



SOCIEDAD
& ECONOMÍA

N° 52
Mayo - ago 2024

Créditos fotografía: <https://cutt.ly/heaXezHM>

Retiros anticipados de fondos previsionales por efecto COVID-19 en el Perú

Early Withdrawals of Pension Funds Due to COVID-19 Effect in Peru

Pedro Pablo Chambi Condori¹

Universidad Nacional Jorge Basadre Grohmann, Tacna, Perú

✉ pchambic@unjbg.edu.pe

🆔 <https://orcid.org/0000-0002-8628-6825>

Miriam Chambi Vásquez²

Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Lima, Perú

✉ miriam.chambi@unmsm.edu.pe

🆔 <https://orcid.org/0000-0001-5501-6438>

Sara Galván Rodríguez³

Universidad Católica Santa María, Arequipa, Perú

✉ sgalvanr@ucsm.edu.pe

🆔 <https://orcid.org/0000-0002-5211-0901>

Recibido: 08-03-2023
Aceptado: 29-04-2024
Publicado: 25-06-2024

1 Doctor en Economía.

2 Magíster en Ciencias Políticas.

3 Magíster en Administración de Negocios.

Resumen

El objetivo del estudio fue analizar los contextos en los que se ejecutaron los retiros anticipados de fondos del sistema privado de pensiones en el periodo 2020 a 2022 y que han impactado negativamente en los importes recibidos por los fondistas. Para ello, se utilizó la base de datos del registro de afiliados al sistema privado de pensiones de la Superintendencia de Banca y Seguros del Perú, así como la estadística de serie de tiempo de retiros de los cuatro tipos de fondos del sistema privado de pensiones, la estadística del valor cuota de los fondos y la serie de tiempo del comportamiento de los mercados de capitales globales. Se concluye que los retiros anticipados de fondos jubilatorios se ejecutaron en periodos bajistas ocurridos en los mercados de capitales, hecho que afectó el valor cuota de los fondos y los retiros de importes disminuidos recibidos por los fondistas.

Palabras clave: economía; ahorro; jubilación; toma de decisiones; comportamiento económico.

Clasificación JEL: G11; G15; G18; G23; J26.

Abstract

The aim of the study is to analyze the contexts in which early withdrawals of funds from the private pension system were executed in the period 2020 to 2022 and which have had a negative impact on the amounts received by fund holders. For this purpose, we used the database of the registry of members of the private pension system of the Peruvian Superintendency of Banking and Insurance, as well as the time series statistics of withdrawals of the four types of funds of the private pension system, the statistics of the share value of the funds and the time series of the behavior of the global capital markets. It is concluded that early withdrawals of pension funds were executed in bearish periods in the capital markets, which affected the funds' quota value and the withdrawals of diminished amounts received by the fund holders.

Keywords: economics; savings; retirement; decision-making; economic behavior.

JEL Classification: G11; G15; G18; G23; J26.

Financiación

La investigación se hizo con el financiamiento propio del equipo.

Conflicto de interés

Los autores declaran no tener ningún conflicto de interés en la publicación de este artículo.



Este trabajo está bajo la licencia **Atribución-No-Comercial 4.0 Internacional**

¿Cómo citar este artículo?

Chambi Condori, P. P., Chambi Vásquez, M. y Galván Rodríguez, S. (2024). Retiros anticipados de fondos previsionales por efecto COVID-19 en el Perú. *Sociedad y Economía*, (52), e10812851. <https://doi.org/10.25100/sye.v0i52.12851>

1. Introducción

El primer caso de COVID-19 en Perú se detectó el 5 de marzo de 2020. El 15 de marzo del mismo año, el Gobierno peruano declaró el estado de emergencia por quince días, lo que implicó la suspensión de actividades laborales no esenciales en los sectores público y privado, distanciamiento social obligatorio y cierre de fronteras. En los días siguientes, las medidas temporales para contener la propagación del coronavirus se extendieron debido al aumento en el número de infecciones. Esta prórroga de las medidas restrictivas colocó al Gobierno en un dilema de priorizar entre la economía y la salud.

El objetivo de la investigación consiste en analizar y demostrar que los contextos en los que se ejecutaron los retiros anticipados de fondos del sistema privado de pensiones, en el periodo 2020 a 2022, han impactado negativamente en los importes recibidos por los fondistas.

1.1 Medidas económicas tomadas por el Gobierno peruano

El Gobierno peruano implementó una serie de transferencias sociales en efectivo y en especie que respondieron a la demanda generalizada del uso de la protección social como una herramienta para fortalecer la resiliencia de los hogares pobres y vulnerables a las crisis provocadas por la COVID-19 (Bowen *et al.*, 2020). La respuesta del Gobierno se dividió en: i) medidas para mitigar las consecuencias adversas de la pandemia y ii) políticas para estimular la economía (Olivera, 2022).

De acuerdo con el reporte del Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI, 2021), como efecto de la COVID-19, en la economía peruana se produjo la caída del PBI en el año 2020 del orden de 11,10%, respecto al año 2019, con el consecuente efecto en el ensanchamiento de la pobreza monetaria en el Perú. Una manifestación notoria de los efectos de la crisis sanitaria consistió en la pérdida de empleo por parte de los trabajadores de actividades formales e informales, con consecuencias en la degradación de ingresos para las familias peruanas, derivando sus efectos negativos en el acceso a servicios educativos públicos y pri-

vados y a servicios de salud públicos y privados. De acuerdo con los estimados de Gamero y Pérez (2020), los ingresos de los hogares peruanos habían retrocedido a niveles de 2011.

Además de los posibles efectos negativos de la pandemia, de la recesión económica y el empleo, así como de las pérdidas en la evolución de las cotizaciones previsionales, el Gobierno y el Congreso del Perú implementaron algunas medidas que podrían poner en peligro la seguridad en la vejez de los participantes en el sistema privado de pensiones (SPP). Estas medidas permitieron que las personas realizaran retiros anticipados de fondos de pensiones. En abril de 2020, se fijaron tres medidas de retiro (dos del Gobierno y una del Congreso) y el Congreso fijó una cuarta medida en noviembre, lo que implicó un drenaje de 33.000.723.000 soles de los fondos de pensiones (equivalente al 4,5% del PBI de 2020).

A la deriva hacia una tendencia peligrosa, una quinta política de retiro fue implementada por el Congreso en mayo de 2021, lo que significó el retiro de 32.000.219.000 soles, equivalente al 3,7% del PBI en 2021. Finalmente, un sexto retiro fue implementado por el Congreso en mayo de 2022. En esa línea, Olivera (2022) indica que la razón principal dada por las autoridades para implementar las políticas de retiro fue dar liquidez a las familias ante la pérdida de empleo y la crisis económica generada por la pandemia; asimismo, aporta al menos dos razones por las que esta política puede ser problemática y estar mal diseñada. La primera razón es que los fondos de pensiones se reducen severamente o incluso se agotan, particularmente para los afiliados con saldos de pensiones pequeños, lo que reducirá los recursos para financiar un nivel de vida adecuado durante la vejez. A diferencia de muchos otros países, el Perú no cuenta con una pensión social universal que pueda atenuar el riesgo de caer en la pobreza al entrar en etapa de la vejez. La segunda razón es que las políticas de retiro no están dirigidas a familias en condiciones más adversas, como se mencionó en los argumentos a favor de las medidas. Las condiciones de elegibilidad son muy laxas, por lo que prácticamente cualquier afiliado puede

retirar fondos, independientemente del tamaño del saldo de la pensión o los niveles de ingresos.

1.2 El sistema previsional en el Perú

Bernal (2020), en el análisis del sistema de pensiones en el Perú, identifica que el sistema previsional peruano cuenta con dos esquemas principales que representan dos alternativas opcionales para las personas: el sistema contributivo, basado en cuentas de jubilación individuales, creado en 1992 e implementado en junio de 1993, y el sistema no contributivo. El componente del sistema previsional contributivo está conformado por todos aquellos en los que el trabajador tiene que realizar aportaciones para en el futuro poder recibir una pensión. Tal como se puede visualizar en la Figura 1, el sistema previsional contributivo tiene dos componentes: el sistema público de pensiones, administrado por la Oficina de Normalización Previsional (ONP) y el sistema privado de pensiones, que está bajo la Administración de Fondos de Pensiones (AFP).

1.3 Revisión de la literatura

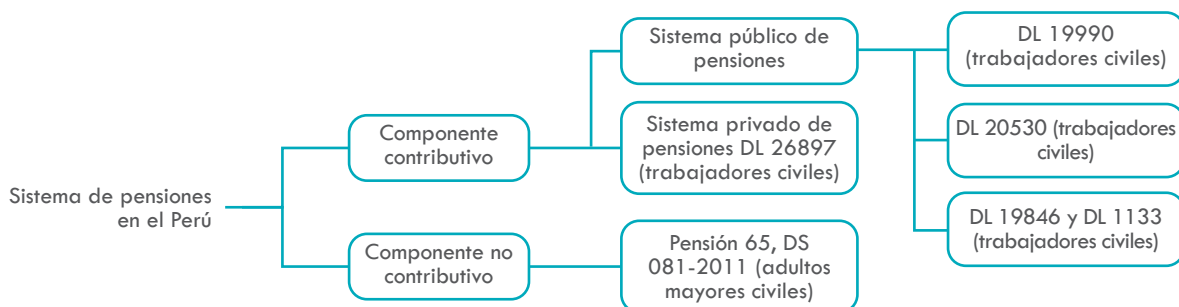
La teoría de las perspectivas fue desarrollada por Kahneman y Tversky (1979), en ella se describe el comportamiento real de los individuos en circunstancias bajo las cuales toman decisiones de elección entre alternativas que suponen riesgos; asimismo, afirman que los individuos evalúan de manera asimétrica sus perspectivas sobre posibles pérdidas y ganancias. En consecuencia, Laibson y Zeckhauser

(1998) expresan que los conceptos de Tversky han influido ampliamente en las ciencias sociales.

Sobre el rol de las ciencias económicas en la formulación de políticas públicas, Amir *et al.* (2005) afirmaron que la economía ha sido típicamente la ciencia social elegida para la formulación de políticas y la información de políticas públicas que, al lado de ciencias del comportamiento como la psicología, se constituye en una herramienta para reflexionar y dar enfoque para convencer a los responsables políticos de que escuchen a los científicos del comportamiento. Shiller (2005), refiriéndose a la economía del comportamiento, afirma que ha desempeñado un papel fundamental en la innovación de las instituciones económicas, incluso mucho antes de que la economía del comportamiento fuera reconocida como disciplina. Entre algunos ejemplos históricos, se destaca el de la invención de la compensación para trabajadores. Al respecto, Epstein (2006) agrega que la economía del comportamiento permite analizar los errores humanos y efectuar correcciones del mercado.

Lusardi (2005) estudió el tema de la jubilación en el contexto americano, en sus hallazgos se evidenció que muchas familias llegaban cerca de la edad de jubilación con poco o nada de ahorros previsionales. Al respecto, Neale (2005) agrega que esta realidad requería de un diseño de la estructura de pensiones y seminarios de capacitación para futuros jubilados en temas de finanzas personales, a fin de que fueran estimulados para incrementar sus

Figura 1. Sistema de pensiones en el Perú



Fuente: elaboración propia con los datos de la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS, 2022) del Perú.

ahorros para fines de jubilación. Tantia *et al.* (2014), refiriéndose a las decisiones de ahorro que toman los individuos, formularon una pregunta singularmente importante del porqué a las personas les resulta tan difícil ahorrar y, de manera rutinaria, toman malas decisiones de ahorro.

Asimismo, el incremento de fondos previsionales mediante el autoahorro con fines de jubilación supone la planificación personal de ahorros para el retiro y depende de la actitud de los futuros jubilados, este tema está relacionado con el atributo de autocontrol de la economía conductual. Al respecto, Campos (2017) y Baucells y Sarin (2019) afirman que en temas de preferencias en el tiempo, las personas tienen un fuerte sesgo por el presente, resaltando que los individuos demasiado impacientes tienen tasas de descuento muy altas, por tanto valoran más el presente que el futuro, concepto que es muy importante para abordar el tema del ahorro para la jubilación, que consiste en tomar decisiones de ahorro para el futuro.

En relación con las previsiones a futuro, Thaler y Benartzi (2001) afirman que se puede utilizar la economía conductual para diseñar programas prescriptivos efectivos para importantes decisiones. Recientemente, García *et al.* (2020) realizaron el análisis de los factores determinantes de ahorro voluntario en dinero, en bienes, así como los ahorros en el sistema financiero peruano con fines de jubilación. Los hallazgos encontrados en el estudio sugieren que las personas que tienen mayor inclinación por el ahorro son aquellas que tienen excedentes de consumo, significativo nivel educativo, poseen cultura financiera y tienen acceso al crédito en el sistema financiero formal.

Con relación al tema de tomar decisiones de ahorro a futuro, Gradinaru (2014) sugiere la realización de un adecuado estudio de las actitudes y mecanismos del proceso de toma de decisiones de las personas, en donde se tengan en cuenta aspectos subjetivos y psicológicos de la economía del comportamiento. Análisis que permitirá una mejor explicación de los problemas económicos que afrontan los individuos y la búsqueda de soluciones pertinentes.

Fonseca *et al.* (2018) afirman que todavía es posible notar que el campo de la economía del comportamiento abarca temas que conectan el comportamiento humano con la demanda, el consumo y el precio, con las inversiones y con las decisiones gerenciales, así como con el papel que juegan las heurísticas y los sesgos cognitivos en los procesos de toma de decisiones.

En relación con el tema de influir en el comportamiento de las personas para que adopten decisiones en determinados sentidos, lo que en economía conductual se conoce con el nombre de “empujar”, Lembcke *et al.* (2019) afirman que se ha convertido en un concepto bien conocido en la formulación de políticas en todo el mundo, apoyando cambios de comportamiento como un mayor ahorro para la jubilación, una nutrición más sana o el ahorro de recursos naturales. Partiendo de la economía del comportamiento, las intervenciones de empujón tienen como objetivo cambiar los comportamientos de las personas sin limitar su libertad de elección, ejercer coerción o cambiar significativamente los incentivos económicos. Dado que el empujón todavía perjudica la autonomía de las personas, el concepto ha suscitado acalorados debates sobre su aceptabilidad ética.

Por otro lado, Robinson y Hammitt (2011), con relación al tema de análisis de costo-beneficio bajo el concepto de economía conductual, afirman que a menudo implica la valoración de resultados ajenos al mercado, como la reducción de los riesgos para la salud y el medio ambiente.

Tryggvi e Ichiro (2013), en el campo de la economía del comportamiento, combinan la psicología y la economía para investigar cómo se comportan realmente los individuos en oposición a cómo se comportarían si fueran perfectamente racionales (en el sentido de maximizar su utilidad). Datta y Mullainathan (2014) señalan que los programas de desarrollo exitosos dependen de que las personas se comporten y elijan de cierta manera, por lo que la economía del comportamiento nos ayuda a comprender por qué las personas se comportan y eligen como lo hacen.

Para Bolton y Ockenfels (2012), la ingeniería económica del comportamiento es un campo de investigación prometedor, en el que se puede tratar cómo los fenómenos del comportamiento pueden afectar la ingeniería económica, así como el papel de la teoría y los experimentos de laboratorio para la ingeniería económica del comportamiento en la práctica.

Kremer *et al.* (2019) señalan que los temas de comportamiento cubiertos incluyen preferencias no estándar (sesgo presente, aversión a la pérdida y preferencias sociales), creencias no estándar (ingenuidad y aprendizaje no bayesiano) y toma de decisiones no estándar (atención y memoria limitadas, contabilidad mental y efectos predeterminados). Por lo que las empresas de los países en desarrollo tienen más probabilidades de desviarse de la maximización de beneficios y que el estudio de las “empresas conductuales” en estos países es una nueva agenda de investigación prometedora.

Kahneman *et al.* (1997) afirman que las decisiones de las personas frecuentemente tienen un alto componente afectivo, que no necesariamente se ajustan a la lógica de las preferencias económicas. Por tanto, se hace necesario entender la psicología de las emociones. Tampoco se puede dar por hecho que las preferencias están controladas por las emociones del momento, o incluso se puede esperar que sean razonables según el criterio, más sereno, del razonamiento reflexivo.

Kooreman y Prast (2010), en sus hallazgos referidos al comportamiento de los individuos, se refieren a que la conducta de las personas, a menudo, no está en línea con sus intenciones, que son sensibles a la forma como se presentan las opciones y que sus habilidades cognitivas son limitadas. Además, puntualizan que esto se manifiesta particularmente en espacios de elección intertemporal, como las finanzas personales y el comportamiento relacionado con la salud y, en una de sus conclusiones, se refieren a las políticas públicas que deberían adoptar los formuladores de políticas, el de ayudar a los ciudadanos a que tomen decisiones más concordantes con sus preferencias normativas.

Tapia y Yermo (2011) afirman que los economistas conductuales y las investigaciones empíricas han demostrado que, en realidad, los afiliados a sistemas jubilatorios no son particularmente buenos en el manejo de sus ahorros para la jubilación, ya sea porque carecen de la capacidad cognitiva necesaria para resolver el problema de optimización, porque no tienen suficiente fuerza de voluntad para ejecutarlo o, incluso, a veces porque son demasiado confiados. Este documento describe hasta qué punto los miembros del plan toman decisiones de inversión activas en estos sistemas y evalúan las soluciones de política que se han propuesto para facilitar la elección.

Kaya y Taniş (2019) aseveran que las teorías económicas tradicionales sugieren en gran medida que el individuo se encuentra en actividades que toman decisiones racionales y maximizan sus propios beneficios. Pero, según la economía del comportamiento, las decisiones y elecciones de las personas no siempre son perfectas. El comportamiento humano está influido por sentimientos como la justicia y la igualdad y por acontecimientos sociales, culturales y psicológicos, de modo que el individuo se aleja del supuesto de la racionalidad. La economía del comportamiento examina cómo se pueden utilizar los factores psicológicos para beneficiar a las personas. Uno de los mejores ejemplos de la práctica de la economía del comportamiento en la actualidad es el sistema de pensión individual. En este estudio se evalúa el enfoque de la economía del comportamiento dentro del sistema privado de pensiones en Turquía. Turquía se ha beneficiado de las soluciones propuestas en la aplicación de la economía del comportamiento en el sistema privado de pensiones y se han dado pasos en este sentido.

Para McConnell (2013), el envejecimiento de la población representa un creciente desafío económico y de salud para muchos países. Si bien los economistas han estudiado ampliamente este tema, ha recibido menos atención directa del campo relativamente más joven de la economía del comportamiento. No obstante, muchas de las políticas mejor entendidas propuestas por la economía del comporta-

miento tienen implicaciones para el envejecimiento. Chetty (2015) analiza tres formas en que la economía del comportamiento puede contribuir a la política pública: ofreciendo nuevas herramientas de política, mejorando las predicciones sobre los efectos de las políticas existentes y generando nuevas implicaciones de bienestar.

De hecho, la economía del comportamiento abre una nueva justificación para la intervención del gobierno en los mercados (más allá de la tradicional basada en las fallas del mercado): cuando los individuos no optimizan incluso en mercados que funcionan bien, puede haber ganancias de bienestar a partir de las acciones del gobierno que ayudan a mejorar el bienestar individual. Tal como lo analizan en detalle Rabin (1998), Camerer y Loewenstein (2004), McCaffery y Slemrod (2006), Wilkinson (2007), Angner y Loewenstein (2010) y Congdon *et al.* (2011), entre otros. La “economía del comportamiento” puede definirse ampliamente como un enfoque que utiliza métodos y evidencias de otras ciencias para informar el análisis de la toma de decisiones individual y grupal.

El Banco Interamericano de Desarrollo (2019) realizó una encuesta respecto al destino del fondo retirado, en Lima y el Callao entre septiembre de 2017 y mayo de 2018. Del 50% de los que retiraron, el 12% no habían usado el fondo, el 13% gastó todo, el 15% lo ahorró y el 10% invirtió todo. En general, hicieron ahorro y gasto. En ese momento, ninguno pasó la totalidad de su ahorro a una aseguradora. Del 28% de quienes habían ahorrado una parte o la totalidad de los fondos retirados, el 46% dejaron el fondo en la cuenta donde lo recibieron y el 54% lo trasladó a una institución financiera o lo ahorraba en casa.

Más de la mitad de quienes retiraron el 95,5% lo hicieron por desconfianza, alrededor del 75% pensaban que ellos podrían conseguir mejor rendimiento de sus fondos. Sin embargo, según la encuesta, no se ha demostrado la capacidad del afiliado para generar mayor rendimiento. De quienes invirtieron, el 41% no ha evaluado el retorno, el 25% no conocen el retorno y el 14% no reciben retorno.

En el documento de investigación N° 2-2020, de la Asociación de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (2020), se señala que el objetivo del sistema de pensiones, en el sentido de otorgar una pensión al jubilado que persista hasta su fallecimiento y, posteriormente, una pensión de sobrevivencia a sus dependientes, fue modificado convirtiendo al sistema privado de pensiones en un sistema de ahorro forzoso para la vejez. Además, pone en riesgo su sostenibilidad a largo plazo, al fomentar su descapitalización. Asimismo, determinan los riesgos a los que se expone el jubilado: de longevidad, al agotar sus recursos quedando en pobreza; de retorno, al no obtener la rentabilidad deseada; de comportamiento, ocasionado por los sesgos en la conducta financiera del afiliado en el momento de tomar decisiones, ya que prefiere el consumo presente, no logra anticipar pérdidas y la demora en tomar decisiones por la proliferación de opciones.

Para la Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP, 2022), desde 1993 a 2022, los sistemas de capitalización individual administrados por las AFP han sido capaces de incrementar los ahorros de sus afiliados mediante la rentabilidad obtenida a través de la gestión de carteras de inversión que, en promedio, en Latinoamérica, en términos reales, ha superado el 6% anual. Sin embargo, en el periodo de la pandemia (2020 a 2022), en el Perú han decidido por iniciativas del Gobierno y del Congreso permitir retiros de ahorros individuales a fin de mitigar los efectos del COVID-19 en los ingresos de las familias peruanas. Además, según la FIAP (2022), en el Perú, los cinco retiros efectuados (excepcionales) se han traducido en una degradación de ahorros del orden de dieciocho mil millones de dólares. Por lo que, cerca de cinco millones de personas corren el riesgo de quedarse sin fondos, lo que equivale al 60% de los afiliados al sistema.

Madeira (2022), en el análisis del sistema de pensiones privados de Chile, describe la implementación de retiros de pensiones durante la pandemia a una escala mucho mayor que otros países de la Organización para la Cooperación

y el Desarrollo Económico (OCDE). Estimó en un modelo de ciclo de vida con datos de encuestas y halló que los hogares consumían una fracción significativa de su riqueza de pensiones no contributivas, lo que implica una compensación entre mejorar las pensiones públicas y aumentar los ahorros.

2. Materiales y método

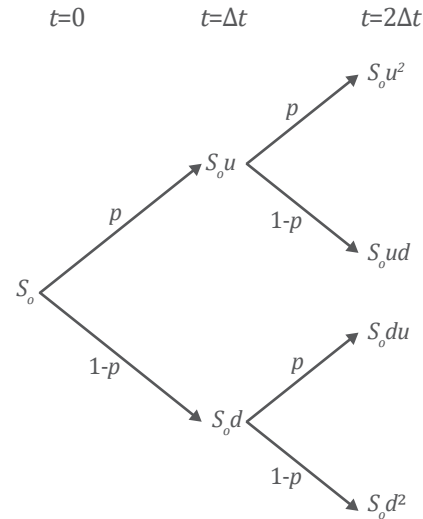
Para la investigación se utilizó la base de datos del registro de afiliados al sistema privado de pensiones de la Superintendencia de Banca y Seguros del Perú (SBS), identificando la cuantía de retiros efectuados por los afiliados, por efecto de las diversas normativas que emanaron desde el Gobierno y el Congreso peruano, con el objeto de mitigar la iliquidez de las familias peruanas que tuvieron las opciones de retirar fondos de capitalización. Por otro lado, se utilizó la estadística de series de tiempo de los mercados bursátiles globalizados y de mercados emergentes para contextualizar el momento en que el Gobierno y el Congreso decidieron autorizar los retiros anticipados de fondos jubilatorios.

Para el análisis de las opciones que tuvieron los afiliados del sistema privado de pensiones, para el retiro anticipado de sus fondos en el periodo de análisis, se adoptó el modelo binomial de valoración de opciones reales de Myers (1977), tal cual se ilustra en la Figura 2.

En donde S_0 es el valor del subyacente en el momento $t=0$, y que en el tiempo $t=1$ puede sufrir variación en p positiva, tomando el valor futuro de S_0u o, de lo contrario, si es que se ve afectado por una caída con $1-p$ el valor del subyacente se pondría en S_0d y así sucesivamente cuando $t=2$, si el subyacente se ve favorecido con incremento, el valor podría llegar a ser S_0uu , de lo contrario se vería disminuido con valor final de S_0dd .

Y, finalmente, para mostrar las respuestas de los fondos previsionales ante los impulsos que proceden desde los mercados bursátiles que ocurrieron durante el periodo en que se registraron los retiros de fondos, se utilizó el modelo de vectores autorregresivos (VAR). Los modelos VAR (Novales, 2017) han sido utiliza-

Figura 2. Modelo Binomial de Valoración de Opciones Reales



Fuente: elaboración propia de razonamiento binomial (Hull, 2009).

dos para el análisis de las interacciones dinámicas. Es decir, cuando se quieren caracterizar las relaciones simultáneas entre un conjunto de variables, tal cual se expresa en la ecuación que se escribe a continuación:

$$Y_t = c + A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + A_p Y_{t-p} + e_{t-p} \quad [1]$$

En donde las variables de la forma Y_t denotan a un vector de variables consideradas en el modelo, Y_{t-1} indica que el valor de la variable i corresponde a periodos precedentes, la variable c es un vector de constantes que sirve como intersección del modelo. A_i denota una matriz de parámetros ($k \times k$) invariante en el tiempo, e_t es un vector k que denota el error del modelo. Un modelo de vectores autorregresivos (VAR) es una representación en forma de ecuaciones simultáneas constituida por un listado de ecuaciones en su forma reducida sin restringir.

3. Resultados

Tal cual se puede apreciar en la Tabla 1, el número de afiliados al sistema privado de pensiones ha venido incrementándose paulatinamente en el tiempo, volumen que al 30 de abril del 2022 registra 8.529.346 afiliados, que en términos monetarios constituyen el importe de

127.613.629.000 de soles (Tabla 2), de cuyo importe el 41,72% está invertido en activos financieros de mercados globales y el 59,30% se encuentra invertido en activos financieros que se negocian en el mercado financiero peruano. Los aportes obligatorios y los aportes voluntarios se ven concentrados en el fondo 2, este fondo se caracteriza por tener autorizado invertir el 50% en activos financieros de renta fija y el otro 50% en activos financieros de renta variable; además, el 50% de estos fondos están autorizados a ser invertidos en activos financieros de mercados internacionales y el otro 50% en activos financieros que se negocian en el sistema financiero peruano.

Por otro lado, en la Figura 3 se exhibe la evolución de la rentabilidad de los fondos administrados por las empresas administradoras en términos de valor cuota. En el periodo 2020 al 30 de septiembre de 2022, las AFP que han logrado los mejores indicadores de rentabilidad han sido Integra y Profuturo. Tal cual se puede apreciar en la Figura 3, se muestran caídas en la rentabilidad de los fondos por efecto

del COVID-19 que se presentó en el Perú, en el primer semestre del año 2020, y por efecto de la volatilidad política interna y la volatilidad internacional en lo que va del año 2022.

Interpolando la serie de tiempo del comportamiento de los mercados bursátiles globales y de la Bolsa de Valores de Lima (Figura 4), con el valor cuota de los fondos del sistema privado de pensiones del fondo 3, expuesta en la Figura 3, se aprecia que la caída en el valor cuota de los fondos ha ocurrido en los periodos de caída de precios en los mercados de acciones. Esto en razón de que el 80% de los fondos del tipo 3 están invertidos en activos financieros de renta variable, de los cuales casi 45% de los fondos estuvieron invertidos en mercados financieros internacionales.

Por otro lado, observando los coeficientes de correlación expuesta en la Tabla 3, se constata que los cuatro fondos están altamente correlacionados con los mercados bursátiles. Es decir, que comparten tendencia estocástica común, esto significa que todos varían en el mismo sentido.

Tabla 1. Evolución histórica de afiliados al sistema pensionario en el Perú

Año	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Afiliados SPP	5.481.770	5.727.865	5.963.069	6.264.103	6.604.841	7.018.669	7.426.708	7.780.721	8.251.977	8.529.346
Afiliados SNP	3.704.153	4.001.521	4.255.686	4.428.233	4.539.859	4.633.967	4.716.085	4.771.195	4.726.039	4.696.543
Total afiliados	9.185.923	9.729.386	10.218.755	10.692.336	11.144.700	11.652.636	12.142.793	12.551.916	12.978.016	13.225.889

Fuente: elaboración propia con los datos de la SBS (2022) Perú.

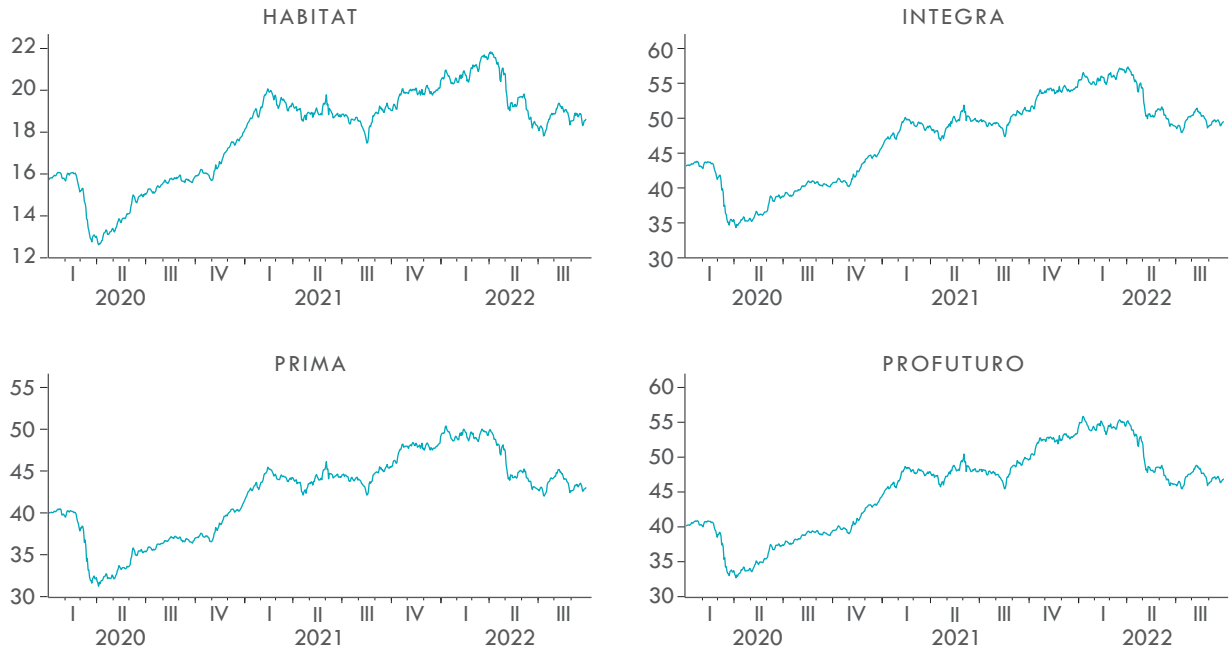
Tabla 2. Fondos administrados por el sistema privado de pensiones (30/04/2022)

Tipo de fondo	Aportes obligatorios	Aportes voluntarios con fines previsionales	Aportes voluntarios sin fines previsionales
0: Fondo de protección de capital	4.842.727	9.146	64.780
1: Fondo de preservación de capital	17.371.297	35.850	459.437
2: Fondo balanceado o mixto	87.811.173	129.965	1.476.331
3: Fondo de apreciación de capital	17.588.432	25.212	270.254
Total	127.613.629	200.173	2.270.802

Nota: en miles de soles.

Fuente: elaboración propia con los datos de la SBS (2022) Perú.

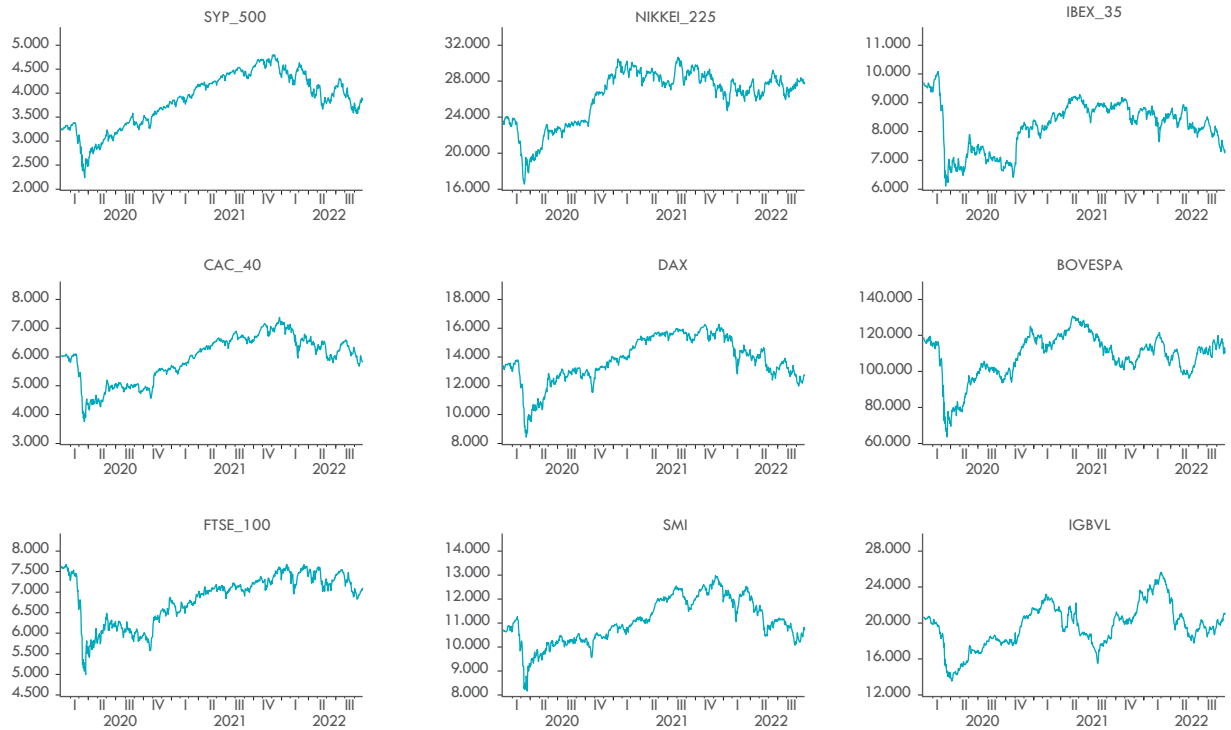
Figura 3. Rentabilidad de los fondos administrados por el SPP en valor cuota



Nota: fondo tipo 3.

Fuente: elaboración propia con los datos de la SBS (2022) Perú.

Figura 4. Comportamiento del mercado accionario de los principales mercados bursátiles globales



Fuente: elaboración propia con los datos de los índices bursátiles (Expansión, 2024).

A partir de la información mostrada en la Tabla 4 y Figura 3, Figura 4 y Figura 5, se puede apreciar que los retiros de fondos del sistema privado de pensiones han ocurrido en los periodos en donde, por choques internos e internacionales, los mercados financieros estuvieron mostrando situaciones de caída en los precios, tal cual se puede apreciar a partir de la Figura 3, con clara afectación hacia la baja al importe retirado por los afiliados. Lo que ha ocurrido con los importes recibidos por los afiliados, expresado con un ejemplo de ilustración en el modelo binomial ya expuesto en la Figura 2, teniendo en cuenta que a nivel mundial el índice bursátil había caído entre el 19 de febrero al 23

de marzo de 2020, en orden de 33,92%, y esta situación afectó hacia la baja el valor cuota de los fondos del sistema privado de pensiones.

El razonamiento bajo el enfoque binomial presentado en la Figura 2, delinea los valores nominales que ha podido tomar en el tiempo $T=0$, tiene valor de 1000 soles, y que al cabo del $T=1$, si estuviera afectado por el porcentaje de caída de 33,92%, el valor del activo se ubicaría en 661 soles y si esta secuencia de caídas ocurriera tan igual en el periodo $T=2$ el valor del activo estaría en 437 soles y que en $T=3$, tendría el valor de 289 soles. De acuerdo a cómo se presente la situación de los precios

Tabla 3. Coeficiente de correlación de valor cuota de fondos con los índices bursátiles

	Habitat	Integra	Prima	Profuturo	SyP_500	NIKK~225	IBEX_35	CAC_40	DAX	BO-VESPA	FTSE_100	SMI	BLV
Habitat	1												
Integra	0,9703	1											
Prima	0,9771	0,9878	1										
Profuturo	0,9801	0,9904	0,9950	1									
SyP_500	0,8672	0,9371	0,9086	0,9258	1								
NIKK~225	0,8744	0,8611	0,8456	0,8504	0,8244	1							
IBEX_35	0,5958	0,6561	0,6699	0,6329	0,6179	0,5481	1						
CAC_40	0,7861	0,8917	0,8582	0,8540	0,9063	0,7253	0,8133	1					
DAX	0,8384	0,8725	0,8905	0,8920	0,8990	0,7647	0,7487	0,8641	1				
BOVESPA	0,7465	0,7188	0,7417	0,7190	0,6355	0,7400	0,6845	0,649	0,7217	1			
FTSE_100	0,6372	0,7428	0,6962	0,6747	0,7472	0,5965	0,8308	0,8999	0,6935	0,6202	1		
SMI	0,7786	0,8659	0,8494	0,8579	0,9335	0,6820	0,6962	0,9081	0,8996	0,5802	0,7893	1	
BLV	0,7627	0,7556	0,7647	0,7423	0,6240	0,5768	0,5215	0,6343	0,5549	0,6108	0,6558	0,5700	1

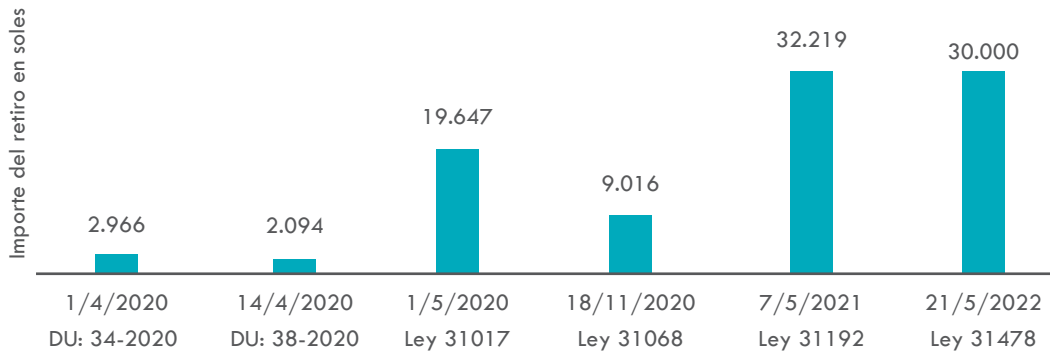
Fuente: elaboración propia con los datos de los índices bursátiles (Expansión, 2024) y valor cuota (SBS, 2024).

Tabla 4. Retiros de fondos del sistema privado de pensiones, iniciativas del Gobierno, efecto COVID-19

Norma	Fecha	Ordenado por	En soles hasta	Millones de soles	Objeto
Ley 30478	29/6/2016	Congreso	25% aportado	45.606	Para inicial de vivienda
DU 34-2020	1/4/2020	Gobierno Central	2000	2.966	Efecto COVID-19
DU 38-2020	14/4/2020	Gobierno Central	2000	2.094	Efecto COVID-19
Ley 31017	1/5/2020	Congreso	25% aportado	19.647	Efecto COVID-19
Ley 31068	18/11/2020	Congreso	1 UIT	9.016	Efecto COVID-19
Ley 31192	7/5/2021	Congreso	4 UIT	32.219	Efecto COVID-19
Ley 31478	21/5/2022	Congreso	4 UIT	30.000	Efecto COVID-19
Total				141.548	

Fuente: elaboración con los datos de la SBS (2022) Perú.

Figura 5. Configuración temporal de los retiros de fondos del SPP



Fuente: elaboración propia con los datos de la SBS (2022) Perú.

de activos financieros en los mercados de capitales, bien en algún momento un activo podría tomar el valor de 2.402 soles en el T=3 o en otro extremo de caídas sucesivas se ubicará el valor en 289 soles. Además, muestra que el valor cuota de los fondos del sistema privado de pensiones tuvo ese comportamiento hacia la baja y en esas circunstancias los afiliados se vieron en la disyuntiva de efectuar el retiro anticipado de sus fondos o de no hacerlo. Hecho por el que, de acuerdo con la información de la SBS, el 70% de afiliados habían optado por el retiro y, por diversas razones, en promedio el 30% restante no lo había efectuado.

4. Discusión y conclusiones

En la Figura 6 se expresa la respuesta que tuvieron en este caso específico los fondos administrados por la AFP Habitat ante los impulsos activados por los mercados bursátiles. En todos los casos fue una reacción rápida y con periodo de ajuste con tendencia constante hacia la baja, similar comportamiento han expresado los fondos en el periodo mayo de 2022 a julio de 2022.

4.1 Discusión

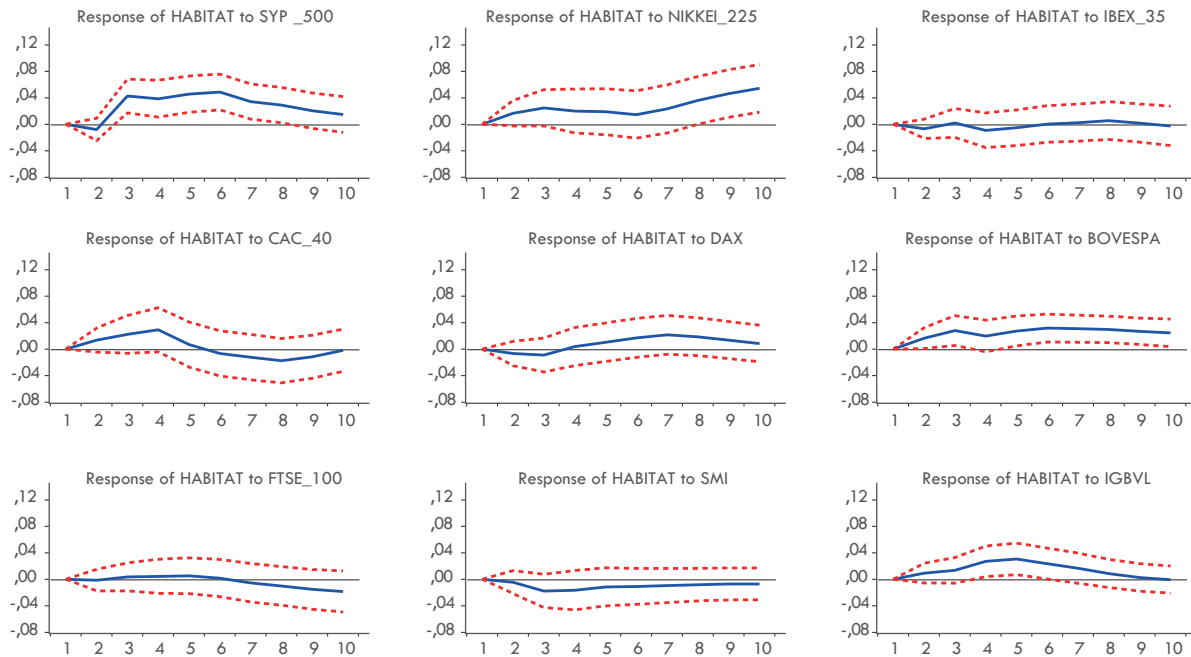
Las iniciativas del Gobierno y las del Congreso del Perú que, por sentimientos de tipo afectivo, de empatía o de grupo (Kahneman *et al.*, 1997; Lembcke *et al.*, 2019), autorizaron retiros anticipados sucesivos de fondos del SPP, en el contexto de la crisis (2020 a 2022), han permitido que las familias tuvieran recursos para solventar sus necesidades de alimentación,

educación virtual, vivienda y salud. A estas iniciativas de políticas de gobierno se suma el concepto de empujoncito (*nudging*) de Thaler y Sunstein (2008) y, desde las políticas públicas, la búsqueda de impactos positivos en corto plazo para las familias (Madeira, 2022), basada en que las políticas públicas deberían estar orientadas a impactar positivamente el bienestar de las familias (Chetty, 2015).

En otro extremo, claro está que estas políticas descapitalizan los fondos jubilatorios (Lusardi, 2005). Sin embargo, de acuerdo con el concepto de la economía conductual, para las personas el presente es lo más importante y, en el caso peruano, los fondistas del sistema privado de pensiones, en un 80%, están concentrados en el rango de edad que va de 30 a 45 años. Por lo tanto, tienen un amplio margen de tiempo para que, por medio de las políticas públicas, se estudien mecanismos para ampliar los importes de ahorro, con fines de incrementar los fondos jubilatorios desde la iniciativa de los mismos propietarios de fondos o desde el Gobierno. Para ello, diseñar mecanismos de transferencias programadas, orientados a incrementar estos fondos, a fin de que cuando toda esta masa de población se encuentre en la edad de jubilación, tenga fondos significativos para costear sus necesidades básicas.

De estas iniciativas de retiros de fondos jubilatorios, lo que llama la atención es el periodo acotado de retiro dado en cada una de las normas, así como las fechas programadas de confirmación de retiro por iniciales de los apellidos de los afiliados. Estas coincidieron exac-

Figura 6. Función impulso respuesta de los fondos previsionales: marzo a junio de 2020



Fuente: elaboración propia con los datos de índices bursátiles (Expansión, 2024) y valor cuota de fondos (SBS, 2024).

tamente con los periodos bajistas ocurridos en los mercados de capitales y, como efecto de ello, la caída en el valor de cuota de los fondos del sistema privado de pensiones. Por lo tanto, los fondistas retiraron importes disminuidos en algo de 35% respecto al valor que tenían en el periodo de prepandemia. En ese sentido, Campos (2017) y Baucells y Sarin (2019) señalan que las personas tienen un fuerte sesgo por el presente en la toma de decisiones.

En adición a lo expresado, hubo ausencia de charlas de educación financiera de análisis técnico y fundamental para gestionar los retiros en su mejor momento; por lo que, para el concepto de medición de preferencias de tiempo, el 70% de fondistas que decidieron retirar anticipadamente sus fondos asumieron altas tasas de descuento (Campos, 2017; Smith y O'Gorman, 1941), y consecuentemente retiraron importes disminuidos. Por lo tanto, una situación mejor gestionada, sumada al concepto de autocontrol y libertad para los retiros autorizados, hubiera evitado pérdidas significativas en el valor cuota de los fondos y maximizado los beneficios para los fondistas.

4.2 Conclusiones

El sistema privado de pensiones peruano ha sido y es un sistema de ahorro valioso que, al 30 de septiembre del 2022, incluye a más de ocho millones de afiliados y administra un poco más de 130 mil millones de soles, después de haber desembolsado más de 140 mil millones de soles durante el periodo de la pandemia. Este importe, tanto como los bonos y transferencias del Gobierno para poblaciones no incluidas en el sistema privado de pensiones y los programas de crédito reactivo que puso en marcha el Gobierno, cumplieron su rol en la tarea de reactivación de la actividad económica en todo el país, con resultados de crecimiento de PBI alcanzado en el año 2021 de 13,60% respecto al año 2020.

Respecto a los retiros anticipados de fondos jubilatorios, administrados por el sistema privado de pensiones, autorizados por el Gobierno y por el Congreso durante los años 2020, 2021 y 2022, tal como ha quedado demostrado en la presente investigación, se ejecutaron en periodos bajistas ocurridos en

los mercados de capitales, hechos que afectaron el valor cuota de los fondos y disminuyeron el importe de los retiros de los fondistas.

En un contexto tan complejo, en donde se juntaron los sentimientos de identidad afectiva de grupo y empatía, se autorizaron y ejecutaron los retiros mostrados en la Tabla 3. Estos impactaron de tal forma que disminuyeron la capitalización de fondos de los afiliados al sistema. Argumento que ha utilizado la Asociación de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (2020)

para mostrar frontalmente su oposición a los programas de retiros, aunque tuvo que ejecutarlos en cumplimiento de la normativa dada por el Gobierno y por el Congreso del Perú.

Al examinar la estadística de edad promedio de fondistas afiliados al sistema privado de pensiones, que se concentra en el rango de 30 a 45 años, queda pendiente para futuras investigaciones encontrar mecanismos orientados a recuperar la capitalización de los fondos con el claro objetivo de mejorar los importes de los fondos de jubilación.

Referencias

- Amir, O., Ariely, D., Cooke, C., Dunning, D., Epley, N., Gneezy, U., Koszegi, B., Lichtenstein, D., Mazar, N., Mullainathan, S., Prelec, D., Shafir, E. y Silva, J. (2005). *Psychology, Behavioral Economics, and Public Policy*. *Marketing Letters*, 16(3-4), 443-454. <https://doi.org/10.1007/s11002-005-5904-2>
- Angner, E. y Loewenstein, G. (2010). Subjective Well-Being. *Journal of Socio-Economics*, 39(3), 361-368. <https://doi.org/10.1016/j.socec.2009.12.001>
- Asociación de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones. (2020). *El Sistema Privado de Pensiones en el Entorno del Retiro del 95,5% en el Perú*. www.asociacionafp.pe/wp-content/uploads/2021/06/Documento-de-investigación-N2-2020_El-SPP-en-el-entorno-del-retiro-del-95.5.pdf
- Banco Interamericano de Desarrollo. (2019). *Diagnóstico del Sistema de Pensiones Peruano y Avenidas de Reforma*. http://alexchavez.com/wp-content/uploads/2020/05/diagnostico_del_sistema_de_pensiones_peruano_y_avenidas_de_reforma_es.pdf
- Baucells, M. y Sarin, R. (2019). The Myopic Property in Decision. *Decision Analysis*, 16(2), 128-141. <https://doi.org/10.1287/deca.2018.0384>
- Bernal, N. (2020). *El Sistema de Pensiones en el Perú*. Naciones Unidas; CEPAL.
- Bolton, G. y Ockenfels, A. (2012). Behavioral economic engineering. *Journal of Economic Psychology*, 33(3), 665-676. <https://doi.org/10.1016/j.joep.2011.09.003>
- Bowen, J., García, E., Barder, P., Arguelles, J. y Fatja, J. (2020). The effects of the Spanish COVID-19 lockdown on people, their pets, and the human-animal bond. *Journal of Veterinary Behavior*, 40, 75-91. <https://doi.org/10.1016/j.jveb.2020.05.013>
- Camerer, C. y Loewenstein, G. (2004). Behavioral Economics: Past, Present, Future. En C. Camerer, G. Loewenstein y M. Rabin (Eds.), *Advances in Behavioral Economics* (pp. 3-51). Princeton University Press. <https://doi.org/10.1515/9781400829118-004>
- Campos, R. (2017). *Economía y Psicología*. Fondo de Cultura Económica.
- Chetty, R. (2015). Behavioral Economics and Public Policy: A Pragmatic Perspective. *American Economic Review*, 105(5), 1-33. <https://doi.org/10.1257/aer.p20151108>
- Congdon, W. J., Kling, J. R. y Mullainathan, S. (2011). *Policy and Choice: Public Finance through the Lens of Behavioral Economics*. Brookings Institution Press.

- Datta, S. y Mullainathan, S. (2014). Behavioral Design: A new Approach to Development Policy. *The Review of Income and Wealth*, 60(1), 7-35. <https://doi.org/10.1111/roiw.12093>
- Epstein, R. A. (2006). *Behavioral Economics: Human Errors and Market Corrections*. The University of Chicago Law Review, 73(1), 111-132.
- Expansión. (2024). *Cotizaciones Índices bolsas de los mercados de valores*. <https://datosmacro.expansion.com/bolsa>
- FIAP –Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones–. (2022). *Los retiros anticipados de fondos agudizan el problema de las pensiones y afectan a los más desposeídos a través de una mayor inflación y tasa de interés*. www.fiapinternacional.org/wp-content/uploads/2022/04/Declaracion-larga-FIAP-Retiros-FP-Abril-2022-final.pdf
- Fonseca, D., De Melo, F. y De Melo, B. (2018). Behavioral economics and behavioral finance: a bibliometric analysis of the scientific fields. *Journal of Economic Surveys*, 33(1), 3-24. <https://doi.org/10.1111/joes.12262>
- Gamero, J. y Pérez, J. (2020). *Perú: Impacto de la COVID-19 en el empleo y los ingresos laborales*. OIT.
- García, A., Santillán, R. y Sotomayor, N. (2020). *Determinantes del Ahorro Voluntario en el Perú: Evidencia de una Encuesta de Demanda*. Superintendencia de Banca y Seguros; Administradoras Privadas de Fondos.
- Gradinaru, A. (2014). The Contribution of Behavioral Economics in Explaining the Decisional Process. *Procedia Economics and Finance*, 16, 417-426. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(14\)00821-1](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(14)00821-1)
- Hull, C. (2009). *Introducción a los mercados de futuros y opciones*. Pearson Educación.
- INEI –Instituto Nacional de Estadística e Informática–. (2021). *Bases de Datos con Actualización Metodológica Trimestral: 2007-2020*. INEI.
- Kahneman, D. y Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291. <https://doi.org/10.2307/1914185>
- Kahneman, D., Wakker, P. P. y Sarin, R. (1997). Back to Bentham? Explorations of experienced utility. *Quarterly Journal of Economics*, 112, 375-405. <https://doi.org/10.1162/00335539755235>
- Kaya, P. H. y Tanış, T. (2019). Evaluation of the Private Pension System in Turkey As an Example of Behavioral Economics. *PEOPLE: International Journal of Social Sciences*, 5(2), 561-576. <https://doi.org/10.20319/pijss.2019.52.561576>
- Kooreman, P. y Prast, H. (2010). What Does Behavioral Economics Mean for Policy? Challenges to Savings and Health Policies in the Netherlands. *Economist*, 158(2), 101-122. <https://doi.org/10.1007/s10645-010-9141-6>
- Kremer, M., Rao, G. y Schilbach, G. (2019). Behavioral development economics. En B. D. Bernheim, S. DellaVigna y D. Laibson (Eds.), *Handbook of Behavioral Economics: Applications and Foundations 1* (pp. 345-458). North-Holland. <https://doi.org/10.1016/bs.hesbe.2018.12.002>
- Laibson, D. y Zeckhauser, R. (1998). Amos Tversky and the Ascent of Behavioral Economics. *Journal of Risk and Uncertainty*, 16, 7-47. <https://doi.org/10.1023/A:1007717224343>
- Lembcke, T. B., Engelbrecht, N., Brendel, A. B. y Kolbe, L. (2019, junio 8-14). *To nudge or not to nudge: ethical considerations of digital nudging based on its behavioral economics roots* (paper). 27th European Conference on Information Systems (ECIS), Stockholm & Uppsala, Sweden. https://aisel.aisnet.org/ecis2019_rp/95
- Lusardi, A. (2005). *Saving and the Effectiveness of Financial Education*. OCDE. <https://doi.org/10.2139/ssrn.476022>

- Madeira, C. (2022). The impact of the Chilean pension withdrawals during the Covid pandemic on the future savings rate. *Journal of International Money and Finance*, 126, 102650. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2022.102650>
- McCaffery, E. J. y Slemrod, J. (Eds.). (2006). *Behavioral Public Finance*. Russell Sage Foundation.
- McConnell, M. (2013). Behavioral Economics and Aging. *Journal of the Economics of Ageing*, 1(2), 83-89. <https://doi.org/10.1016/j.jjeoa.2013.09.001>
- Myers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal Of Finance Economics*, 5(2), 147-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Neale, L. (2005). Pension design and structure: New lessons from behavioural finance. *Pensions: An International Journal*, 10, 186-189. <https://doi.org/10.1057/palgrave.pm.5940306>
- Novalés, A. (2017). *Modelos Vectoriales Autoregresivos*. Universidad Complutense de Madrid.
- Olivera, J. (2022). *The impact of the COVID-19 pandemic on the future pensions of the Peruvian pension system*. Inter-American Development Bank. <https://doi.org/10.18235/0004533>
- Rabin, M. (1998). Psychology and Economics. *Journal of Economic Literature*, 36(1), 11-46.
- Robinson, L. y Hammitt, J. (2011). Behavioral Economics and The Conduct of Benefit - Cost Analysis: Towards Principles and Standards. *Journal of Benefit-Cost Analysis*, 2(2), 1-51. <https://doi.org/10.2202/2152-2812.1059>
- SBS -Superintendencia de Banca, Seguros y AFP-. (2022). *Sistema privado de pensiones*. <https://www.sbs.gob.pe/estadisticas-y-publicaciones/estadisticas-/sistema-privado-de-pensiones>
- SBS -Superintendencia de Banca, Seguros y AFP-. (2024). *Valor Cuota por AFP y Tipo de Fondo*. <https://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaSistemaFinancieroResultados.asp?c=FP-1359>
- Shiller, R. (2005). *Behavioral Economics and Institutional Innovation*. Southern Economic Association. <https://doi.org/10.1002/j.2325-8012.2005.tb00702.x>
- Smith, A. y O’Gorman, E. (1941). *Teoría de los sentimientos morales*. El Colegio de México. <https://doi.org/10.2307/j.ctv233mj3>
- Tantia, P., White, S. y Wright, J. (2014). A Behavioral Economics Perspective on Innovations in Savings Programs. En R. Cramer y T. R. W. Shanks (Eds.), *The Assets Perspective* (pp. 165-183). Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1057/9781137384881_8
- Tapia, W. y Yermo, J. (2011). *Implications of Behavioural Economics for Mandatory Individual Account Pension Systems* (working paper). OECD. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1217604>
- Thaler, R. y Benartzi, S. (2001). Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving. *Journal of Political Economy*, 112(S1), S164-S187. <https://doi.org/10.1086/380085>
- Thaler, R. H. y Sunstein, C. R. (2008). *Nudge: Improving decisions about health, wealth, and happiness*. Yale University Press.
- Tryggvi, T. e Ichiro, K. (2013). Behavioral Economics: Merging Psychology and Economics for Lifestyle Interventions. *American Journal of Preventive Medicine*, 44(2), 185-189. <https://doi.org/10.1016/j.amepre.2012.10.008>
- Wilkinson, J. (2007). Fair Trade: Dynamic and Dilemmas of a Market Oriented Global Social Movement. *Journal of Consumer Policy*, 30, 219-239. <https://doi.org/10.1007/s10603-007-9036-3>