



Una revisión de los impactos de corto y largo plazo de los retiros anticipados de los fondos de pensiones durante el Covid19

Mayo 2022

Documento de investigación

N°1-2022

Una revisión de los impactos de corto y largo plazo de los retiros anticipados de los fondos de pensiones durante el Covid19

David Tuesta y Roxana Cerna

Resumen

Como parte de las políticas públicas para mitigar los efectos económicos del Covid19 en el Perú, entre el 2020-2021 se puso en marcha una ola de iniciativas legislativas que permitieron el retiro parcial de los fondos del Sistema Privado de Pensiones (SPP) en cinco oportunidades, los mismos que no guardaron ningún criterio de proporcionalidad, focalización ni de relación con la situación económica y sanitaria que se vivían. Como consecuencia de ello, los fondos de pensiones se vieron disminuidos en aproximadamente 9% del PBI, es decir un tercio de los ahorros acumulados que existían antes de la pandemia. El impacto de estos retiros sobre el afiliado ha sido considerable, observándose disminuciones en las tasas de reemplazo desde 78% a 50% para el caso de los cotizantes con densidad completa que tienen 30 años, y de 43% a 24% para aquellos con densidad del 50%. Se recoge información de otros estudios respecto al impacto en los mercados de capitales, observándose que el incremento en los rendimientos de los Bonos de Tesoro Público en el 2021 se explica en cerca de la mitad por los retiros anticipados, con efectos preocupantes sobre los mercados de renta fija privada. A partir de diferentes estudios que calculan el impacto de los fondos de pensiones sobre el crecimiento a largo plazo, se desprende que el ciclo de retiros anticipados de los fondos de las AFP disminuirá el crecimiento anual para los próximos años entre 0,1% y 0,2%.

JEL. H55, J32, O47, O54

1. Introducción

Los sistemas de capitalización individual, desde su introducción en América Latina en la década de los 80's, han brindado sostenibilidad de largo plazo al financiamiento de los beneficios previsionales. El efecto capitalizador se tradujo en la multiplicación del fondo previsional por hasta cuatro veces para el caso chileno y tres veces para el peruano. El impacto positivo del sistema de capitalización individual se aprecia en dos frentes, por un lado, el derecho de propiedad sobre los fondos acumulados -ahorro y rentabilidad- que incrementa el bienestar del afiliado y su grupo familiar; y, por otro lado, el impacto macroeconómico con un mayor crecimiento en el PBI, producto del efecto positivo en el ahorro interno y en el desarrollo del mercado de capitales.

Pese a lo anterior, la frecuencia de los aportes previsionales cuenta con un rol preponderante sobre la perspectiva hacia el sistema. La razón es simple, las pensiones para quienes cotizan con regularidad son adecuadas, mientras que para aquellos afiliados que contaron con lagunas laborales o periodos sin cotizar resultaron bajas (Asociación de AFP, 2018). Este escenario adverso se presenta por inactividad laboral, situación de desempleo o por encontrarse en el sector informal, es así que, en países como el nuestro con elevados niveles de informalidad y movilidad laboral entre sectores, los resultados pensionarios no satisfacen las expectativas del segmento.

La crisis sanitaria del Covid19 tornó compleja la situación de la economía mundial. La reacción de los Gobiernos frente a ella incluyó: el confinamiento, restricciones a la movilidad y cuarentenas, que en conjunto significó crisis económica en dimensiones históricas. En particular, el efecto sobre el mercado laboral regional fue alarmante, al ocasionar la pérdida de empleos tanto en el sector formal como informal afectando la cotización previsional y la estabilidad financiera de los individuos.

Dada las circunstancias económicas complejas que enfrentaban las familias, el legislativo autorizó el retiro anticipado de los fondos de pensiones hasta en cinco oportunidades. Si bien, ello puso en evidencia uno de los principales beneficios del sistema de capitalización individual, el derecho de propiedad de los fondos acumulados; también puso en riesgo los montos de las pensiones de vejez futuras, al permitir la disponibilidad de cantidades a todas luces desproporcionadas, sin guardar criterios de emergencia ni focalización.

En este contexto, el objetivo de este trabajo es dar a conocer el impacto de corto y largo plazo sobre el afiliado y sobre la economía en su conjunto. Para tal fin se analiza el precedente de los retiros anticipados, el entorno sobre el cual ocurrieron, los criterios de aplicación, el efecto sobre la vulnerabilidad futura del afiliado, las distorsiones en los portafolios de la AFP y en el sistema financiero que la medida originó y, finalmente, el impacto de largo plazo en el crecimiento económico.

2. El mal precedente de la Ley del 95,5% como antesala de los retiros anticipados

Los diferentes esquemas que conforman los sistemas de seguridad social –como un sistema de ahorro individual para las pensiones– se han constituido en una de las innovaciones más importantes de la sociedad moderna que permite mitigar los riesgos que las personas enfrentamos durante el ciclo de vida. Los aportes que se realizan durante el período de trabajo sirven para la obtención del aseguramiento ante siniestros que pueden llevar a las familias a enfrentar pérdidas en sus ingresos futuros debido al desempleo, enfermedad, invalidez, fallecimiento o vejez. Para que este esquema asegurador funcione con eficiencia es importante que este tenga dos cabos adecuadamente balanceados e interconectados: un conjunto de flujos de rentas para cuando la persona ya no trabaje y no genere ingresos; y, consecuentemente, el haber realizado aportes obligatorios en el período activo para dicho fin. Así, asegurar un flujo pensionario, requiere un balance entre la obligatoriedad del aporte, que no debe ser interrumpido ni reducido, de tal forma que asegure una pensión adecuada en el futuro (Antolin, 2008; Zweifel y Eisen, 2012).

El Sistema Privado de Pensiones (SPP) en el Perú, fue introducido en 1993, como parte de la seguridad social, teniendo en cuenta los criterios de obligatoriedad de la aportación para el otorgamiento de un flujo pensionario sea a través de rentas vitalicias o retiros programados. Sin embargo, con la Ley 30425 del 2016, que permitió el retiro a suma alzada del 95,5% del fondo acumulado en la Cuenta Individual de Capitalización (CIC), se debilitó el esquema de aseguramiento, al darse preferencia a la opción de liquidez extrema al jubilarse, pero elevando la vulnerabilidad ante riesgos en un período de cada vez mayor longevidad.

La presencia de la “Ley del 95,5%” ha sido no sólo un debilitamiento legislativo, sino sobre todo una mella del funcionamiento del SPP en la práctica. En efecto, diferentes estudios basados en el marco teórico de la economía conductual anticipaban el alto atractivo que

tiene el consumo presente respecto al futuro, y por tanto el papel que juega la liquidez sobre el ahorro (Benartzi, 2012; Thaler y Benartzi, 2004; Kahneman y Tverski, 1979: Kahneman y Tverski, 1979; Kahneman, 2011; Benartzi, Previtro y Thaler, 2011). Así, en la Figura 1 se observa que hoy, al momento de la jubilación, casi el 100% opta por recibir el 95,5% del dinero acumulado en CIC. Esto contrasta con lo que existía antes de la norma, donde la renta vitalicia diferida tenía más del 60% de las preferencias para la jubilación.

Figura 1: Preferencia de modalidades de jubilación

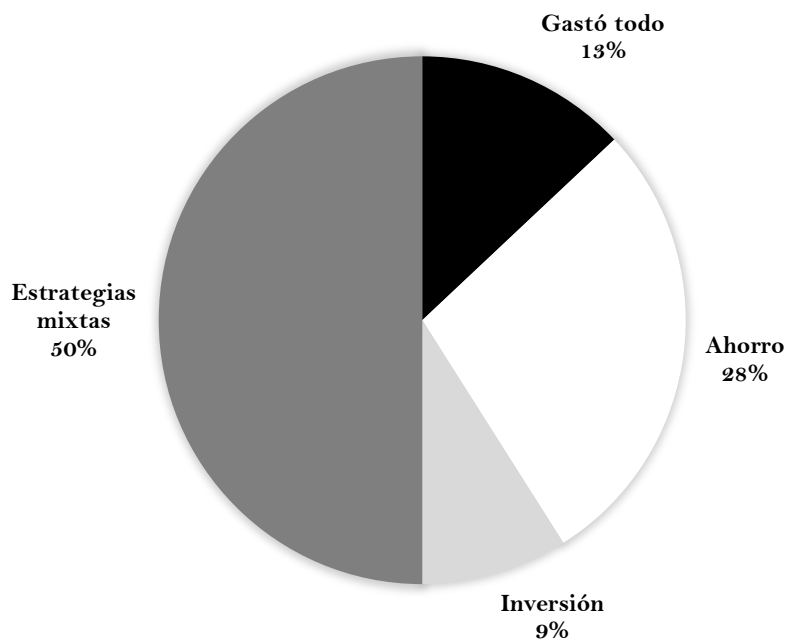
Modalidades a la jubilación	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Retiro programado	19,7	1,4	0,4	0,5	0,2	0,2
Renta vitalicia	18,9	0,5	0,4	0,2	0,2	0,1
Renta vitalicia diferida	60,6	2,4	0,7	0,4	0,6	0,4
Renta temporal con renta vitalicia diferida	0,8	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1
Retiro del 95,5% del fondo	0	95,3	98,3	98,9	98,9	99,2

Fuente: SBS- Estadísticas

Podemos señalar que la Ley del 95,5% se constituye en un ejemplo legislativo de lo que significa una mala política pública de seguridad social, al trasladarle responsabilidad absoluta al jubilado respecto a la gestión de sus activos para la vejez (Modigliani y Muralidhar, 2004; Barr y Diamond, 2008). De hecho, de acuerdo con ILO (2017), de un total de 192 países, casi el 100% proveen esquemas de pagos mensuales como beneficios de pensiones. El hacer completamente líquido el fondo de pensiones al afiliado, lo somete de forma directa a sus sesgos conductuales. Estos sesgos subestiman los años de jubilación hasta el fallecimiento, así como los riesgos de enfermedades y minusvalías que hacen que a medida que pasen los años los gastos de manutención se incrementen. Sí, a esto se le suma la preferencia por el consumo presente, la Ley del 95,5% incrementa la vulnerabilidad en vejez.

Como se aprecia en la Figura 2, el 13% de los jubilados se han gastado todo lo retirado en su fondo de pensiones, mientras que el 50% están en proceso de hacerlo al adoptar objetivos multipropósitos donde se encuentra la compra de un activo, préstamos a familiares, entre otros. Sólo el 28% ha seguido alguna estrategia de ahorro en otras instituciones financieras y un 9% a inversiones diversas.

Figura 2: Uso de los fondos retirados por el 95,5%



Fuente: BID (2020-a)

El hecho que casi el 100% de los jubilados se decidiera a retirar la totalidad de su CIC, deja constancia de la popularidad de la Ley del 95,5%, más allá de los daños comentados. Sin embargo, esta perversa popularidad, abrió las puertas para continuar incentivando a los políticos al desarrollo de medidas similares. Sólo bastaba el contexto oportuno para ponerlas en marcha, y esto sucedió en marzo de 2020, con la llegada de la crisis sanitaria del Covid19 donde empezó una ola intensiva de iniciativas legislativas, que derivaron en cinco momentos de retiros anticipados de las CIC, que ha terminado profundizando más los problemas estructurales del sistema de pensiones peruano.

3. Un largo ciclo de retiros anticipados en el SPP sin sustento

La pandemia trajo una compleja situación sanitaria y económica que derivaron en un conjunto de medidas de política económica extraordinarias. El gobierno, de la mano del Banco Central, puso en marcha un paquete de medidas de más de 20% del PBI, los mismos que incorporaban no sólo políticas fiscales y monetarias, sino también el relajamiento de mecanismos de ahorro y aseguramiento obligatorio destinados a mitigar riesgos del ciclo vital. Así, varios dispositivos legislativos permitieron retiros de la cuenta de Compensación por Tiempo de Servicios (CTS) y de las CIC de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) que constituyen propiedad de los trabajadores.

En el caso de las AFP, se dieron dispositivos legales que autorizaron excepcionalmente el retiro anticipado de los fondos de pensiones durante cinco oportunidades en el período 2020-2021. El SPP, como cualquier sistema obligatorio que forma parte de la seguridad social, no contempla en su estructura técnica la posibilidad de retirar el dinero antes del período de jubilación. No obstante, siendo evidente que el Covid19 generaba una situación extremadamente crítica en lo sanitario y económico, en la que muchos trabajadores podían ver restringidas sus posibilidades de trabajar, se entendía comprensible contar con medidas excepcionales para el acceso parcial a sus CIC.

Entendiéndose que la presencia de retiros anticipados dentro de un esquema de aseguramiento social como el del SPP rompe el mecanismo de funcionamiento para ofrecer apoyo financiero en el momento de la jubilación, la OECD (2020) sugiere que, en caso de usarse, este debe seguir tres guías necesarias para evitar daños permanentes a la jubilación. En primer lugar, estas facilidades de liquidez deben brindarse bajo un criterio de focalización hacia situaciones de urgencias financieras. Segundo, debe ser neutral desde el punto de vista tributario. Y, en tercer lugar, debe plantearse un mecanismo que asegure la devolución de los fondos retirados para no mellar las pensiones.

Sin embargo, cuando observamos el ciclo completo de todos los retiros anticipados de los fondos de pensiones autorizados en Perú, uno concluye que esto no se han regido por los principios descritos. En la Figura 3 se presenta una síntesis de los cinco retiros de los fondos de las AFP autorizados por diferentes dispositivos legislativos entre marzo de 2020 y mayo de 2021. Cabe señalar que ninguno de los retiros contemplaba mecanismos de compensación al retiro de la CIC, que pudo haberse dado a través de disposiciones legales que aseguraran que los fondos de pensiones se recuperaran mediante incrementos futuros en la tasa de aporte, retraso de la edad de jubilación o devolución del dinero retirado. Por tanto, los retiros anticipados significaron una disminución definitiva de la CIC.

Figura 3: Caracterización de los retiros anticipados en el SPP 2020-2021

Tipo	Primer retiro D.U. N°034 Abril 2020	Segundo retiro D.U. N°038 Abril 2020	Tercer retiro Ley N°31017 Mayo 2020	Cuarto retiro Ley N°31068 Noviembre 2020	Quinto retiro Ley N°31192 Mayo 2021
Elegibilidad	No aportantes en los últimos 6 meses	Afiliados con sueldos menores a S/ 2,400 y afiliados en condición de suspensión perfecta	Universal	No aportantes en los últimos 12 meses, pacientes oncológicos y no aportantes en octubre	Universal
Tope de retiro	Hasta S/ 2,000	Hasta S/ 2,000	Hasta el 25% del fondo con tope de 3 UIT	Hasta 4UIT para los primeros dos y para no aportantes en octubre hasta 1 UIT	Hasta 4UIT
Focalizado	Sí	Sí	No	Sí	No
Monto total retirado del SPP	S/ 2,968 millones	S/ 2,092 millones	S/ 19,292 millones	S/ 9,017 millones	S/ 32,358 millones
Compensación al fondo*	No	No	No	No	No

(*) Compromisos establecidos en otros regímenes como incremento en la cotización, retraso de la edad de jubilación o devolución del monto retirado al fondo.

Fuente: Normas legales de El Peruano y elaboración propia

Otro elemento que se evidencia de esta secuencia de retiros es que en conjunto no cumplieron con el criterio de excepcionalidad y focalización. Por el contrario, los cinco retiros significaron una disminución total de los activos gestionados por más de S/.65 mil millones que representa cerca del 9,0% del PBI que no se devolverán al sistema; es decir, un tercio de lo que había en el SPP antes de que se empezara con esta política. Algo que es interesante destacar es la tendencia incremental de los montos y del relajamiento para el acceso anticipado a los fondos de pensiones que se fueron brindando con cada retiro. Así en la figura anterior se puede apreciar que sólo los dos primeros retiros promulgados entre marzo y abril intentaron cumplir con cierto criterio de focalización, limitando los retiros máximos a S/. 2.000 soles por afiliado; sin embargo, a partir del tercer retiro, los topes máximos comenzaron a ser claramente excesivos.

En efecto, como se observa en la Figura 4, la cantidad de afiliados que fueron permitidos de retirar anticipadamente dinero de su CIC se incrementó sustancialmente, particularmente en el tercer y quinto retiro, al cual accedieron más de 3 millones de afiliados en cada oportunidad. En la misma figura, se aprecia como los montos promedios retirados por los afiliados comenzaron a multiplicarse a partir del tercer retiro. Así, mientras el promedio retirado fue de S/. 1.533 y S/. 1.604 soles en el primer y segundo retiro, estos escalonaron hasta llegar a un promedio de S/. 10.006 por persona en el quinto retiro, monto equivalente a 11 salarios mínimos y a 4 salarios promedios de Lima Metropolitana.

Si los montos promedios ya reflejaban la ausencia de focalización de la medida, es decir que no estaba dirigida a los más necesitados del Perú, los montos máximos establecidos para el retiro dan cuenta de la clara ligereza de esta decisión de política pública. Así, mientras los montos máximos en el primer y segundo retiro representaban poco más de 2 salarios mínimos, a partir del tercer retiro los montos máximos retirados representaron entre 13,5 y 18,9 salarios mínimos.

Entendiendo que los requisitos en cada uno de los retiros aprobados no eran excluyentes, se han dado casos en el que algunos afiliados podrían haber retirado durante todos los retiros un total de S/. 51.700 para el caso de los no cotizantes o de S/. 30.500 para los cotizantes, equivalentes a 56 y 33 salarios mínimos, respectivamente. Estas cifras son un reflejo de lo absurdo y desproporcionado de esta ola de retiros anticipados.

Figura 4: Solicitudes de retiro anticipado de la CIC

Primer retiro	Segundo retiro	Tercer retiro	Cuarto retiro	Quinto retiro
Número de afiliados que retiraron				
1.935.164	1.305.719	3.775.066	1.256.676	3.218.203
Monto promedio retirado				
En soles				
1.533	1.604	5.204	7.174	10.006
% del salario mínimo				
1,6	1,7	5,6	7,7	10,8
% del salario promedio de Lima Metropolitana				
0,4	0,7	2,4	3,1	3,9
Monto máximo autorizado				
En soles				
2.000	2.000	12.600	17.200	17.600
% del salario mínimo				
2,2	2,2	13,5	18,5	18,9
% del salario promedio de Lima Metropolitana				
0,6	0,8	5,8	7,6	6,8
Monto máximo autorizado (millones de soles)				
2.966	2.094	19.647	9.016	32.200

Fuente: SBS y Asociación de AFP

El mal diseño de estas políticas de retiros anticipados tampoco guardó relación con la situación sanitaria y socioeconómica que enfrentaba el país. Como comentáramos, tenía sentido que, en los momentos más críticos de la pandemia en que los confinamientos eran extremadamente estrictos y las condiciones económicas agudas, se brindara acceso anticipado y focalizado a los fondos de pensiones; sin embargo, como se aprecia en la Figura 5, todo fue a la inversa.

Figura 5: Situación sanitaria económica y social al momento de los retiros anticipados de la CIC

Retiros del fondo de pensiones	Primer retiro	Segundo retiro	Tercer retiro	Cuarto retiro	Quinto retiro
Situación sanitaria	Casos activos: 1,323 Camas UCI Covid: 56	Casos activos: 10,303 Camas UCI Covid: 132	Casos activos: 36,976 Camas UCI Covid: 651	Casos activos: 3,915 Camas UCI Covid: 1,044	Casos activos: 3,206 Camas UCI Covid: 2,666
Actividad Económica (Var % anual del PBI)	-29,93%	-29,93%	-29,93%	-1,31%	36,99%
Índice de Movilidad del transporte (Máximo=100, Mínimo=0)	16,80%	16,30%	18,60%	56,70%	67,70%
Movilidad al trabajo (Máximo=100, Mínimo=0)	29,30%	27,30%	29,50%	71,30%	79,57%
PBI del sector comercio (Variación % anual)	-63,56%	-63,56%	-63,56%	-2,46%	104,06%
Situación laboral (Variación anual)	Tasa de ocupación				
	-35,01%	-35,01%	-35,01%	-5,50%	52,56%
	Cotizantes en AFP				
	-633,678 (*)	-633,678 (*)	-633,678 (*)	+59,637	+635,485
	Tasa de desocupación				
	+78,16%	+78,16%	+78,16%	+99,52%	-14,13%
	Salarios				
	-4,6%	-4,6%	-4,6%	-3,7%	+19,5%

(*) El D.U. N°033 dispuso la no retención de aportes por el devengue de abril 2020. Debido a ello, el comparativo se realizó con el periodo de marzo 2020.

Fuente: BCRP, MINSA, Google Mobility y SBS

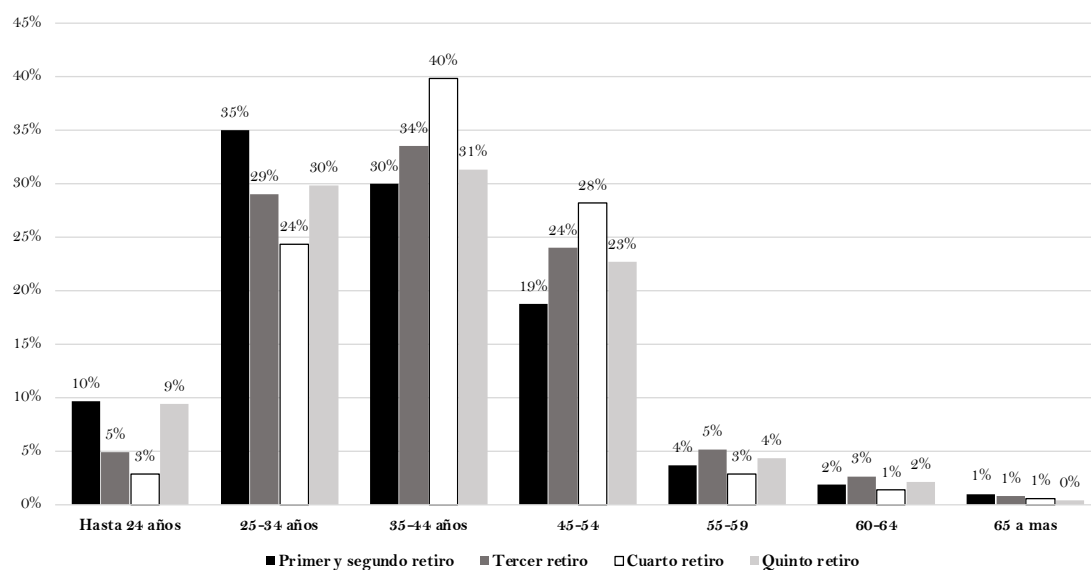
Por ejemplo, podemos observar que la tendencia de los casos activos e infraestructura sanitaria eran menos críticas que la situación en que nos encontrábamos durante el segundo retiro en abril. Así mismo, los datos de actividad económica y condiciones laborales también empezaron a hacerse positivos a finales del 2020, justo cuando se autorizaba el cuarto retiro. Los datos de movilidad tampoco dejan duda de la paulatina normalización de las actividades respecto a la situación extrema de inicios de la pandemia.

En resumen, podemos concluir a partir de la información revisada que este ciclo continuo de retiros anticipados de los fondos de pensiones no respondió a criterios económicos, sociales ni sanitarios.

4. Vulnerabilidad del afiliado ante la jubilación

El retiro de los fondos anticipados ha tenido efectos diferenciados sobre la vulnerabilidad futura del afiliado, dependiendo del momento en el ciclo de vida en que se encontraba al momento de tomar parte de los retiros anticipados autorizados. En la Figura 6 se puede apreciar que la mayor proporción de los retiros se concentraron entre las edades de 25 a 44 años que es la etapa donde se ubica la mayor posibilidad de capitalizar en el tiempo y en las que las densidades de cotización tienden a ser mayores. Esto anticipa que en el futuro se hará más complicado la reconstrucción del ahorro pensonal, tanto por las mayores dificultades de empleabilidad a mayor edad, como a un menor tiempo de capitalización hasta la etapa de jubilación.

Figura 6: Solicitud de retiro por rango de edad

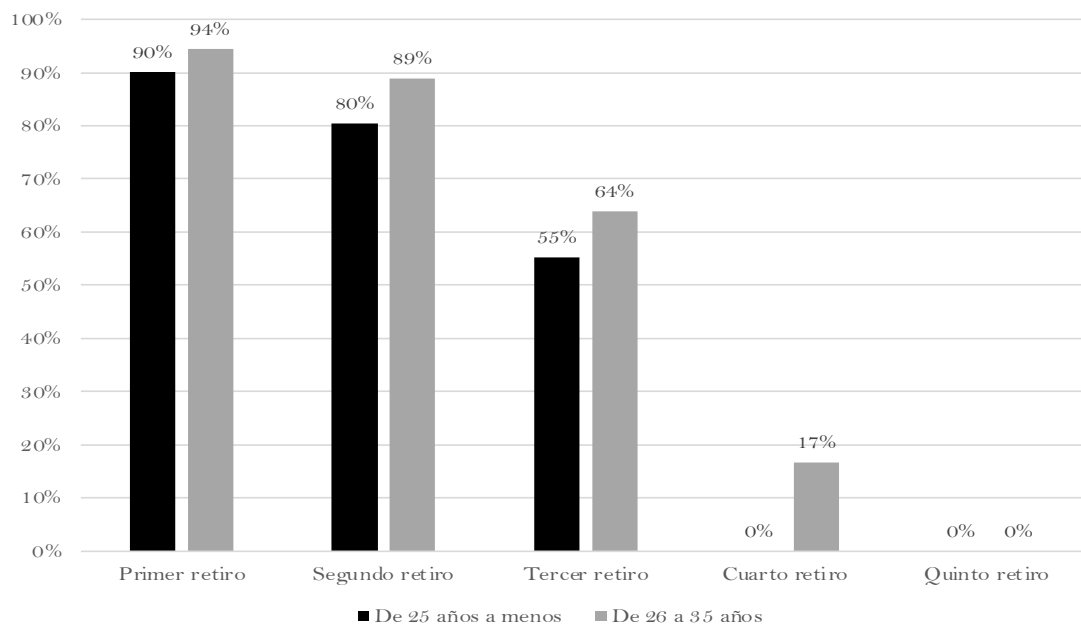


Fuente: SBS y AFP

Como mostráramos en cifras previas, los retiros autorizados por las diferentes leyes fueron desproporcionados en la provisión de liquidez, significando fuertes retiros en los diferentes momentos. Los resultados a nivel individual se pueden observar en la Figura 7, para el caso de los que no se encontraban cotizando en el sistema, focalizando el análisis en los menores de 35 años, separándolos en dos grupos, los de 25 años a menos, y los de 25 a 35 años. Guardando coherencia con los dispositivos legales que permitieron retiros

acotados en los dos primeros momentos, el saldo promedio luego del segundo retiro disminuyó en 20% para el grupo de 25 años a menos y en 11% para el de 26 a 35 años. La situación sin embargo se aceleró en los siguientes retiros, que como comentáramos, siguieron criterios de universalidad y permitieron retiros promedios exagerados equivalentes a 11 salarios mínimos en cada uno de los últimos retiros. Así, luego del tercer retiro, el grupo de 25 años a menos redujo su saldo a 55% de lo que tenía antes de que el gobierno aprobara estos dispositivos, convirtiéndose en 0% en el cuarto retiro. En el caso del grupo entre 26 y 35 años, en el tercer retiro se había reducido al 64% de lo que tenía antes de la aprobación de los retiros, se redujo a sólo el 17% del saldo en el cuarto retiro, y ya para el quinto su saldo promedio también terminó en 0%.

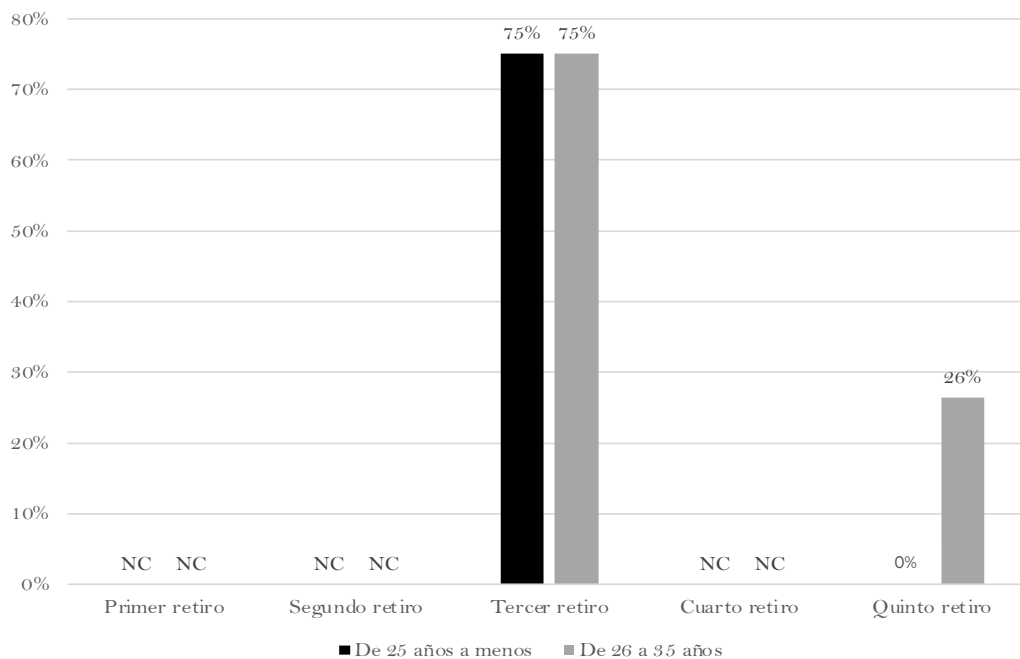
Figura 7: Saldo remanente promedio del fondo de pensiones después de cada retiro autorizado – casos no cotizantes



Fuente: SBS y Asociación de AFP

En el caso de los afiliados cotizantes la situación no dejó de ser devastadora, como se observa en la Figura 8. En el caso de estos afiliados, las condiciones para su participación se dieron a partir del tercer retiro y, como se aprecia en la Figura 8, tanto el segmento de 25 años a menos como los de 26 a 35 años, redujeron su saldo a 75% de lo que tenían antes de las autorizaciones de retiro. Luego cuando participaron en el quinto retiro, el segmento entre 26 y 35 años, que siguió participando, redujo su saldo a 26% de lo que tenían antes de las leyes de retiros anticipados.

Figura 8: Saldo remanente promedio del fondo de pensiones después de cada retiro autorizado – casos cotizantes



(*) NC = No corresponde

Fuente: SBS y Asociación de AFP

En términos agregados, los afiliados que retiraron anticipadamente parcial o totalmente su fondo de pensiones, agotaron en promedio el 82,1% de su ahorro para la jubilación. Aún más alarmante son los valores que arroja el análisis de la mediana de los retiros, que representó el 96.3% de la CIC que habría podido lograr el afiliado, en un escenario sin retiros.

Esta disminución ostensible de los saldos ha tenido sin duda impacto en la vulnerabilidad en vejez. Una forma de apreciar este daño es calculando las tasas de reemplazo teóricas bajo determinados supuestos paramétricos, de densidad de cotización y de diferentes proporciones de retiro que el afiliado haya realizado de su saldo acumulado en las CIC. En la Figura 9 se presenta tres escenarios, dos calculados por el BID (2020-b) y el otro por el BCR (2020).

Para el caso del primer estimado del BID (2020-b) en la columna a la izquierda de la Figura 9, si la tasa de interés real fuera de 8%, se observan tasas de reemplazo más altas. Así sin que se presentaran retiros, estas tasas de reemplazo al momento de jubilarse alcanzarían el 123% cuando la densidad es del 100% y de 61,6% para el caso que la densidad fuera de 50%. En el caso de que se retirara el 10% del fondo, las tasas de reemplazo se reducirían a

75,5% y 37,8% para el caso de los afiliados de 55 años, y a 52% y 26% en el caso de los que tuvieran 40 años. Si se retirara el 25% del fondo, las tasas de reemplazo estarían entre 56,7% y 24,3% dependiendo de cada caso.

Figura 9: Saldo remanente del fondo de pensiones después de cada retiro autorizado – casos cotizantes

Estimaciones de Tasa de Reemplazo (En %)	Escenarios BID		Escenarios BCR	
	Con tasa de interés real de 8%		Con tasa de interés real de 5%	
	Densidad de cotización			
	100%	50%	100%	50%
	Escenario Base			
Jubilación a los 65 años sin retiros anticipados de la CIC	123	61,6	77	38
	Retiro del 10% del Fondo			
Jubilación a los 65 años <u>con</u> retiros anticipados de la CIC a los 55 años	75,5	37,8	NA	NA
Jubilación a los 65 años <u>con</u> retiros anticipados de la CIC a los 40 años	52	26	NA	NA
	Retiro del 25% del Fondo			
Jubilación a los 65 años <u>con</u> retiros anticipados de la CIC a los 55 años	56,7	28,4	NA	NA
Jubilación a los 65 años <u>con</u> retiros anticipados de la CIC a los 40 años	48,7	24,3	NA	NA
	Retiro del 100% del Fondo			
Jubilación a los 65 años <u>con</u> retiros anticipados de la CIC a los 55 años	NA	NA	8	4
Jubilación a los 65 años <u>con</u> retiros anticipados de la CIC a los 40 años	NA	NA	21	11
Jubilación a los 65 años <u>con</u> retiros anticipados de la CIC a los 35 años	NA	NA	42	21

(*) NA = No aplica

Fuente: BID (2020-b) y BCR (2020)

En las últimas columnas a la derecha de la Figura 9 se observa los estimados que realiza el BCR (2020). En este caso las estimaciones tienen una aproximación diferente. Además de considerar una tasa de real de 5% y una convergencia de rentabilidades moderada en el

largo plazo, calcula tasas de reemplazo de 77% y 38% para densidades de cotización del 100% y 50%, respectivamente, en el caso de que no se realizara ningún retiro. En el análisis del BCR (2020) se toma como referencia el caso de que los afiliados retiraran el 100% de su CIC, como en algún momento se intentara con algunas iniciativas del Congreso, que al final no fueron aprobadas. En este caso, las tasas de reemplazo disminuirían a 8 y 4%, dependiendo de la densidad de cotización, para los que retiraran todo a los 55 años. Si el retiro total se produjera a los 45 años, las tasas de reemplazo al jubilarse serían de 21% y 11%, mientras que, si el retiro total de la CIC fuera a los 35 años se podría alcanzar todavía al jubilarse, tasas de reemplazo de 42 y 21%. No obstante, es evidente que estas estimaciones son optimistas pues suponen que los individuos seguirían aportando luego de retirar el 100% y que la rentabilidad del nuevo stock de fondo acumulado -mucho más modesto- se mantendría en 5%.

Habiendo cerrado el ciclo de cinco retiros anticipados, se puede obtener una aproximación más exacta a las disminuciones de las tasas de reemplazo. Para ello, considerando la información cerrada de los cinco retiros anticipados llevados a cabo entre 2020-2021 estimamos los efectos sobre las tasas de reemplazo teórica utilizando la fórmula del proceso de capitalización de aportes individuales, considerando CIC y salarios promedio de los distintos segmentos analizados. En este caso consideramos solo a afiliados cotizantes, quienes después del proceso de retiro son los que tienen mayores probabilidades para reconstruir sus pensiones, asumiendo que se dispuso del monto máximo disponible de los fondos promedios observados. Se considera como supuesto conservador, una rentabilidad de 5% en términos reales, con un crecimiento salarial de 3% y comisión por saldo de 0,79% para los primeros 5 años y de 0,6% para los siguientes. Teniendo en cuenta las características de acceso para los diferentes retiros, los cotizantes activos participaron en dos de ellos, bajo las Ley 31017 (mayo 2020) y Ley 31192 (mayo 2021). En la Figura 10, a continuación, se presentan los efectos sobre las tasas de reemplazo.

Figura 10: Reducción estimada en las tasas de reemplazo como consecuencia de los cinco retiros anticipados de las CIC en los cotizantes activos

Tasas de reemplazo	Estimados promedios Con tasa de interés real del 5%	
	Densidad de cotización	
	100%	50%
	Sin retiros	
Jubilación a los 65 años sin retiros anticipados de la CIC	<u>78%</u>	<u>43%</u>
	Retiros autorizados por Ley	
Si realizó retiros de la CIC a los 30 años	<u>50%</u>	<u>24%</u>
Si realizó retiros de la CIC a los 45 años	<u>38%</u>	<u>27%</u>
Si realizó retiros de la CIC a los 60 años	<u>26%</u>	<u>24%</u>

Fuente: Elaboración y estimados propios con datos de la industria

Nota: la trayectoria óptima inicia desde los 25 años

Como se puede apreciar, en el caso de los cotizantes activos con 100% de densidad de aportes, que no hubiesen optado por retiros anticipados, obtendrán una tasa de reemplazo promedio de 78%, mientras que, si su densidad de cotización es del 50%, la tasa de reemplazo será de 43%. Sin embargo, los que optaron por los retiros anticipados que fueron autorizados por Ley verán reducida sustancialmente sus tasas de reemplazo dependiendo de la edad que tenían cuando optaron por acceder a sus fondos. Así, en promedio en el caso de los que tengan una densidad de cotización del 100%, verían reducidas sus tasas de reemplazo a 50%, 38% y 26% en el caso de tener 30, 45 o 60 años. Si el afiliado tuviera 50% de densidad de cotización, en promedio, las tasas de reemplazo se reducirían aún más como se observa en la tabla 10. Cabe indicar que, todo lo anterior expuesto es aplicable- en promedio- para el 72.2% de afiliados, debido a que los retiros anticipados dejaron a 2,33 millones de afiliados sin ahorro previsional, expuestos al riesgo de pobreza en la vejez.

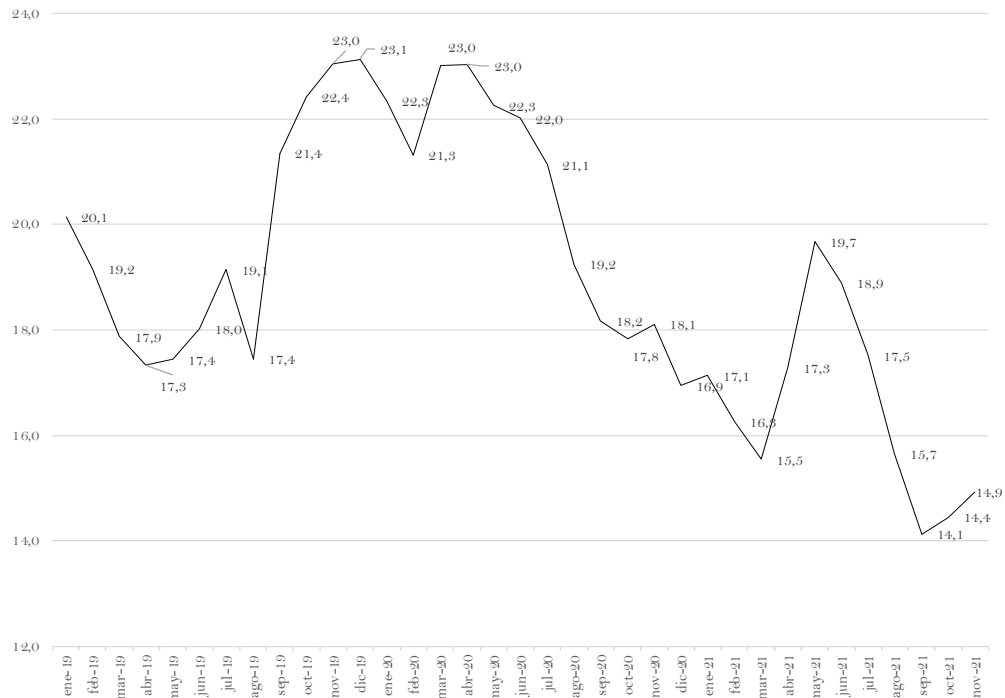
5. Distorsiones en los portafolios de las AFP y en el sistema financiero

Los efectos de la política pública de autorizar retiros anticipados de los fondos de pensiones han tenido una onda expansiva amplia que se manifiesta también en la cartera del SPP con implicancias en el funcionamiento de todo el sistema financiero. Los retiros llevaron a que

las AFP redujeran su posición en los activos más líquidos, como son los Bonos del Tesoro Peruano (BTP).

Como se observa en la Figura 11, las AFP tuvieron que salir a ofertar los activos más líquidos como los BTP y activos en el exterior. En el caso de los BTP, esto significó una disminución desde los S/.40 mil millones al inicio de la pandemia hasta S/.18 mil millones en 2021, es decir, una caída de 55%. Esto ha llevado a que los BTP representaran cerca del 14% de la cartera administrada, cuando antes de la pandemia representaban el 23%.

Figura 11: Participación de los Bonos de Tesoro Público peruanos en la cartera de los fondos de pensiones



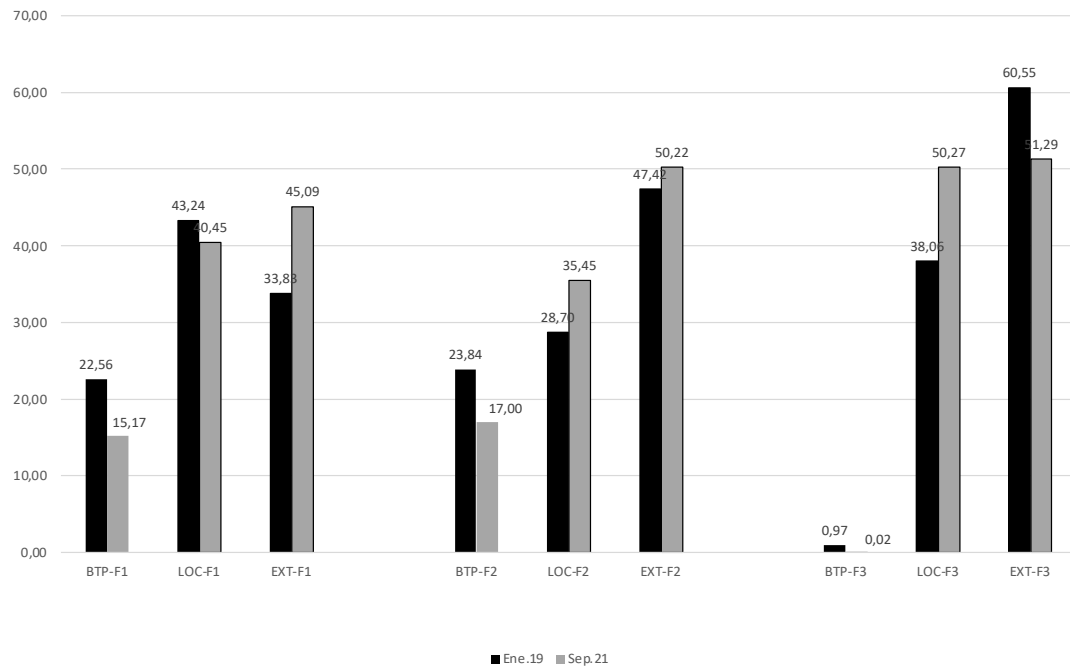
Fuente: BCR-Estadísticas

Esta venta de BTP, trae como consecuencia una liquidación heterogénea en cada uno de los multifondos. Como se sabe, cada uno de estos está estructurado en función al perfil de riesgo con cierta relación al ciclo de vida de las personas. Los fondos 1 y 2, son así los fondos con mayor participación en BTP, aunque los segundos tienen mayores opciones de invertir en el extranjero. El fondo 3, en cambio que tiene un mayor perfil hacia la renta variable y activos en el extranjero, tiene muy poca participación de BTP en su cartera.

Así, en la Figura 12 se puede observar la estructura de cada uno de los multifondos, comparando el cambio de su estructura entre enero 2019 y setiembre de 2021, con la

mayor caída en las participaciones en las carteras del Fondo 1 y 2 de BTP (BTP-F1 y BTP-F2) de 23% a 15%, en el primer caso, y de 24% a 17% en el segundo. Las reducciones en BTP que se producen en el caso del Fondo 3, son bastante marginales, al no ser un activo relevante.

Figura 12: Estructura porcentual del portafolio de los multifondos



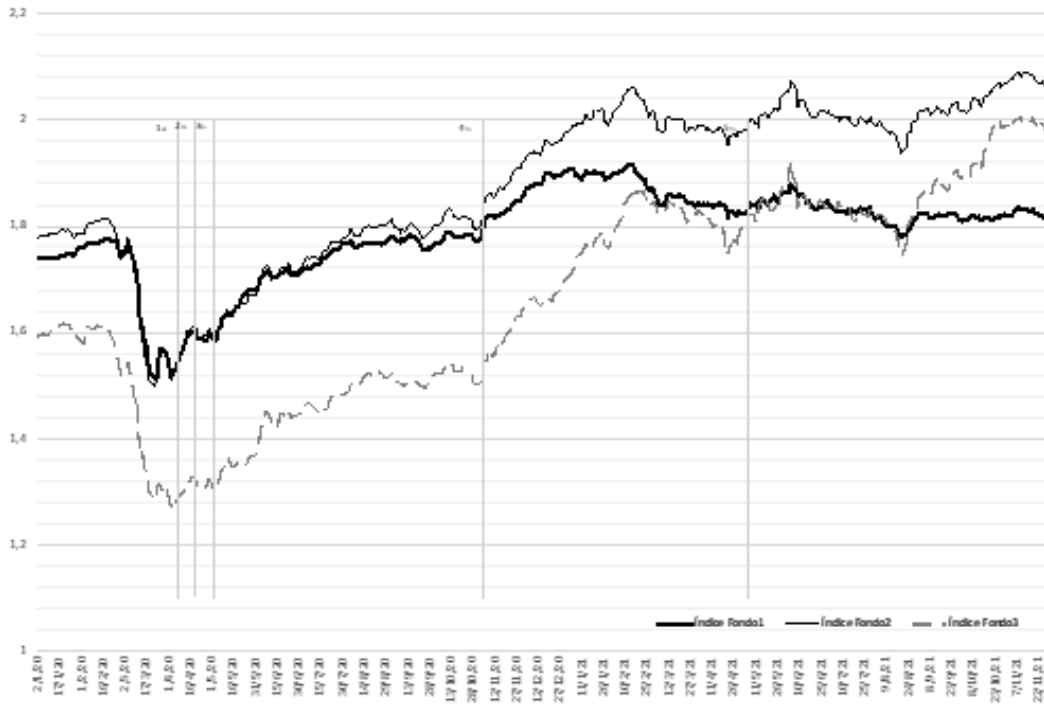
Fuente: SBS

Esta estructura en el cambio de las carteras en cada multifondos, como resultado de la liquidación acelerada de BTP, ha traído consecuencias en las rentabilidades, dependiendo del tipo de fondo. En la figura anterior se aprecia que el Fondo 1 tuvo que liquidar en mayor proporción su cartera de AFP y mutar hacia un portafolio con mayor inversión en el extranjero en renta fija, al ser un fondo más conservador. En el caso del Fondo 2, que también tiene una proporción relevante de BTP, reestructuró su cartera de manera más equilibrada, tanto en activos locales como extranjeros. El Fondo 3, quien prácticamente cuenta con poco de BTP, hizo re-balances en su cartera, aunque no afectados directamente por BTP.

Como consecuencia de ello, durante el proceso de mayor aceleración marginal en la venta de activos, que se dio particularmente durante el quinto retiro, el Fondo1, que es el más conservador, experimentó una caída de más de 5% entre febrero de 2020 y noviembre de

2021. En el caso del Fondo 2, que también tiene BTP, registró un crecimiento cercano al 1,0%. Situación diferente es la experimenta el Fondo 3 que, en el mismo período, mostró un incremento de 8,0%. La Figura 13 describe los señalado.

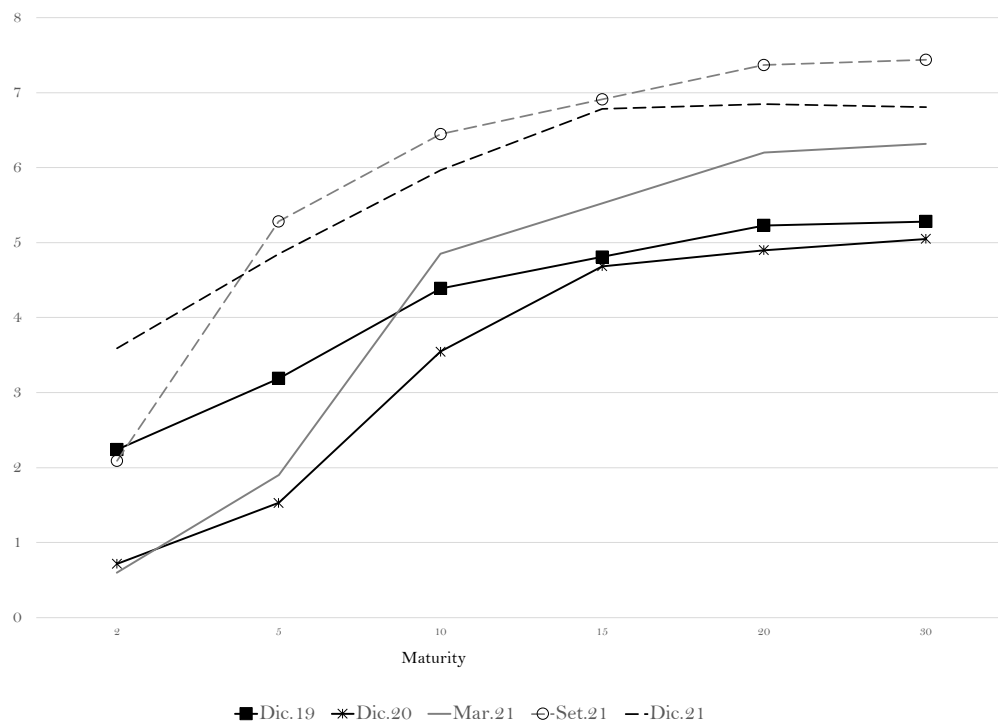
Figura 13: Valor índice de los multifondos



Fuente: SBS

Como se observaba en la Figura 11 en párrafos anteriores, durante los dos primeros retiros de marzo y abril, la venta de BTP fue relativamente moderada, atendiendo las necesidades de liquidez con mayores ventas de activos en el exterior. Sin embargo, a partir de la autorización del tercer y cuarto retiro de mayo y noviembre 2020 la reducción de la participación de BTP se acelera. Luego, cuando se pensaba que la ola de retiros había acabado, los fondos de pensiones empezaron a recomponer sus carteras, observándose una mayor demanda por BTP. No obstante, cuando se activó el quinto retiro de mayo de 2021 la tenencia de BTP en el portafolio volvió a disminuir, alcanzando su nivel más bajo en setiembre último. Luego de este mes, se aprecia un ligero incremento en la cartera de BTP finalizando el año. Este cambio repentino y acelerado en el mercado de bonos de gobierno, trajo como consecuencia una caída en su precio, y un incremento en la curva de rendimiento que se puede apreciar en la Figura 14.

Figura 14: Curva de rendimiento de los Bonos de Tesoro Público peruano



Fuente: BCR-Estadísticas

Es importante precisar que, en 2020, las AFP vendieron sobre todo BTP con vencimientos en 2028 y 2032, que constituye el tramo medio, tramo de mayor liquidez, mientras mantenían las posiciones que estaban entre el 2034 y el 2040, de mayor plazo. Al mismo tiempo, en este año, el BCRP amortiguó los efectos sobre los precios de los bonos a través de Repos. No obstante, con la aceleración de los retiros, y en particular con el de mayo 2021 la venta de BTP se precipitó reduciendo su precio. Es razón de ello que en la Figura 14 se aprecia que la curva de rendimiento de diciembre de 2020 es menor que la respectiva curva de rendimiento de diciembre 2019.

Sin embargo, la cosa cambia drásticamente en 2021, en el que las tasas de BTP se incrementan entre marzo y septiembre (el punto de menor participación de BTP en la cartera de las AFP) en más de 230 puntos básicos en el tramo de 10 años, como también se puede observar en la Figura 15. Si bien es cierto, en este período se experimenta los efectos de las tasas internacionales, la fuerte venta de BTP (como observábamos en la Figura 11) como consecuencia del quinto retiro autorizado, ha sido determinante en este incremento. Hay que precisar además que en este período el BCR compró BTP en el mercado secundario para amortiguar los efectos sobre el precio del bono, hasta el margen que autoriza la Ley Orgánica.

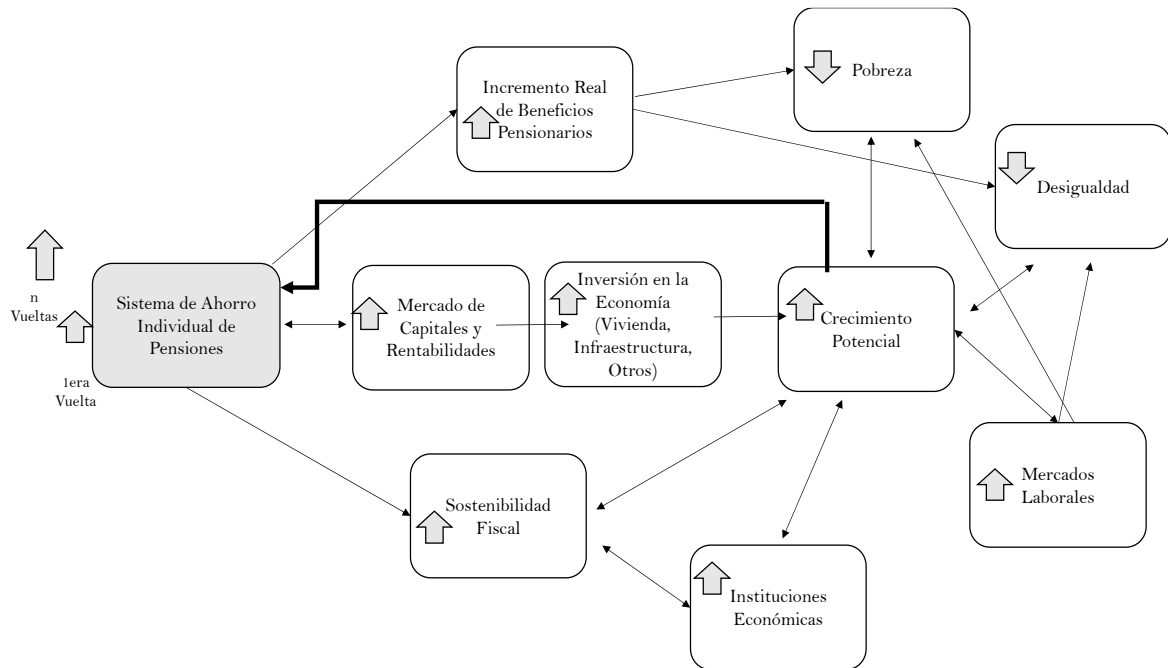
El BCR (2021) realiza una estimación para precisar cuánto del incremento del retorno de BTP a 10 años entre marzo y septiembre de 2021 corresponde a las ventas de cartera de las AFP para atender los retiros de los fondos de pensiones autorizado. El modelo utilizado encuentra que casi un 50% de este incremento, es decir 111 puntos básicos, corresponde a esta política pública de retiros anticipados. Considerando que las tasas de la deuda pública son el principal referente para la fijación de tasas en el mercado de bonos corporativos, lo que se termina generando es un mayor costo del financiamiento de largo plazo para el sector privado. Estos resultados son importantes, porque como consecuencia de estos retiros, las AFP se están quedando con los instrumentos menos líquidos y de mayor plazo, exponiéndose a riesgos de tasa de interés y de riesgo país en relación a la estructura del portafolio del año 2019; por lo que, si se considerara la aprobación de normas que implicara mayores retiros de los fondos de las AFP, sumiría el mercado de capitales peruanos y al financiamiento a mayores complicaciones, teniendo efectos importantes en el crecimiento a largo plazo, como revisaremos en el capítulo siguiente.

6. Impactos de largo plazo

El principal mecanismo de vinculación de los sistemas de pensiones sobre las economías es a través de sus efectos sobre la tasa de ahorro del país. Empíricamente está demostrado que los países que crecen más poseen mayores tasas de ahorro. El mayor nivel de ahorro le permite a un país invertir más, tanto en proyectos públicos como en proyectos privados, lo cual a su vez extiende los efectos sobre el crecimiento a través de incrementos en la productividad de la economía.

Los fondos de pensiones de capitalización individual se basan en la capitalización de los aportes para financiar las pensiones al final de la vida laboral. Los ahorros generados por la capitalización de los fondos de pensiones tienen efectos positivos sobre la economía y sobre diversos sectores de ella. La Figura 15 describe los principales canales de transmisión como el sistema de pensiones impacto a diferentes ámbitos socioeconómicos.

Figura 15: Canales de transmisión del sistema de pensiones privados y la economía



Fuente: Robles et al (2020)

La figura presenta los diferentes canales de cómo se afecta al crecimiento económico, que es el elemento clave en todo el mecanismo. En general, observamos que el mayor ahorro obligatorio en pensiones tiene una vía de comunicación a través de la sostenibilidad fiscal, que en principio genera un círculo virtuoso entre menores déficits, menor financiamiento, menor riesgo país y el impacto sobre el costo de financiamiento. Otra vía de entrada es a través del desarrollo del mercado de capitales, dado que se incorporan expertos en la gestión de activos que se convierte en un factor de impulso para el desarrollo de instrumentos financieros ad hoc para el sector público y privado, el mismo que gracias a los efectos de encadenamiento con el resto de los sectores de la economía impacta en un mayor crecimiento de la economía no sólo a través de una mayor dinámica de la cadena de pagos, sino también al importante rol que tiene sobre la inversión privada. De la misma manera, el mercado de capitales cuenta con una mayor masa de recursos para atender a menores costos. Evidentemente también se genera un círculo virtuoso positivo en la contribución al desarrollo institucional sobre el crecimiento económico y sobre variables socioeconómicas como la pobreza. Veamos con más detalle estos mecanismos.

La elección entre un sistema de pensiones de reparto y uno de capitalización individual genera un cambio importante en la conceptualización del trabajador sobre los derechos de propiedad. Esta hipótesis tiene una implicación sobre el mercado laboral pues, de ser

correcta, debería aumentar la formalidad del trabajo al generarse los incentivos que refuerzan los derechos de propiedad (Corbo y Schmidt-Hebbel, 2003; Acemoglu et al, 2005; North, 1989). Una mayor proporción de empleos formales tiene efectos positivos sobre la productividad media del trabajador y, así, sobre el salario medio pagado en la economía. Por lo tanto, la introducción de la reforma de pensiones debería mostrar tasas crecientes de formalidad, mayores niveles salariales y mejoras en la productividad del trabajo (Loayza, 2016).

Asimismo, varios estudios resaltan la importancia de la reducción de las vulnerabilidades fiscales sobre el crecimiento sostenible, especialmente cuando los ajustes se concentran en la optimización del gasto, como fue la transformación del sistema de pensiones de reparto hacia sistemas de capitalización individual que propician el ahorro privado (Alesina y Peroti, 1995).

No obstante, el efecto más inmediato de un sistema de capitalización se da sobre el crecimiento económico. Múltiple evidencia empírica muestra que existe una correlación positiva entre la tasa de ahorro de un país y el nivel de inversión, impulsor del crecimiento económico. En la medida en que ese mayor nivel de ahorro se canaliza a través del mercado de valores, el resultado es un mayor desarrollo del sector financiero.

Impávido et al (2000) muestra que el crecimiento del mercado financiero está determinado por el crecimiento del mercado de pensiones, medido por la capitalización del mercado y el valor transado como porcentaje del Producto Interno Bruto. Una de las conclusiones de este estudio es que los fondos de pensiones proveen liquidez y profundidad al mercado financiero. La mayor liquidez promueve a su vez una mayor capitalización del mercado financiero (Herrera y Tuesta, 2014).

El sistema de capitalización individual permite que el sistema financiero cuente con ahorros de muy largo plazo que juega muy bien en países emergentes que cuenten con bono demográfico, con el que el financiamiento a los agentes económicos toma una dimensión superlativa. Los fondos de pensiones que administran los ahorros de los afiliados se convierten en un jugador importante en los mercados financieros, participando con alta frecuencia y permitiendo la construcción de curvas de rendimiento de los bonos de tesoro público que sirve, a la vez, como referencia para el desarrollo de emisores privados, tanto de deuda como de acciones. Al mismo, su participación trae mayor eficiencia al sistema, generando reducciones en los márgenes de intermediación y de los

costos asociados al acceso al mercado de capitales. Esta competencia también ha inducido al mercado a una mayor innovación financiera, mejorar la regulación financiera y el gobierno corporativo de los intermediarios financieros, así como la transparencia del mercado (Robles et al, 2021).

En otro tanto, la falta de acceso a los servicios financieros puede llevar a la trampa de la pobreza y a una mayor desigualdad (Banerjee y Newman, 1993; Galor y Zeira, 1993; Aghion y Bolton, 1997; Beck et al, 2007). Además, está el efecto que puede tener el ahorro privado sobre el crecimiento económico donde, se encuentra que niveles de crecimiento sostenible de la actividad económica genera fuertes disminuciones en las tasas de pobreza dependiendo del punto de partida de este indicador y el del índice de desigualdad (Ravallion, 2004). Así, si el ahorro privado de pensiones impacta positivamente al crecimiento, y este sobre la disminución en pobreza, una parte de esta mejora se explicaría por el funcionamiento del sistema de ahorro individual para la jubilación. Rodrik (2007) señala que, históricamente, nada ha impactado mejor que el crecimiento económico en hacer que las sociedades mejoren su calidad de vida, incluyendo de aquellos más vulnerables. Un estimado típico de estos estudios es que un incremento de 10% en el crecimiento promedio de un país reduce la tasa pobreza entre un 20-30% (Adams, 2002; Ravallion y Chen, 1997).

Teniendo en cuenta el marco conceptual que está detrás de la influencia de los sistemas de pensiones sobre variables macroeconómicas y sociales de largo plazo, diferentes estudios han estimado el impacto que ha tenido la introducción de los sistemas de ahorro individual en pensiones sobre diferentes indicadores, durante diferentes marcos temporales y geografías. La Figura 16 resume estos impactos para República Dominicana, Chile, México y Perú, bajo diferentes metodologías y períodos.

Figura 16: Canales de transmisión del sistema de pensiones privados y la economía

Variables	República Dominicana	Chile - I	Chile - II	Colombia	México	Perú - I	Perú - II
Año inicio del sistema	2001	1981	1981	1994	1997	1993	1993
Periodo de evaluación	2003-2019	1980-2001	1981-2011	2006-2010	1998-2012	1993-2009	1993-2011
Crecimiento anual PBI del periodo	5,09%	4,80%	4,58%	4,55%	2,40%	5,29%	5,40%
Efecto reforma sobre PBI anual	1,13%	0,93%	0,37%	0,58%	0,31%	0,55%	0,33%
-Ahorro - inversión	0,89%	0,32%	0,09%	0,22%	0,16%	0,17%	0,02%
-Mercado Laboral	0,03%	0,15%	0,08%	0,00%	0,02%	0,44%	0,01%
-Desarrollo financiero y PTF	0,21%	0,27%	0,20%	0,36%	0,13%	0,18%	0,30%
% crec. PBI explicado por reformas	22,20%	19,38%	8,08%	12,75%	12,92%	10,40%	6,22%
Rango de efecto en reducción del spread de tasas de interés (escenario medio)	3,2 pp	-	-	-	-	-	-
Rango de efecto acumulado sobre reducción de pobreza (escenario medio)	-4 pp	-	-	-	-	-	-

Fuente: Corbo y Schmidt-Hebbel (2003); Apoyo (2010); Sura (2013); Robles et al (2021)

Se observa que los impactos más alto del ahorro del sistema privado de pensiones al crecimiento económico se han ubicado entre el 1,13% y el 0,33% en promedio por año. República Dominicana registra los impactos más altos y, para este caso, los impactos sobre reducción de pobreza y reducción de spreads son importantes.

Los estudios para Perú registran impactos medianos, explicados por la alta informalidad y la ausencia de aportes de los trabajadores independientes. Aunque cabe resaltar que, los últimos estudios, se han realizado en períodos tempranos, por lo que cabría esperar mejores resultados con una muestra amplia. Como fuera, los resultados son sumamente importante. Por ejemplo, dependiendo de los estudios, se encuentra que el ahorro privado de pensiones habría explicado entre el 6 y 10% del crecimiento de cada año durante el período de análisis.

Este resultado tiene implicancias relevantes, si tenemos en cuenta que aproximadamente ha sido retirado un tercio del total de los fondos de pensiones que había antes de la pandemia, con lo que se ha debilitado el financiamiento de largo plazo. Aplicando los estimadores calculados para Perú, uno debiera esperar que el aporte al crecimiento económico vía el ahorro en las AFP, haya disminuido el crecimiento económico futuro entre 0,1% y 0,2% anual como consecuencia del ciclo de retiros anticipados de la CIC durante el 2020 y 2021.

7. Conclusiones

El presente trabajo ha revisado el impacto de la decisión política de permitir retiros anticipados en el sistema de capitalización individual, sobre el afiliado y a nivel macroeconómico. En primera instancia, los hallazgos demostraron que el retiro anticipado no respondió a las recomendaciones y opiniones de organismos nacionales e internacionales, tales como la OECD al no considerar al retiro temprano como un mecanismo de última instancia, donde el Estado a través del presupuesto debió responder al apoyo financiero de las familias afectadas; así como tampoco consideró el establecer condiciones para su aplicación. Por su parte, también se ignoró la opinión del BCR que expuso las implicancias de la liquidación de los activos nacionales, el deterioro del ahorro de largo plazo, el impacto en el mercado de capitales, así como la carga social futura al gobierno.

Un hallazgo interesante identificado es que las condiciones sobre las cuales se desarrollaron los retiros anticipados no guardaron focalización ni relación alguna con la situación sanitaria y socioeconómica del país. Por ejemplo, para el cuarto y quinto retiro la recuperación económica fue notoria, al pasar de un escenario adverso en abril 2020 de -30% en crecimiento económico anual, a -1% y 37% durante el cuarto y quinto retiro, respectivamente. En el último caso las alertas resultaron mayores, dado que no solo se permitió el mayor retiro con S/.33 mil millones de salida de fondos, sino que las condiciones habían mejorado en gran medida que incluso la variación anual de los salarios arrojó un incremento del 20%.

Por su parte, los resultados de la estimación sobre las tasas de reemplazo dejaron en evidencia el deterioro de las pensiones producto de los retiros anticipados, donde el segmento más joven resultó más afectado al observar que un afiliado de 30 años, con una densidad de aportes del 50%, habría reducido su horizonte de ahorros en 15 años

productos de los retiros. Más aún, el retiro temprano no solo afectó negativamente las pensiones futuras, sino que también dejó a 2,33 millones sin fondos para el retiro, exponiéndolos al riesgo de caer en pobreza en la vejez, resultando en una carga para el grupo familiar o para el Estado.

A nivel portafolio, los fondos privados de pensiones se vieron afectados al tener que reducir su posición en los activos más líquidos como activos del exterior y BTP. De acuerdo a este último, las AFP redujeron su participación como tenedores a cerca del 14%, en comparación con el 23% pre pandemia, esta venta masiva tuvo como consecuencia que el BCR deba intervenir comprando bonos para no afectar el precio del mismo; dado que un incremento en la tasa de deuda pública habría impacto directamente en el mercado de bonos corporativos, generando un mayor costo de financiamiento para el sector privado.

Los canales de transmisión expuestos evidenciaron la relación positiva entre los fondos de pensiones privados y el crecimiento económico, debido al efecto sobre el ahorro privado y el mercado de capitales. En tal sentido, resulta lógico suponer que cualquier retiro temprano impactaría negativamente en el mercado de capitales y que, una opción de la salida masiva, pondría en riesgo su desarrollo al reducir la disponibilidad de los fondos prestables e incrementando las tasas de interés para nuevas emisiones.

La aprobación del retiro anticipado no solo redujo pensiones, sino que también mermó una parte importante del ahorro e inversión de largo plazo en el país. Por tal motivo, los encargados de formular políticas deben considerar el riesgo a largo plazo que implica el acceso desmedido al fondo de pensiones y primar la protección de los ingresos futuros de jubilación.

Referencias

- Acemoglu, D., Johnson S., y Robinson, J. A. (2005). Institutions as a fundamental cause of long run growth. En Aghion, P. y Durlauf, S. (Ed.) *Handbook of Economic Growth 1A* (pp. 386-472). Ed. Elsevier
- Adams, R. (2002). *Economic growth, inequality and poverty: findings from a new data set*. Policy Research Working Paper N° 2972. World Bank.
<http://hdl.handle.net/10986/19109>
- Aghion, P., y Bolton, P. (1997). A theory of trickle-down growth and development with debt-overhang. *Review of Economic Studies*, 64(2), 151-172.
https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/pbolton/PDFS/A_Theory%20of%20Trickle%20Down.pdf
- Alesina, A., y Peroti, R. (1995). Fiscal expansion and fiscal adjustment in OECD countries. *Economic Policy*, 10 (21), 205-248.
<https://academic.oup.com/economicpolicy/article-abstract/10/21/205/2392283?redirectedFrom=fulltext>
- Antolin, P. (2008). *Policy Options for the Payout Phase*. OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 25, OECD publishing.
- Apoyo (2010). *Importancia del desarrollo del sistema de pensiones en el Perú*. Apoyo Consultoría. Reporte privado.
- Arellano, A., Alonso, J., y D. Tuesta (2016). Pension fund investment in infrastructure and global financial regulation. En Mitchell, O., Maurer, R., and Orzag, M. (Ed.) *Retirement system risk management: Implications of the new regulatory order* (pp. 186-211). Oxford University Press.
- Asociación de AFP (2018). *Las pensiones del SPP a los 25 años de su creación*.
- Banerjee, A., y Newman, A. (1993). Occupational choice and the process of development. *Journal of Political Economy*, 101 (2), 274-298.
<https://www.jstor.org/stable/2138820>
- Barr, Nicholas and Diamond, Peter (2008), *Reforming pensions: Principles and policy choices*, New York y Oxford: Oxford University Press.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., y Levine, R. (2007). Finance, inequality, and the poor. *Journal of Economic Growth*, 12 (1), 27-49.
<https://www.jstor.org/stable/40216113>
<http://www.secmca.org/EH.html>
- Benartzi, S. (2012) *Save more tomorrow*. Penguin

- Benartzi, S., Previtiero, A. y Thaler, R. (2011). *Annuity Puzzle*. Journal of Economic Perspective, Vol 25, 4, Otoño 2011, 143–164. Chicago
- BID-Banco Interamericano de Desarrollo (2020-a). *La libertad de elección en los sistemas de pensiones de ahorro individual: lecciones de Perú*.
- BID-Banco Interamericano de Desarrollo (2020-b). *Acceso al ahorro obligatorio para el retiro en tiempos de Covid19: consideraciones de política pública*.
- BCR- Banco Central de Reserva del Perú (2020). Efectos de largo plazo de los retiros tempranos de los fondos privados de pensiones. *Reporte de Estabilidad Financiera. Noviembre*.
- BCR- Banco Central de Reserva del Perú (2021). Efectos de los retiros de los fondos previsionales sobre el mercado de capitales. *Reporte de Estabilidad Financiera. Noviembre*.
- Corbo, V., y Schmidt-Hebbel, K. (2003). Efectos macroeconómicos de la reforma de pensiones en Chile. En Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (Ed.) *Resultados y desafíos de las reformas de pensiones* (pp. 259-351). CIEDESS.
- Feldstein, M., y Horioka, C. (1980). Domestic saving and international capital flows. *Economic Journal*, 90 (358), 314–329.
<https://academic.oup.com/ej/article-abstract/90/358/314/5220006>
- Galor, O., y Zeira, J. (1993). Income distribution and macroeconomics. *Review of Economics Studies*, 60 (1), 35-56.
<https://pages.nyu.edu/debraj/Courses/Readings/GalorZeira.pdf>
- Herrera, C., y D. Tuesta (2014). A long-term perspective for pension fund portfolios in Chile, Peru and Mexico. *The Journal of Investing*, 23 (2), 74–91.
- ILO-International Labour Organization (2017). *World Social Protection Report*.
- Impavido, G., Musalem, A. y Catalan, M. (2000). *Contractual Savings or Stock Market Development which lead?* Policy Research Working Papers.
- Kahneman, D. y Tversky, A. (1979). “Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk”. *Revista Económica*, vol 47, n° 2. 263-291, marzo.
- Kahneman, D. (2011). *Thinking, fast and slow*. Farrar, Straus and Giroux
- Loayza, N. (2016). *Informality in the process of development and growth*. Working Paper 7858. World Bank.
<https://www.worldbank.org/en/events/2016/10/12/informality-in-the-process-of-development-and-growth>
- Modigliani, Franco y Arun Muralidhar (2004) “Rethinking pension reform” Cambridge

North, D. (1989). Institutions and economic growth: An historical introduction. *World Development*, 17 (9), 1319-1332.

OECD (2020). *Pensions Outlook 2020*. OECD.

Ravallion, M. (2004). *Pro-poor growth; a primer*. Working Paper 3242. World Bank
<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/14116>

Ravallion, M., y Chen, S. (1997). What can new survey data tell us about recent changes in distribution and poverty? *World Bank Economic Review*, 11 (2), 357-82.
<https://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1093/wber/11.2.357>

Robles, E., Tuesta, D., y Valero, D. (2021). Impactos de la reforma previsional en el crecimiento inclusivo de la República Dominicana. *Anales del Instituto de Actuarios Españoles*, 27 (4), 75-111.

Rodrik, D. (2007). *One economics, many recipes: globalization, institutions and economic growth*. Princeton University Press.

Thaler, R. y Benartzi S. (2004). *Save more tomorrow: using behavioral economics to increase employee saving*. *Journal of political Economy*, 112(1), 164-S187.

Thaler, R. (2015), *Misbehaving: The making of behavioural economics*. W. W. Norton.

Sura Asset Management (2013). *Contribución del sistema privado de pensiones al desarrollo económico de Latinoamérica: experiencias de Colombia, México, Chile y Perú*. Sura Asset Management.
<https://cdn01.sura.net.pe/integra/webapps/cercania/prod/statics/downloadable/nosotros/contribucion-del-spp-al-desarrollo-economico-de-latinoamerica.pdf>

Zweifel, P., y Eisen, R. (2012). *Insurance Economics*. Springer.