiones del nuevo esquema de pilares a cargo del Componente de Prima Media. Ahora bien, el FAPC no pagará pensiones de aquellos afiliados que, previamente a la entrada en vigor de la ley, se encontraban afiliados al Régimen de Prima Media con prestación definida, así como las de aquellos beneficiarios del Régimen de Transición de que trata el artículo 76 de la misma ley.

Según lo establecido en la Ley 2381 de 2024, los ingresos del FAPC corresponden a:

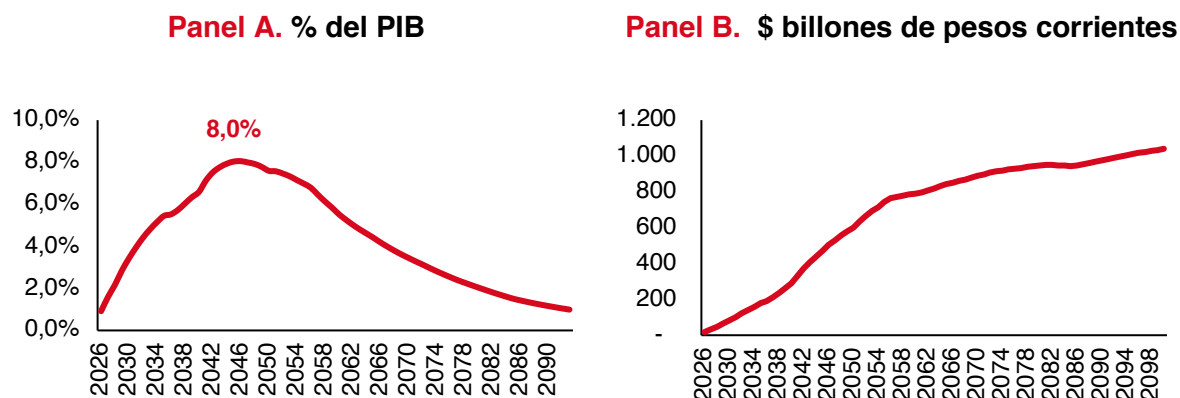
- a. Los ingresos por cotización a pensión que reciba el Componente de Prima Media del Pilar Contributivo, que correspondan a la diferencia entre el total de estos ingresos y los siguientes valores: a) 1,8% del PIB para las vigencias 2025-2028; b) 1,6% del PIB para las vigencias 2029-2035; c) 1,4% del PIB para las vigencias 2036-2040; d) 1,2% del PIB para las vigencias 2041-2050; e) 1,0% del PIB a partir de la vigencia 2051.
- b. La contribución solidaria de que trata el literal d) del Artículo 23.
- c. La totalidad de los ingresos por traslados que se materialicen en virtud de la oportunidad de traslado establecida en el Artículo 77.
- d. La totalidad de los ingresos por traslados del Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad a Colpensiones, que correspondan a afiliados que pertenezcan al régimen de transición establecido en el Artículo 76, y que les falten 10 años o más para alcanzar la edad de pensión.
- e. La totalidad de los recursos que se transfieran desde las Administradoras de Fondos de Pensiones a Colpensiones, en línea con las disposiciones del literal o) del Artículo 19.

Para estimar cómo se vería el *stock* del FAPC, se construyeron unos fondos generacionales de la siguiente manera<sup>2</sup>: i) un fondo de entrada que incluye a los cotizantes por debajo de los 25 años; y ii) fondos generacionales compuestos por grupos de cotizantes cada cinco años. El supuesto de rentabilidad que se le asignó a los fondos depende de la edad de los cotizantes: i) los recursos de los cotizantes de 15 a 35 años serán invertidos en un portafolio de mayor riesgo (como se conoce hoy en día en las AFPs), con una rentabilidad nominal promedio de 7,5%, ii) los recursos de los cotizantes entre 36 y 50 años se invertirían como un portafolio moderado con una rentabilidad nominal promedio de 7,0%, y iii) los recursos de los cotizantes de edades entre 51 y más de 65 años se invertirán como un portafolio conservador con una rentabilidad nominal promedio de 6,5%.

Otros supuestos que se utilizaron para las estimaciones fueron: i) una tasa de reemplazo del 65% en el Componente de Prima Media, ii) un porcentaje de cotización de 13,2% en los escenarios con reforma para el CCAI y 13,0% para el FAPC, iii) una tasa de deslizamiento del SMMLV de 1,6%, iv) una expectativa de vida de las mujeres de 80 años y de hombres de 74 años, y v) una inflación y un crecimiento del PIB de largo plazo de 3% anual cada uno.

Con lo anterior, según nuestras estimaciones, el FAPC alcanzaría un máximo de 8,0% del PIB en 2045, lo que representa cerca de 472 billones de pesos corrientes (Gráfico 12). Sin embargo, a partir de ese año empezaría una reducción progresiva del *stock* por el pago de pensiones, el cual converge a 0,7% para 2100.

**Gráfico 12. Stock del FAPC**  
(con fondos generacionales)



Fuente: cálculos ANIF.

<sup>2</sup> La construcción de los fondos generacionales para el FAPC es un supuesto, teniendo en cuenta que al momento de realizar este estudio no se ha expedido ninguna reglamentación al respecto.

Vale la pena destacar que la introducción de fondos generacionales en la reforma tuvo un efecto positivo, protege mejor el ahorro de los colombianos y permite que haya un incremento importante de la pensión gracias al tiempo que permanecen los recursos de cada generación en el fondo (acumulando rendimientos), pues estos empiezan a desacumularse únicamente cuando las personas de la generación se pensionan.

En lo referente al Régimen de Ahorro Individual (RAIS) o Componente Complementario de Ahorro Individual (CCAI), como se llamará con la reforma, en promedio en los últimos 5 años, las AFPs han administrado recursos por más de \$300 billones en pensiones obligatorias, lo que representa cerca del 25% del PIB. Solo en 2024, el valor administrado alcanzó los \$415 billones de pesos<sup>3</sup>, representando el 24,4% del PIB. No obstante, con la entrada en vigor de la nueva reforma pensional, este panorama va a cambiar significativamente. Por ello, desde ANIF proyectamos la evolución del *stock* de recursos administrados por las ACCAI bajo dos escenarios, sin y con reforma<sup>4</sup>, para comparar el desempeño en ambos casos.

Para hacer el ejercicio de estimación del *stock* del CCAI, se tuvo en cuenta lo expuesto en el artículo 2.43.3.1.11 del proyecto de decreto donde se constituyen los fondos generacionales para las ACCAI. De esta manera, se separaron las cohortes de cotizantes en generaciones de 5 años y se establecieron siete fondos generacionales de acuerdo con el año en el que se pensionarían las personas pertenecientes a la cohorte, como se observa en la Tabla 1. A partir de esa distribución se calculan los ingresos por cotización que tendrá el CCAI en el escenario con reforma.

Además, se simula también la desacumulación de estos recursos. De acuerdo con el literal o) del artículo 19 de la Ley 2381 de 2024, el total de cotizaciones acumuladas en las Administradoras de Fondos de Pensiones seguirán siendo administradas por estas hasta el momento en que se consolide la pensión integral de vejez, momento en el cual el valor de las cotizaciones hasta 2,3 SMMLV y sus respectivos rendimientos serán trasladados al Componente de Prima Media – Colpensiones – y al FAPC según lo dispuesto en el numeral 4 del artículo 24 de la misma Ley. Entre tanto, el valor que exceda las cotizaciones de 2,3 SMMLV y sus respectivos rendimientos se mantendrá en el CCAI para constituir una renta vitalicia. Esta dinámica implica una salida significativa de recursos para el CCAI una vez inicia el retiro de la primera cohorte generacional bajo el nuevo sistema, pues las cotizaciones de los nuevos afiliados con ingresos superiores a 2,3 SMMLV son considerablemente menores y no alcanzan a compensar las salidas.

---

<sup>3</sup> Correspondiente a la suma de los fondos conservador, moderado y mayor riesgo. El fondo especial de retiro programado no está incluido, de incluirse a corte de 2024 el total de recursos sería de \$464,4 billones.

<sup>4</sup> En el escenario sin reforma las administradoras de los recursos que van al Régimen de Ahorro Individual (RAIS) se llaman Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Con la reforma, el RAIS ahora se llamará Componente Complementario de Ahorro Individual (CCAI) y las administradoras de estos recursos se llamarán Administradoras del Componente Complementario de Ahorro Individual (ACCAI).

El supuesto de rentabilidad se le asignó a los fondos dependiendo de la edad de los cotizantes: i) los recursos de los cotizantes de 15 a 35 años serán invertidos en un portafolio de mayor riesgo (como se conoce hoy en día en las AFPs), con una rentabilidad nominal promedio de 8,5%, ii) los recursos de los cotizantes entre 36 y 50 años se invertirían como un portafolio moderado con una rentabilidad nominal promedio de 8,0%, y iii) los recursos de los cotizantes de edades entre 51 y más de 65 años se invertirán como un portafolio conservador con una rentabilidad nominal promedio de 6,7%. Además, se mantienen los supuestos macro y de expectativa de vida que se utilizaron para proyectar el FAPC.

**Tabla 1. Fondos generacionales del CCAI**

| Fondos                   | FG2                                       | FG3                                       | FG4                                       | FG5                                       | FG6                                       | FG7                                       | FG Entrada                           |
|--------------------------|-------------------------------------------|-------------------------------------------|-------------------------------------------|-------------------------------------------|-------------------------------------------|-------------------------------------------|--------------------------------------|
| Edad de cotizantes       | Hombres de 46 a 50;<br>Mujeres de 41 a 45 | Hombres de 41 a 45;<br>Mujeres de 36 a 40 | Hombres de 36 a 40;<br>Mujeres de 31 a 35 | Hombres de 31 a 35;<br>Mujeres de 26 a 30 | Hombres de 26 a 30;<br>Mujeres de 21 a 25 | Hombres de 21 a 25;<br>Mujeres de 16 a 20 | Hombres de 15 a 20;<br>Mujeres de 15 |
| Rango de años de pensión | 2036 - 2040                               | 2041 - 2045                               | 2046 - 2050                               | 2051 - 2055                               | 2056 - 2060                               | 2061 - 2065                               | Posterior a 2065                     |

Fuente: elaboración ANIF con base en proyecto de decreto de fondos generacionales del CCAI.

Como se observa en el Gráfico 13, en un escenario sin reforma, el ahorro pensional administrado por el RAIS (CCAI con reforma) seguiría creciendo hasta alcanzar su punto máximo en 2048, con un total de \$3.506 billones, es decir, alrededor de 49,9% del PIB. A partir de 2049 se observaría una reducción paulatina y hacia 2100 estos recursos llegarían a representar 19,2% del PIB.

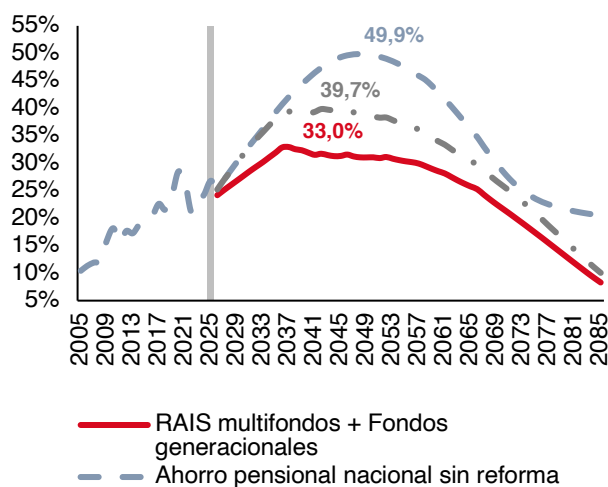
En contraste, bajo un escenario con reforma, la disminución del ahorro pensional administrado sería más rápida: su pico sería en 2037 con recursos de \$1.209 billones, lo que equivale a 33,0% del PIB, mientras que para 2100 estos descenderían hasta 3,2% del PIB.

En cuanto al flujo de recursos administrado por el CCAI, el comportamiento proyectado difiere notablemente entre ambos escenarios. Bajo el escenario sin reforma, dicho flujo representaría alrededor del 1,8% del PIB en 2026, pero comenzaría a disminuir gradualmente hasta alcanzar un nivel cercano al 1,4% del PIB en 2050 (Gráfico 14). En contraste, en el escenario con reforma el flujo sería considerablemente más bajo desde

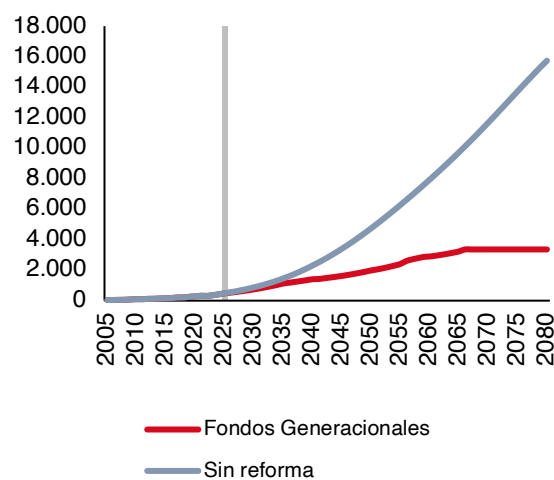
el inicio, alcanzando tan solo 0,6% del PIB en 2025, y reduciéndose hasta llegar a 0,5% del PIB en el año 2050.

**Gráfico 13. Ahorro pensional acumulado administrado por las AFPs con y sin reforma pensional**

**Panel A. % del PIB**

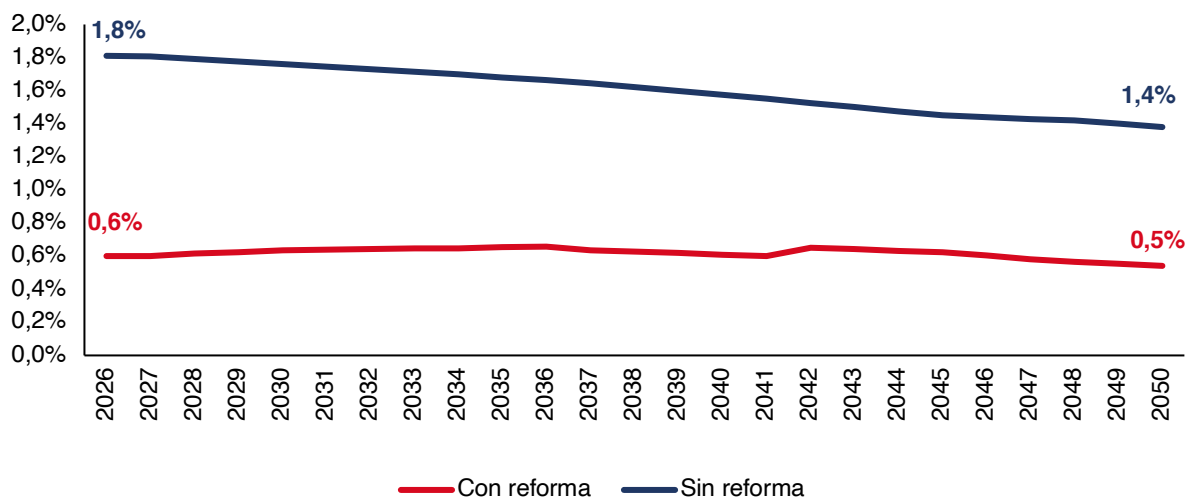


**Panel B. \$ billones de pesos**



Fuente: cálculos ANIF.

**Gráfico 14. Flujo de recursos administrados por las AFPs con y sin reforma pensional (% del PIB)**



Fuente: cálculos ANIF.



#### **IV. Buenas prácticas para el manejo del ahorro pensional**

Uno de los elementos importantes en el nuevo esquema pensional será la forma en que se gestionen e inviertan los recursos acumulados, tanto en las ACCAI como en el FAPC. La correcta definición de estas condiciones no sólo será determinante para asegurar la sostenibilidad del sistema, sino también para mitigar posibles impactos negativos sobre el mercado de capitales. Para ello, es indispensable que los portafolios de inversión continúen estructurándose bajo principios de diversificación. En particular, una cartera diversificada reduce el riesgo no sistemático sin sacrificar rendimientos esperados (Markowitz, 1952).

En el contexto de los sistemas pensionales, esta lógica permite suavizar la volatilidad en los retornos de inversión y proteger los ahorros de los afiliados frente a choques idiosincráticos en mercados específicos. Invertir en una combinación de instrumentos de renta fija y renta variable, tanto locales como internacionales, fortalece la resiliencia de los fondos frente a fluctuaciones económicas, políticas y monetarias, y permite capturar oportunidades de crecimiento en distintos sectores económicos. Además, una adecuada diversificación contribuye a la estabilidad financiera agregada al reducir la exposición excesiva a activos domésticos.

Adicionalmente, es importante la administración bajo un enfoque generacional, un modelo ampliamente adoptado en sistemas de pensiones alrededor del mundo. Los fondos generacionales asignan los recursos de los afiliados según su edad y el tiempo que falta para su jubilación. Esto implica una mayor exposición a activos de mayor riesgo (como renta variable) en las etapas tempranas de la vida laboral, y una migración progresiva hacia instrumentos más conservadores (como renta fija) a medida que el afiliado se aproxima a la edad de retiro. Esta estrategia permite maximizar los retornos en el largo plazo aprovechando el horizonte extendido de inversión de los jóvenes, al tiempo que protege el capital acumulado en la etapa cercana al retiro, cuando hay menor capacidad de recuperación ante pérdidas. Por tanto, este enfoque mejora la estabilidad del sistema al reducir la probabilidad de pérdidas abruptas que afecten simultáneamente a grandes grupos de afiliados, facilitando una planificación actuarial más precisa y evitando presiones fiscales futuras.

Establecer marcos regulatorios para la inversión de los fondos, así como mecanismos robustos de supervisión, monitoreo y rendición de cuentas, será clave para el éxito del nuevo sistema pensional. La alineación entre los objetivos de largo plazo del sistema y las decisiones de inversión será determinante para generar confianza, preservar el valor de los ahorros y contribuir al desarrollo sostenible del mercado financiero colombiano.

#### **V. Comparación internacional de los sistemas pensionales**

Los sistemas de pensiones no solo cumplen una función social al garantizar ingresos durante la vejez, sino que también pueden convertirse en pilares clave del ahorro nacional

y del desarrollo económico. En particular, los fondos pensionales bien diseñados y administrados tienen el potencial de canalizar recursos hacia la inversión productiva, fomentar la estabilidad financiera y contribuir a la sostenibilidad fiscal de largo plazo. Esta sección presenta los casos de Noruega y México, dos países que han implementado modelos distintos de ahorro pensional, pero que comparten el objetivo de utilizar estos recursos de forma eficiente para impulsar el crecimiento económico.

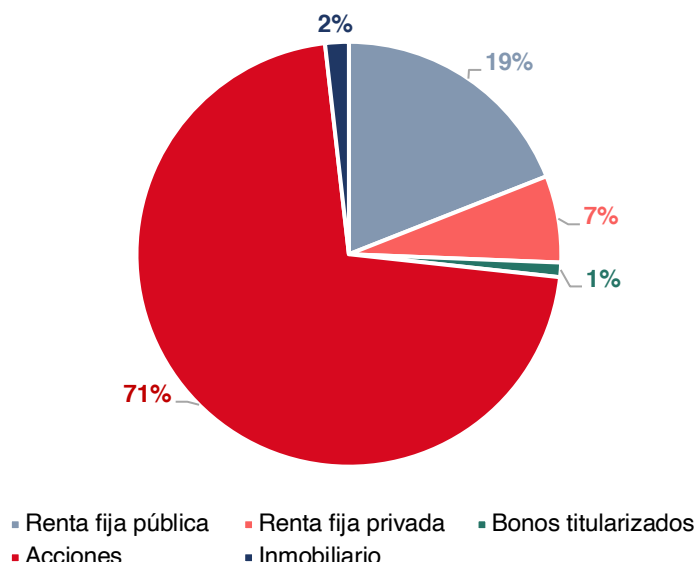
## Noruega

El Fondo de Pensiones del Gobierno Noruega es un fondo patrimonial que tiene como objetivo incrementar el ahorro público para hacer frente al gasto en pensiones. Su diseño y funcionamiento ha sido clave para asegurar la sostenibilidad fiscal del país, así como para proteger los ingresos derivados de los recursos naturales para las generaciones futuras. El Fondo se encuentra dividido en dos componentes: el Fondo de Pensiones Global del Gobierno (FPG) y el Fondo de Pensiones del Gobierno Noruega (GPFN).

El FPG se creó en 1990 con el propósito de administrar los ingresos excedentes provenientes de la producción y exportación de petróleo y gas del Mar del Norte. Es administrado por el Norges Bank Investment Management, una división del banco central noruego, y es uno de los fondos soberanos más grandes del mundo. El portafolio de inversiones del FPG se concentra en renta variable (71%), renta fija pública (19%), renta fija privada (7%), inversiones inmobiliarias (2%) y bonos titularizados (1%), Gráfico 15. Dentro de la inversión de renta variable, se resalta que un 56,7% de las acciones son provenientes de la industria tecnológica (27,0%), el sector financiero (15,4%) y el consumo no esencial (14,3%). Para 2024, el valor del fondo alcanzó los 19.700 billones de coronas noruegas, representando 309,1% del PIB.

Por su parte, el GPFN fue establecido en 1967 y tiene la característica de invertir principalmente en activos nacionales y regionales. Es administrado por Foletrygdfondet, una entidad pública independiente encargada de gestionar los recursos con enfoque a largo plazo. Este fondo invierte exclusivamente en Noruega (85%) y en el resto de los países nórdicos (15%), enfocándose en empresas que cotizan en la Bolsa de Oslo y otras bursátiles nórdicas, manteniéndose como uno de los inversionistas institucionales más influyentes del país. En cuanto a renta variable, el GPFN figura entre los tres principales accionistas en 43 empresas noruegas, con participaciones significativas en compañías como Storebrand, Mowi y Yara International. Esta presencia accionaria activa le otorga no solo capacidad de incidir en decisiones clave de gestión corporativa, sino también una responsabilidad creciente como agente de cambio en materia ambiental, social y de gobernanza. Asimismo, para 2024, el valor del fondo ascendía a 360 billones de coronas noruegas, representando el 5,6% del PIB.

**Gráfico 15. Portafolio de inversiones del FPG de Noruega**



Fuente: elaboración ANIF con base en Norges Bank Investment Management.

## México

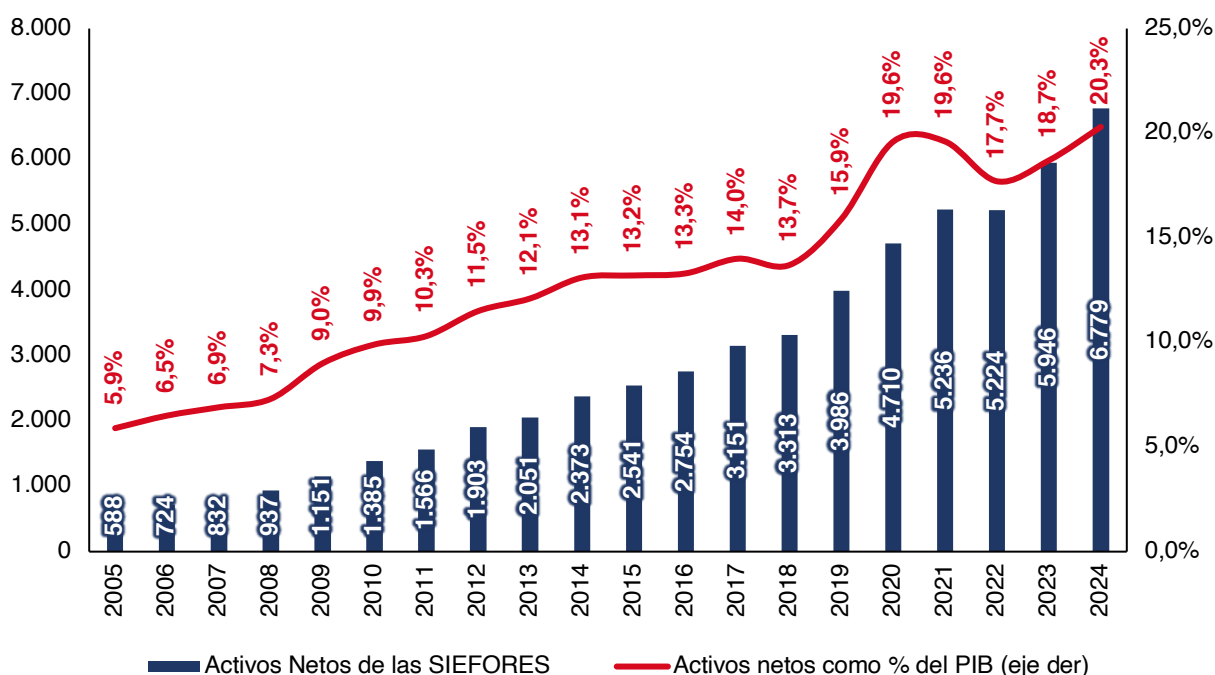
A finales de 2024, el Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR) administraba activos netos totales por \$6,8 billones de pesos mexicanos (\$326,6 mil millones de dólares<sup>5</sup>), es decir, 20,3% del PIB (Gráfico 16). Para el cuarto trimestre del año, la distribución de la cartera estuvo concentrada en deuda gubernamental (50,2%), renta variable internacional (13,5%) y deuda privada nacional (13,4%).

De estos recursos, se invirtieron \$1,9 billones de pesos mexicanos (5,5% del PIB) en distintos sectores de la economía por medio de inversiones en deuda privada, renta variable nacional, instrumentos estructurados y FIBRAS<sup>6</sup> (Gráfico 17). Adicionalmente, se invirtieron \$767 mil millones de pesos mexicanos en ampliar la infraestructura nacional. En cuanto a instrumentos extranjeros, se invirtieron \$1,025 millones de pesos mexicanos, lo que representa 15,1% de los activos netos.

<sup>5</sup> Se utilizó la TRM del 31 de diciembre de 2024, USDMXN = 20,8197.

<sup>6</sup> Fideicomisos de bienes raíces.

**Gráfico 16. Activos netos de las SIEFORES<sup>7</sup>**  
(miles de millones de pesos mexicanos y % del PIB)



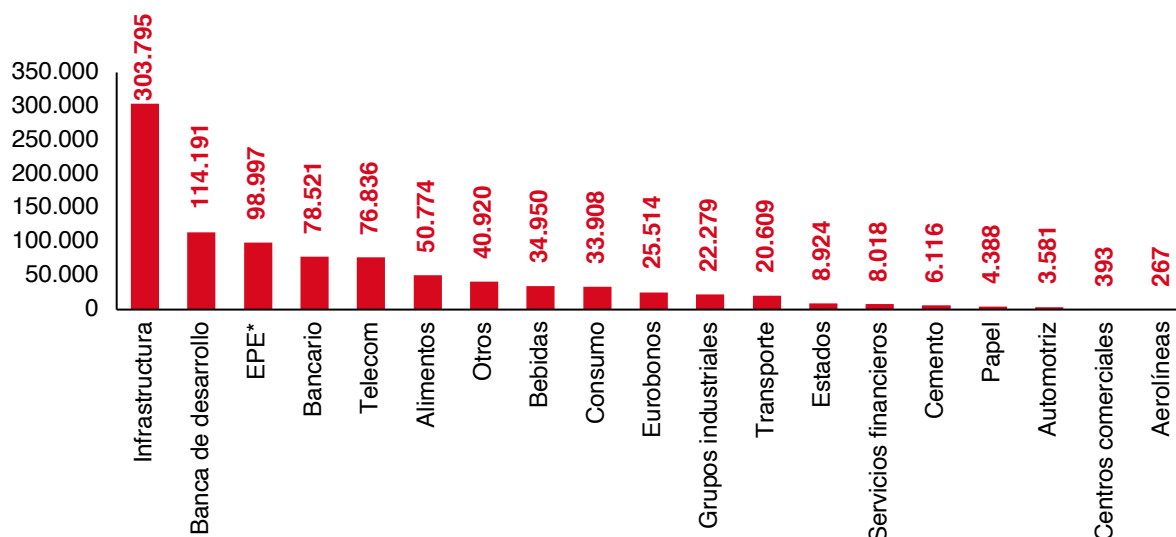
Fuente: elaboración ANIF con base en informe trimestral de CONSAR 2024.

El sistema de pensiones en México ha experimentado una transformación estructural significativa desde la década de los noventa. Con la reforma de 1997 y la entrada en vigor de la nueva Ley del Seguro Social, el país migró de un sistema de reparto basado en beneficios definidos a un esquema de contribución definida con cuentas individuales administradas por las AFORE<sup>8</sup>, las cuales invierten los recursos a través de las SIEFORE. Inicialmente, existía una única SIEFORE con un régimen de inversión altamente restrictivo, centrado en instrumentos de deuda. Posteriormente, con la incorporación de la estrategia de ciclo de vida, se crearon múltiples SIEFORE diferenciadas por edad (cinco específicamente), que permitían una mayor exposición a renta variable para los trabajadores jóvenes. No obstante, este esquema implicaba migraciones frecuentes por edad, generando ineficiencias operativas y baja acumulación de rendimientos.

<sup>7</sup> Una SIEFORE es un fondo de inversión en el cual los fondos de pensiones (AFORE) invierten los recursos de los trabajadores. Con el cambio del sistema pensional, en total son 10 SIEFORES y agrupan cada generación de cotizantes. Cada una tiene un régimen de inversión el cual ira adaptando su estrategia de inversión de acuerdo con el horizonte de retiro de cada generación.

<sup>8</sup> Administradora de Fondos para el Retiro.

**Gráfico 17. Inversión de las SIEFORES en deuda privada para financiamiento de actividades productivas (millones de pesos mexicanos a diciembre de 2024)**



\*Empresas productivas del Estado.

Fuente: elaboración ANIF con base en informe trimestral de CONSAR 2024.

Como respuesta a esto, en diciembre de 2019 se adoptó el modelo de 10 SIEFORE básicas, convirtiéndose en SIEFORE Generacionales, inspirado en los *Target Date Funds* (TDF) internacionales. A diferencia del esquema anterior de multifondos, donde los trabajadores eran transferidos entre fondos conforme cumplieran determinada edad, las SIEFORE Generacionales permiten que el trabajador permanezca en un mismo fondo durante toda su vida laboral y los TDF obligan a planear la continuidad de la estrategia de inversión a lo largo de la vida laboral del cotizante, de manera que el fondo va disminuyendo su perfil de riesgo – rendimiento (CONSAR<sup>9</sup>, 2018). Cada fondo está diseñado con una trayectoria de inversión predefinida, conocida como *glide path*, que ajusta gradualmente la composición del portafolio, disminuyendo la exposición a activos de mayor riesgo (como renta variable o activos alternativos) a medida que el trabajador se acerca a la edad de retiro. Esto le permite una administración más eficiente, reduce los riesgos operativos asociados a los traspasos entre fondos, y es positivo en términos de rendimientos, pues al ser una inversión de largo plazo los rendimientos son mayores.

Con este cambio también se hicieron modificaciones en el régimen de inversión que permiten mayores porcentajes de inversión en renta variable, incluso para las SIEFORE conservadoras. En la Tabla 2 se observa el régimen de inversión de cada SIEFORE generacional.

<sup>9</sup> Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro

**Tabla 2. Régimen de inversión de las SIEFORE Generacionales**  
(% máximo del activo total de la sociedad de inversión)

|                                                                                                     | Básica Inicial | Básica 90 - 94 | Básica 85 - 89 | Básica 80 - 84 | Básica 75 - 79 | Básica 70 - 74 | Básica 65 - 69 | Básica 60 - 64 | Básica 55 - 59 | Básica de Pensiones | Total* |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------------|--------|
| Edad                                                                                                | < 25           | 25 - 29        | 30 - 34        | 35 - 39        | 40 - 44        | 45 - 49        | 50 - 54        | 55 - 59        | 60 - 64        | ≥ 65                |        |
| Instrumentos de deuda emitidos o avalados por el Gobierno Federal o emitidos por el Banco de México | 100            | 100            | 100            | 100            | 100            | 100            | 100            | 100            | 100            | 100                 | 100    |
| Instrumentos de deuda o valores extranjeros de deuda en unidades de inversión o moneda nacional     | 51             | 51             | 51             | 51             | 51             | 51             | 51             | 51             | 51             | 51                  | 51     |
| FIBRAS**                                                                                            | 10             | 10             | 10             | 10             | 10             | 10             | 9              | 8              | 7              | 6                   | 9      |
| Mercancías                                                                                          | 5              | 5              | 5              | 5              | 5              | 5              | 5              | 5              | 5              | 5                   | 5      |
| Instrumentos Estructurados                                                                          | 20             | 20             | 20             | 20             | 20             | 20             | 17             | 14             | 11             | 10                  | 18     |
| Renta Variable                                                                                      | 60             | 60             | 58             | 56             | 53             | 49             | 43             | 34             | 19             | 15                  | 48     |
| Instrumentos bursatilizados                                                                         | 40             | 40             | 38             | 36             | 33             | 30             | 27             | 23             | 21             | 20                  | 31     |
| Valores internacionales                                                                             | 20             | 20             | 20             | 20             | 20             | 20             | 20             | 20             | 20             | 20                  | 20     |

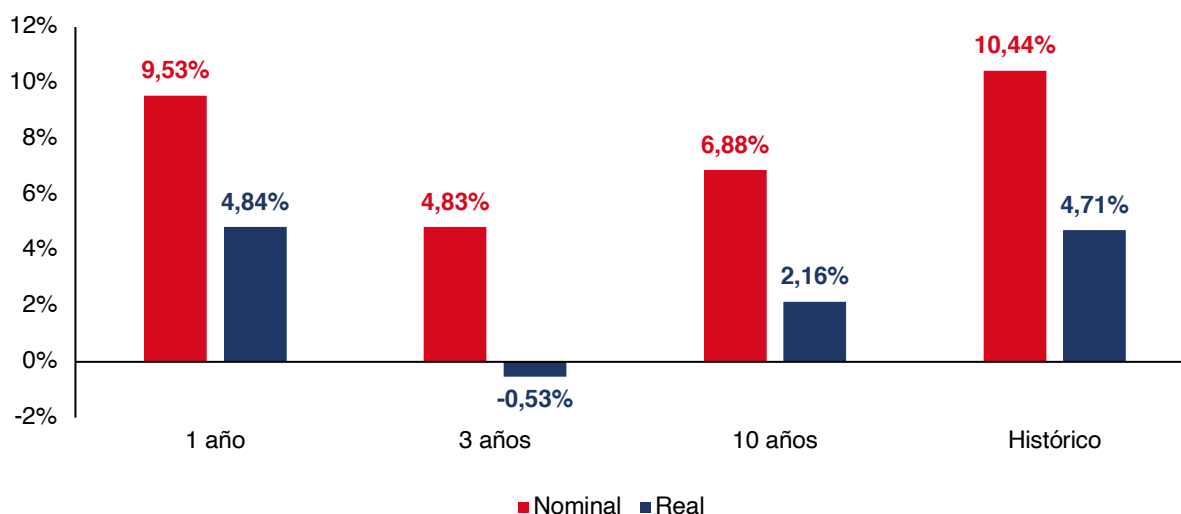
\*El total es un promedio ponderado por activos.

\*\*Las FIBRAS son Fideicomisos de Bienes Raíces.

Fuente: elaborado por ANIF con base en Apuntes Sobre el SAR No 3.

De acuerdo con el informe trimestral del cuarto trimestre de 2024 de CONSAR, la rentabilidad histórica promedio del sistema ha sido de 10,44% nominal y 4,71% real (Gráfico 18). Con esto, el sistema ha acumulado \$3,62 billones de pesos mexicanos de rendimientos, lo que es igual al 53,3% de los activos netos administrados por las AFORES.

**Gráfico 18. Rentabilidad nominal y real del SAR**  
(promedio anual a diciembre 2024)



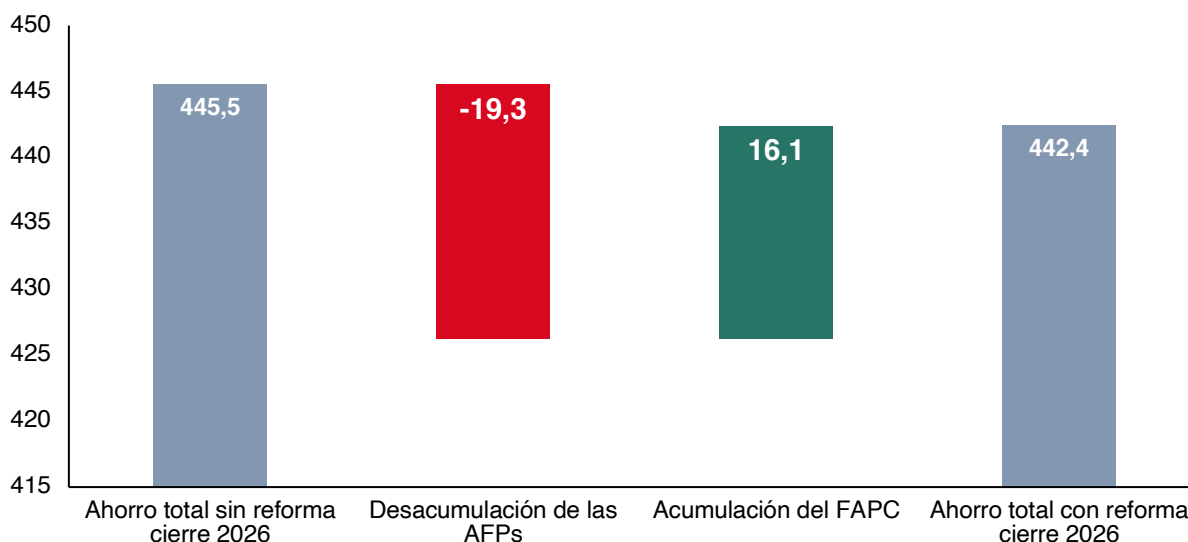
Fuente: elaboración ANIF con base en Apuntes Sobre el SAR No 3.

## VI. Impacto de la reforma pensional sobre el mercado de capitales

Uno de los efectos más relevantes de la reforma pensional sobre el mercado de capitales será la reducción del ahorro pensional administrado por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs), como resultado del traslado de una parte significativa de los flujos futuros al componente público del sistema. Esto puede implicar una menor acumulación de recursos en instrumentos que tradicionalmente han nutrido el mercado de capitales (e. g. deuda pública local). Si bien la creación del FAPC podría mitigar parcialmente esta pérdida, su proceso de desacumulación limita su capacidad de compensar de forma sostenida el impacto sobre el financiamiento del mercado de capitales en el largo plazo.

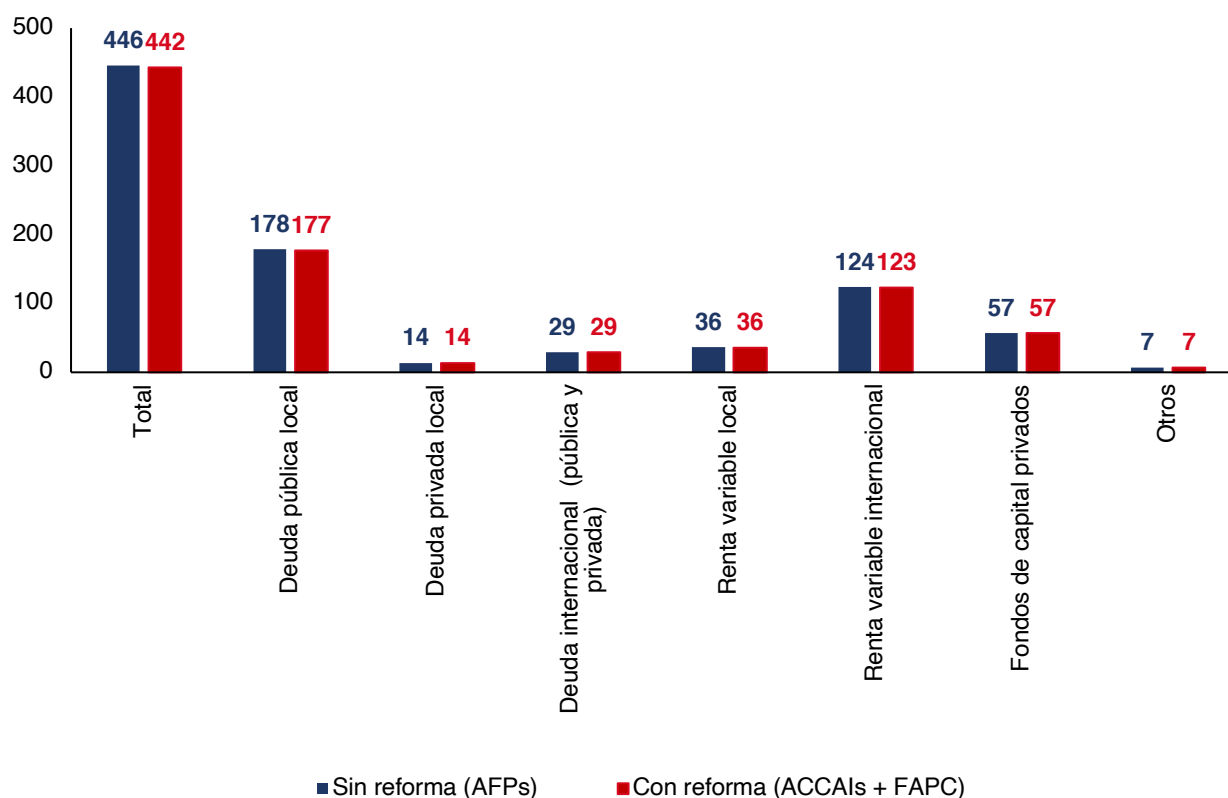
Con la implementación de la reforma pensional, las AFP dejarían de recibir alrededor de \$19,3 billones en 2026 (Gráfico 19). Ese mismo año, el ahorro pensional administrado por el FAPC alcanzaría los \$16,1 billones, lo que implicaría una pérdida de ahorro pensional en la economía de \$3,1 billones. Esta pérdida de ahorro pensional afectaría las inversiones que se hacen hoy en día en los distintos activos del mercado de capitales. Como se observa en el Gráfico 20, esta reducción se concentraría principalmente en deuda pública local (\$1,3 billones), renta variable internacional (\$0,9 billones) y fondos de capital privado (\$0,4 billones), tendencia que se mantendría a lo largo de todo el horizonte de análisis.

**Gráfico 19. Ahorro pensional nacional en 2026: cambio por cuenta de la reforma pensional (\$billones en precios constantes de 2024)**



Fuente: cálculos ANIF.

**Gráfico 20. Distribución del portafolio del ahorro pensional: con y sin reforma**  
 (\$billones en precios constantes de 2024)



Nota: la diferencia entre las dos barras representa la pérdida de ahorro que habría en el total de la economía y en cada uno de los activos.

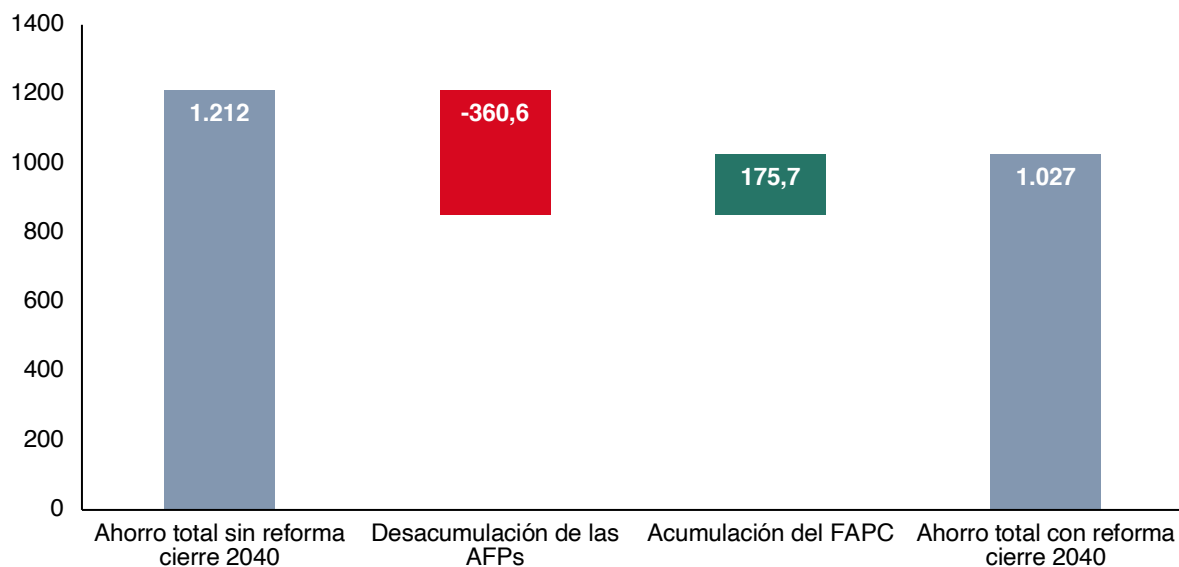
Fuente: cálculos ANIF.

La situación en 2040 no sería muy distinta a la de 2026. En ausencia de nuevas fuentes de ahorro, se estima también una pérdida de ahorro entre los escenarios sin reforma y con reforma. En efecto, en ausencia de una reforma pensional el ahorro pensional nacional ascendería a \$1.212 billones (precios constantes de 2024) en 2040, mientras que con reforma este ascendería a solo \$1.027 billones. Esa pérdida de \$185 billones en el ahorro pensional nacional en 2040 estaría explicada por los \$361 billones que dejarían de recibir las AFPs y que no lograrían ser compensados por los \$176 billones que recibiría el FAPC (Gráfico 21).

Al igual que en 2026, esta pérdida de ahorro pensional afectaría las inversiones que se hacen hoy en día en los distintos activos del mercado de capitales. Como se observa en el Gráfico 22, esta reducción se concentraría principalmente en deuda pública local (\$74 billones) y renta variable internacional (\$51 billones).

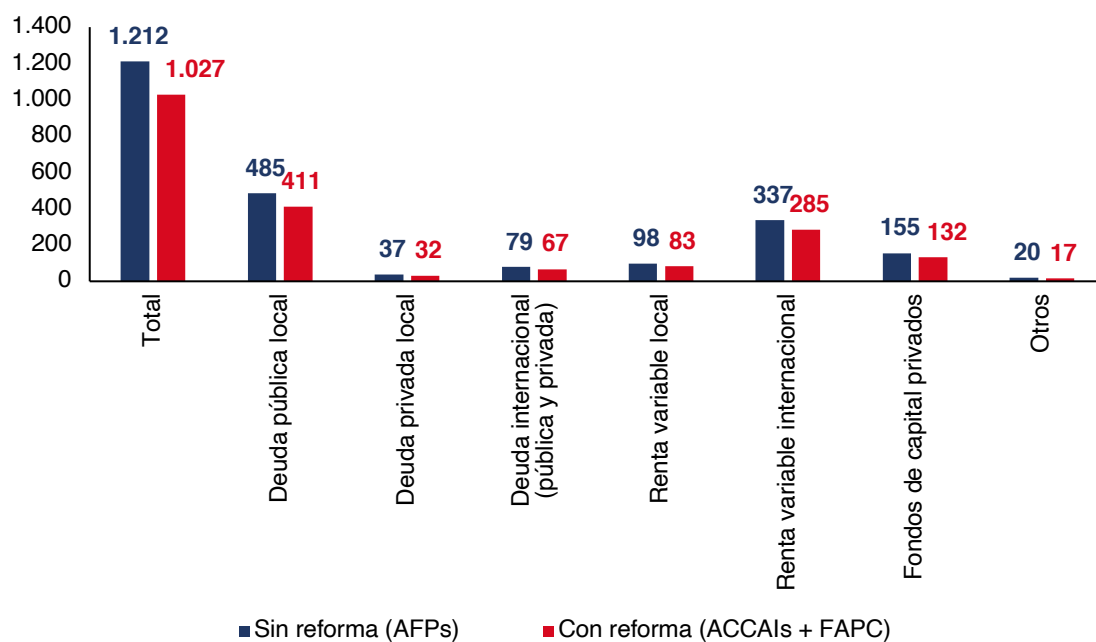


**Gráfico 21. Ahorro pensional nacional en 2040:  
cambio por cuenta de la reforma pensional  
(\$billones, precios constantes de 2024)**



Fuente: cálculos ANIF.

**Gráfico 22. Distribución del portafolio del ahorro pensional: con y sin reforma  
(\$billones en precios constantes de 2024)**



Fuente: cálculos ANIF.

Un menor ahorro pensional tiene implicaciones macroeconómicas significativas, principalmente sobre la inversión, la estabilidad financiera y el crecimiento económico de largo plazo. Los fondos pensionales son una de las principales fuentes de financiamiento del mercado de capitales, ya que canalizan recursos hacia la compra de deuda pública, bonos corporativos, renta variable y fondos de capital privado. Una reducción sostenida en estos flujos implica una menor disponibilidad de recursos para financiar proyectos productivos, lo cual puede traducirse en un menor dinamismo económico, mayor dependencia de financiamiento externo y presiones al alza sobre las tasas de interés.

Además, una caída en el ahorro pensional en el mediano plazo compromete la acumulación de capital a futuro, reduciendo la capacidad de respuesta ante choques fiscales o financieros y limitando la sostenibilidad del sistema pensional. En el mediano y largo plazo, esta situación puede debilitar la confianza de inversionistas, afectar la calificación crediticia del país y reducir el espacio fiscal disponible para otras prioridades económicas y sociales.

## VII. Conclusiones y recomendaciones

La reforma pensional aprobada bajo la Ley 2381 de 2024 representa un avance en materia de equidad y cobertura, al reducir los subsidios regresivos, eliminar el arbitraje entre los regímenes público y privado y ampliar la cobertura al sistema de protección para la vejez. Sin embargo, **su impacto sobre el ahorro nacional, la inversión de largo plazo y el desarrollo del mercado de capitales deja abiertos interrogantes críticos que deben atenderse con urgencia**. Desde ANIF, destacamos que, aunque la creación del Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo (FAPC) puede significar una inyección de recursos en el corto plazo, **la reforma no provee un marco suficientemente robusto para garantizar la sostenibilidad del ahorro pensional ni su canalización eficiente hacia instrumentos productivos**. Países como Noruega y Chile muestran cómo altos niveles de ahorro nacional han sido determinantes para financiar la inversión productiva y garantizar un crecimiento económico sostenido. En estos casos, el ahorro no solo ha funcionado como colchón de estabilidad macroeconómica, sino como motor de modernización del mercado de capitales. Colombia necesita una visión similar, donde **el ahorro sea una prioridad estratégica de país**. La falta de mecanismos claros para proteger, hacer crecer y optimizar el uso del ahorro acumulado amenaza la estabilidad macroeconómica y la capacidad del país para financiar su inversión productiva para el desarrollo.

Por otro lado, la reforma deja abiertas preocupaciones relevantes. Por ejemplo, no ofrece una solución clara frente al desafío demográfico que atraviesa el país. El envejecimiento poblacional y la disminución de la base de cotizantes amenazan la sostenibilidad financiera del sistema, ya que implican menores ingresos por contribuciones y mayores gastos en pensiones. Ante esto, es indispensable hacer una reforma paramétrica al sistema pensional.

En ese sentido, ANIF ha venido enfatizando diferentes aspectos de la Ley 2381 de 2024 que podrían mejorarse. Justamente, aprovechando que la Corte Constitucional, después de devolver la reforma pensional a la Cámara de Representantes para que se repitiera su último debate, va a entrar a evaluar su constitucionalidad, consideramos importante recordar algunos ajustes que podrían hacerse para que el sistema quede mejor diseñado. Desde ANIF se propone: i) **bajar el umbral de 2,3 SMMLV a 1,5 SMMVL como se discutió al inicio de los debates**, ii) **subir la edad de jubilación**, iii) **la fase de desacumulación no debería ser exclusiva de Colpensiones**, sino que debería poder hacerlo cualquier ACCAI que ofrezca mejores productos de jubilación, esto con el objetivo de que el mismo sistema pensional logre innovación financiera y mayor competencia, lo que implica un mayor bienestar, y iv) **hacer una evaluación permanente sobre la suficiencia entre los saldos ahorrados y las obligaciones futuras en miras de no descapitalizar el sistema**.

Igualmente, en ANIF hemos enfatizado que **los recursos del FAPC deben considerarse intocables** para garantizar la sostenibilidad del sistema en el largo plazo y evitar la generación de pasivos pensionales que, eventualmente, puedan agravar los problemas fiscales. Dado esto, es fundamental que se reglamente con claridad el mecanismo de desacumulación del FAPC. La actual ambigüedad en torno a su funcionamiento **genera incertidumbre sobre su papel como instrumento de ahorro público** y su contribución a la sostenibilidad del sistema. Por ello, la definición de reglas transparentes y fiscalmente responsables será clave para evitar un uso discrecional de estos recursos.

Es crucial reiterar que no puede haber mezcla entre los recursos del régimen contributivo y el régimen semicontributivo. Permitir que el FAPC se utilice para cubrir obligaciones de otros pilares, como el semicontributivo, podría generar una carga fiscal insostenible para el sistema y el país. **El uso cruzado entre pilares comprometería la naturaleza del ahorro individual y aumentaría el pasivo fiscal del Estado**. Desde ANIF hacemos un llamado firme a que se establezcan reglas de uso diferenciadas y estrictas, garantizando que cada peso ahorrado por los cotizantes del pilar contributivo se destine exclusivamente a financiar sus propias pensiones.

Otro de los aspectos relacionados con el FAPC de mayor relevancia es la definición de su estrategia de inversión. Si bien los fondos generacionales aportan mayor estabilidad al sistema de pensiones gracias a la estructura de acumulación y desacumulación gradual, el éxito de la reforma en términos de maximizar la pensión de los cotizantes dependerá en gran medida del diseño y ejecución del esquema de inversiones. En ANIF consideramos fundamental que **el portafolio de inversión sea diversificado**, es decir, que no concentre el ahorro pensional en un solo activo (como sería la renta fija), sino que mantenga una gestión de inversiones similar a la que utilizan las AFPs hoy en día, con una exposición balanceada entre tipos de activos, plazos y riesgos. Además, debe **evitarse la imposición de inversiones forzosas o límites mínimos** que resten eficiencia. Es indispensable que tanto el fondo administrado por el Banco de la República como los fondos a cargo de las ACCAI operen bajo un régimen de inversiones coherente

y eficiente. Para definir este régimen debería conformarse una junta técnica donde participen tanto el Gobierno nacional, como las ACCAI y el Banco de la República. En línea con lo dispuesto en el decreto, la gobernanza del FAPC debe apoyarse en órganos claros de decisión y control —como la junta directiva, el comité de inversiones y el comité de riesgos— bajo la supervisión de la Superintendencia Financiera. La participación técnica del Banco de la República resulta clave para garantizar independencia y disciplina macroeconómica en el manejo de los recursos. **Un fondo de esta magnitud requiere una gobernanza robusta que asegure transparencia, control de riesgos y confianza pública, condiciones indispensables para preservar y fortalecer el ahorro pensional de los colombianos en el largo plazo.**

Con base en experiencias internacionales, el portafolio de inversión del FAPC debería seguir una estrategia de inversión *glide path* o trayectoria de inversión, la cual busca maximizar los rendimientos durante la etapa de acumulación y reducir gradualmente la exposición al riesgo a medida que se aproxima la edad de jubilación. Esto permite que los cotizantes acumulen mayores rendimientos al inicio de su vida laboral, mediante una alta participación en activos de renta variable, tanto local como internacional, alcanzando una participación hasta del 90%. Posteriormente, la proporción de recursos que se invierte en renta variable se va reduciendo progresivamente, mientras que aumenta la participación en activos de renta fija, de manera que en los años cercanos al retiro el portafolio tenga una composición más conservadora, con una mayor participación en activos de menor riesgo.

Lo anterior es importante, además, desde el punto de vista del mercado de capitales ya que una reducción considerable en las inversiones, por medio de un menor ahorro, puede poner en riesgo la estabilidad macroeconómica. **Países con mayores niveles de ahorro logran mejores condiciones para financiar su desarrollo y sostener el crecimiento económico en el largo plazo.** Por eso, para poder seguir desarrollando y profundizando el mercado de capitales colombiano, es importante que la estrategia de inversión del FAPC sea similar a la que tienen las AFPs actualmente.

De igual forma, **preocupa la no modificación de las condiciones para la población que ha cotizado menos de 300 semanas y que no se encuentra en situación de pobreza extrema, pobreza o vulnerabilidad.** Este grupo queda desprotegido, ya que no es lo suficientemente pobre para acceder a la renta básica solidaria, pero tampoco cumple los requisitos para ser parte del Pilar Semicontributivo. Como resultado, estas personas sólo podrán acceder a una indemnización sustitutiva o, en el caso de tener ahorros en el RAIS, a la devolución de saldos. Adicionalmente, con el diseño actual del Pilar Semicontributivo algunas personas podrían terminar en condiciones menos favorables que en el sistema actual, debido a un menor rendimiento real de su ahorro, a pesar de que se contempla un subsidio sobre el saldo acumulado.

Asimismo, se debe avanzar en la reglamentación de la administración del Componente Complementario de Ahorro Individual (CCAI). De acuerdo con el artículo 57 de la Ley 2381 de 2024, diferentes entidades pueden ser ACCAI, entre las que se incluyen las

sociedades fiduciarias, las compañías de seguros de vida, las sociedades comisionistas de bolsa y cualquier entidad autorizada para ejercer esas funciones y vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC). Igualmente, el mencionado artículo establece que las AFPs pueden incluir en su objeto social las actividades autorizadas para las sociedades comisionistas de bolsa y fiduciarias, previa autorización de la SFC. En este sentido, se abre la puerta a una mayor competencia y diversificación en el mercado de administración de pensiones. Sin embargo, **aún está pendiente la reglamentación de este nuevo esquema, en particular lo relacionado con las licencias modulares**. Esta reglamentación es fundamental para que las AFPs puedan desempeñar nuevos roles con claridad y eficiencia, especialmente en un entorno que requiere modernización del mercado de capitales. Experiencias internacionales como la de Noruega muestran cómo permitir que una misma entidad desarrolle distintas funciones bajo licencias especializadas contribuye a una gestión más profesional, eficiente y diversificada del ahorro pensional. Colombia debe avanzar en este camino si quiere consolidar un sistema competitivo y sostenible en el largo plazo.

Colombia debe avanzar en este camino si quiere consolidar un sistema competitivo y sostenible, no solo para promover la competencia entre gestores, sino también para ampliar las alternativas de inversión y fortalecer la canalización de recursos hacia instrumentos de largo plazo. Esto es clave porque el ahorro pensional constituye la principal fuente de ahorro nacional en el país, y su adecuada administración determina la capacidad de financiar diferentes proyectos como por ejemplo de infraestructura, desarrollo sostenible, entre otros.

En esa misma línea, según lo dispuesto en el artículo 64 de la Ley 2381 de 2024, se requiere también **reglamentar el esquema de cobro de comisión por desempeño para las ACCAI**. Este debe buscar **alinear los incentivos** de los administradores con los resultados financieros de los afiliados y promover una mayor competencia entre los gestores. Igualmente, es importante definir múltiples puntos de referencia para evaluar el desempeño de los fondos, tanto desde un enfoque técnico como desde una óptica comprensible para los afiliados.

También es clave **desarrollar un mercado competitivo de rentas vitalicias** para mejorar las condiciones de jubilación. Actualmente, la ausencia de un entorno competitivo limita las opciones disponibles para los pensionados, ya que tanto las rentas vitalicias de vejez como el ramo previsional sólo pueden ser ofrecidos por aseguradoras locales. Permitir la participación de entidades aseguradoras extranjeras podría dinamizar este mercado, ampliar la oferta de productos y fortalecer la competencia, en beneficio de los afiliados.

Finalmente, desde ANIF recomendamos **realizar un primer estudio actuarial en el año 2026**, una vez haya comenzado la implementación efectiva de la reforma, con el objetivo de **evaluar de manera integral el comportamiento del ahorro, el fondeo del sistema y el balance entre ingresos y pasivos pensionales**. Este estudio debe establecer una línea base sólida que permita identificar posibles desajustes, plantear correctivos

normativos y ajustar parámetros clave para fortalecer la sostenibilidad del sistema. A partir de esa primera evaluación, proponemos que el estudio actuarial se convierta en un **ejercicio periódico**, anual o bienal, que dimensione de forma precisa la brecha entre los recursos disponibles y las obligaciones futuras. Es fundamental que los recursos destinados a cubrir dichas obligaciones crezcan de forma sostenida a lo largo del tiempo, en lugar de disminuir, con el fin de garantizar la sostenibilidad financiera del sistema sin comprometer la estabilidad fiscal del país.

## Referencias bibliográficas

- ANIF. (2024). Pilar Semicontributivo: la otra cara de la moneda. Comentario económico.
- Asobancaria, Pérez-Reyna, D., & Tovar, J. (2023). Medición del grado de competencia en el sector bancario colombiano.
- Asofondos. (2020). El papel de los fondos de pensiones en la recuperación económica. Nota de Análisis No. 11. <https://asofondos.org.co/analisis-y-cifras/el-papel-de-los-fondos-de-pensiones-en-la-recuperacion-economica/>
- Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV). (Noviembre, 2023). Fondos públicos como dinamizadores del mercado de capitales: Caso Fonpet (Análisis AMV No. 4). [https://amvcolombia.org.co/manuales\\_y\\_guias/fondos-publicos-como-dinamizadores-del-mercado-de-capitales-caso-fonpet/](https://amvcolombia.org.co/manuales_y_guias/fondos-publicos-como-dinamizadores-del-mercado-de-capitales-caso-fonpet/)
- Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV). (Junio, 2024). Reforma pensional: Desafíos e impactos para el ahorro y el crecimiento económico. Notas de Análisis No. 05. [https://amvcolombia.org.co/manuales\\_y\\_guias/reforma-pensional-desafios-e-impactos-para-el-ahorro-y-el-crecimiento-economico/](https://amvcolombia.org.co/manuales_y_guias/reforma-pensional-desafios-e-impactos-para-el-ahorro-y-el-crecimiento-economico/)
- Ballinas, O. (Abril, 2024). El caso México-Siefores Generacionales: diseño, implementación y regulación [Presentación]. [https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-15897\\_ppt\\_oballinas.pdf](https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-15897_ppt_oballinas.pdf)
- Banco Mundial. (2025a). Ahorro bruto.
- Banco Mundial. (2025b). Crédito interno al sector privado.
- Banco Mundial. (2025c). Capitalización en el mercado de empresas nacionales que cotizan en bolsa.
- Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF). (Junio, 2024). Tercera actualización - Análisis técnico sobre la reforma pensional. <https://www.carf.gov.co/documents/d/guest/2024-06-04-tercer-alcance->

[documento-tecnico-reforma-pensional-ponencia-tercer-debate\\_v7?download=true](#)

Becerra, O, García, M, Hofstetter, M, Mantilla, D, (Febrero, 2025). Fondos generacionales en el nuevo sistema de pensiones: Recomendaciones de regulación. CEDE - Universidad de los Andes (Nota Macro No. 59). <https://economia.uniandes.edu.co/publicaciones/nota-macro-59-fondos-generacionales-en-el-nuevo-sistema-de-pensiones>

Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR). (Julio, 2018). ¿Qué son los Target Date Funds? Experiencias internacionales y posibles beneficios. (Documento de trabajo No. 10). <https://asofondos.org.co/analisis-y-cifras/que-son-los-target-date-funds-experiencias-internacionales-y-posibles-beneficios/>

Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR). (2020). Apuntes sobre el SAR No. 3: Siefore Generacionales. [https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/538931/3\\_Apuntes\\_SAR\\_25feb\\_2020\\_Siefores\\_Generacionales\\_VF.pdf](https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/538931/3_Apuntes_SAR_25feb_2020_Siefores_Generacionales_VF.pdf)

CONSAR. (Junio, 2019). Se modifica el régimen de inversión para transitar de un esquema de multifondos a un esquema de fondos generacionales (Boletín de prensa). <https://www.gob.mx/consar/prensa/se-modifica-el-regimen-de-inversion-para-transitar-de-un-esquema-de-multifondos-a-un-esquema-de-fondos-generacionales-202764?idiom=es>

DANE. (2025a). Cuentas Nacionales Trimestrales por Sector Institucional (CNTSI).

DANE. (2025b). Resultados del Producto Interno Bruto.

Deloitte y Colcapital (Mayo, 2024). Industria De Capital Privado En Colombia Reporte 2023-2024. <https://www.deloitte.com/latam/es/services/financial-advisory/research/estudio-industria-de-capital-privado-en-colombia-2023-2024.html>

Hordones, C. y Zoratto, A. (2020). Estructura, poder de mercado e rentabilidade: evidências do setor bancário na América Latina.

Markowitz, H. M. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 77–91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2025a). Decreto Único Reglamentario de la Reforma Pensional. (Versión preliminar sin número de decreto asignado).

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2025b). Borrador de Decreto sobre los Fondos Generacionales de las ACCAI. (Versión preliminar sin número de decreto asignado).

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2025c). Borrador de Decreto sobre la desacumulación de las ACCAI. (Versión preliminar sin número de decreto asignado).

OECD (2024), Pension Markets in Focus 2024, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/b11473d3-en>.