

Diagnóstico del Sistema de Pensiones Peruano y Avenidas de Reforma

Álvaro Altamirano
Solange Berstein
Mariano Bosch
Gustavo Caballero
Manuel García-Huitrón
Lukas Keller
María Teresa Silva-Porto

División de Mercados Laborales

NOTA TÉCNICA N°
(IDB-TN-1776)

Diagnóstico del Sistema de Pensiones Peruano y Avenidas de Reforma

Álvaro Altamirano
Solange Berstein
Mariano Bosch
Gustavo Caballero
Manuel García-Huitrón
Lukas Keller
María Teresa Silva-Porto

Octubre 2019

Catalogación en la fuente proporcionada por la
Biblioteca Felipe Herrera del
Banco Interamericano de Desarrollo
Diagnóstico del sistema de pensiones peruano y avenidas de reforma / Álvaro
Altamirano, Solange Berstein, Mariano Bosch, Gustavo Caballero, Manuel García-
Huitrón, Lukas Keller, María Teresa Silva-Porto.

p. cm. — (Nota técnica del BID ; 1776)

Incluye referencias bibliográficas.

1. Pensions-Peru. 2. Social security-Peru. I. Altamirano, Álvaro J. II. Berstein,
Solange. III. Bosch, Mariano. IV. Caballero, Gustavo. V. García-Huitrón, Manuel. VI.
Keller, Lukas. VII. Silva-Porto, María Teresa. VIII. Banco Interamericano de
Desarrollo. División de Mercados Laborales. IX. Serie.

IDB-TN-1776

<http://www.iadb.org>

Copyright © 2019 Banco Interamericano de Desarrollo. Esta obra se encuentra sujeta a una licencia Creative Commons IGO 3.0 Reconocimiento-NoComercial-SinObrasDerivadas (CC-IGO 3.0 BY-NC-ND) (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/igo/legalcode>) y puede ser reproducida para cualquier uso no-comercial otorgando el reconocimiento respectivo al BID. No se permiten obras derivadas.

Cualquier disputa relacionada con el uso de las obras del BID que no pueda resolverse amistosamente se someterá a arbitraje de conformidad con las reglas de la CNUDMI (UNCITRAL). El uso del nombre del BID para cualquier fin distinto al reconocimiento respectivo y el uso del logotipo del BID, no están autorizados por esta licencia CC-IGO y requieren de un acuerdo de licencia adicional.

Note que el enlace URL incluye términos y condiciones adicionales de esta licencia.

Las opiniones expresadas en esta publicación son de los autores y no necesariamente reflejan el punto de vista del Banco Interamericano de Desarrollo, de su Directorio Ejecutivo ni de los países que representa.



Diagnóstico del Sistema de Pensiones Peruano y Avenidas de Reforma

Documento preparado por:

**Álvaro Altamirano, Solange Berstein, Mariano Bosch, Gustavo Caballero, Manuel
García-Huitrón, Lukas Keller, María Teresa Silva-Porto**

Banco Interamericano de Desarrollo

Octubre, 2019

Las opiniones expresadas aquí son las de los autores y no necesariamente reflejan las opiniones del Banco Interamericano de Desarrollo, sus directivas, la Asamblea de Gobernadores o sus países miembros. Los autores agradecen los valiosos comentarios de Carmen Pagés, y Elio Sánchez, así como al equipo de la Superintendencia Adjunta de Pensiones de la SBS.

Resumen

Este documento contiene un análisis detallado del estado actual del sistema de pensiones peruano. El documento enumera y describe los retos principales que el sistema de pensiones enfrentará en los siguientes años así como distintos elementos de análisis para avanzar en una nueva generación de ajustes que (i) considere el sistema pensional en su conjunto; (ii) incremente cobertura; (iii) mantenga un equilibrio entre contribuciones y beneficios; (iv) reduzca la inequidad; (v) proporcione subsidios apropiados, progresivos y sostenibles; y (vi) proporcione cobertura efectiva de riesgos (muerte, longevidad, volatilidad en tasas).

Códigos JEL

H55.- Seguridad social y pensiones públicas

H68.- Pronóstico de presupuestos, déficits y deuda

Palabras Clave

Perú, pensiones, seguridad social, ONP, SPP, AFP, contribución definida, beneficio definido, sostenibilidad fiscal, reforma de pensiones

Índice

Resumen Ejecutivo	4
I. Introducción	17
II. Diagnóstico y Retos del Sistema de Pensiones en Perú	18
II.A Diseño y aspectos institucionales	18
II.A.1 Configuración y cobertura de riesgos	18
II.A.2 Mapa institucional	20
II.B.1 Esquema No Contributivo: Pensión 65	21
II.B.2 Esquemas Contributivos: SNP y SPP	22
II.C Cobertura del Sistema de Pensiones en Perú	27
II.C.1 Cobertura activa	27
II.C.2 Cobertura pasiva	29
II.D Sostenibilidad financiera	31
II.D.1 Situación actual: Evolución del gasto y déficit público consolidado	31
II.D.2 Hacia el futuro: el gasto en pensiones hacia el 2075	32
II.E Suficiencia y equidad	33
II.E.1 Situación actual: Indicadores de reemplazo, generosidad, equidad y género	33
II.E.2 Hacia el futuro: efectos del cambio demográfico	37
II.F Eficiencia y operación del SPP	38
II.F.1 Competencia, costos y subasta de afiliados	38
II.F.3 Ahorro voluntario en el SPP	51
II.G Análisis de los efectos de las leyes 30425 y 30478	54
II.G.1 Análisis de la población que retiró hasta el 95.5%	54
II.G.2 Simulando los efectos en las tasas de reemplazo de retirar el 25%	60
III. Avenidas de reforma	62
III.A Eje 1: Reformas para mejorar el diseño de los beneficios y la gobernanza del sistema	62
III.A.1 Crear un esquema multi-pilar integrado	62
III.B Eje 2: Reformas para ampliar la cobertura presente y futura	72
III.C Eje 3: Reformas para mejorar la sostenibilidad financiera de los regímenes de reparto	73
III.C.1 Asegurar la sostenibilidad financiera de la ONP y los regímenes especiales	73
III.C.2 Establecer mecanismos de ajuste automático	77
III.D Eje 4: Reformas para optimizar la capacidad del SPP para producir mejores pensiones	77
III.D.1 Generar eficiencias y reducir de costos en la administración de ahorros	78
III.D.3 Mejorar rendimientos y alinear intereses	81
III.D.3 Fortalecer el tercer pilar de ahorro voluntario	83
III.D.4 Mitigar los efectos asociados a las leyes 30425 y 30478	87
Bibliografía	88

Resumen Ejecutivo

Las reformas pensionales que comenzaron a implementarse en Perú durante los años noventa lograron importantes éxitos. Estas reformas impulsaron la consolidación de un sistema de capitalización individual que hoy en día tiene más de 7 millones de afiliados a los cuales ha proporcionado retornos reales históricos cercanos al 8,07% anual (muy por encima de la media regional del 6,09%) y que acumula ahorros equivalentes al 21% del PIB. Este sistema ha contribuido significativamente al financiamiento de inversiones productivas de largo plazo, a la estabilidad macroeconómica del Perú y a limitar en el mediano plazo una parte importante de los riesgos de sostenibilidad fiscal que presentaba el antiguo sistema de pensiones peruano.

A pesar de estos logros, todavía quedan sustantivos retos que afrontar para consolidar el sistema pensional peruano. Estos retos requieren de una nueva generación de reformas para solucionar los problemas de una limitada cobertura, la baja suficiencia de las pensiones, las ineficiencias e inequidades resultantes de la competencia entre el régimen de reparto público y el régimen de ahorro individual, los potenciales riesgos residuales de sostenibilidad fiscal dada la transición demográfica, y la mejora del funcionamiento de las instituciones relacionadas con el sistema pensional en su conjunto. Muchos de estos retos tienen su origen en la alta informalidad del mercado laboral peruano y son comunes a la gran mayoría de países de ingreso medio de América Latina, mientras que otros son específicos a la configuración dual del diseño del sistema de pensiones peruano.

Los principales retos del sistema pensional peruano son:

Fragmentación del sistema pensional. El sistema de pensiones del Perú está compuesto por una serie de subsistemas desintegrados y de diversa naturaleza. El diseño es el resultado del proceso de reformas, impulsadas a lo largo de las cuatro últimas décadas, que resultaron en la actual configuración con dos subsistemas principales, varios regímenes especiales y un programa de asistencia social. Los dos subsistemas principales son el Sistema Nacional de Pensiones (SNP), de reparto y beneficio definido y administrado por la Oficina de Normalización Previsional (ONP); y el Sistema Privado de Pensiones (SPP), de capitalización individual y contribución definida. Existe, además, más de una decena de regímenes especiales, bajo la figura dominante del reparto y beneficios definidos. A estos esquemas se suma un programa de asistencia social llamado Pensión 65 orientado a proteger a la población de muy bajos ingresos. Además, los dos sistemas principales (SNP y SPP), que podrían ser complementarios, en la práctica compiten bajo reglas que no son técnicamente comparables.¹ Esta dualidad en los sistemas genera pérdidas de eficiencia en la administración de riesgos que el sistema pensional pretende cubrir, así como importantes inequidades inter e intra generacionales para los ciudadanos peruanos que están expuestos a niveles de pensión y riesgos distintos dependiendo del sistema que elijan, algo que suelen hacer en un contexto de poca información y educación financiera. Por ejemplo, el SNP no otorga ningún beneficio a aquellos afiliados que no alcancen los 20 años de cotización, mientras que el SPP garantiza una pensión actuarialmente justa, o devolución de saldos, independientemente de los años de cotización. Por otro lado, para aquellos que sí que llegan a los 20 años de cotización, el SNP ofrece una garantía de pensión mínima y no así el SPP.

Baja cobertura presente y futura. El mercado laboral peruano se caracteriza por una alta informalidad laboral. Hoy sólo el 22% de peruanos cotiza en un momento dado al sistema pensional (43% de los asalariados) (SIMS, 2018). Esta situación afecta relativamente más a las personas de menores ingresos y a las mujeres, lo que expone a esos grupos a una situación de vulnerabilidad. Esta baja participación en el sistema de pensiones peruano hace que la cobertura sea baja hoy - solo el 26% de los adultos mayores de 65 años tiene una pensión contributiva - y también sea limitada en el futuro, Bosch, Melguizo y Pagés (2013) estiman que la cobertura en pensión será de alrededor del 30% en el 2050. Para paliar

¹ La existencia de varios subsistemas de pensiones dentro de un mismo país no es un hecho anormal. Si que lo es, que los trabajadores del sector privado y público tengan que elegir a que subsistema pertenecer. Esta es una característica del sistema de pensiones peruano que solamente es compartida en el mundo por el sistema de pensiones colombiano.

parte de este problema, existe un programa de pensiones no contributivas (Pensión 65), que otorga una pensión al 24% de los adultos mayores, incrementando la cobertura total (contributiva y no contributiva) hasta el 50%.

Dada la dualidad de sistemas en Perú, existen retos diferenciados por cada tipo de sistema, con implicaciones para el individuo y para el estado muy diferentes. En el caso del SNP, similar a otros países con sistemas de beneficio definido como Brasil, Argentina o Uruguay, los principales retos son la equidad inter e intra generacional y la sostenibilidad fiscal, mientras que en el caso del SPP, similar a otros países con esquemas de contribución definida como Chile, Colombia o México, los grandes retos son la suficiencia (nivel) de las pensiones y la generación de productos para el retiro que otorguen seguros de longevidad.

A pesar de la baja cobertura, el SNP afrontará retos importantes de sostenibilidad². En el periodo 2000 a 2015 el gasto en pensiones derivado de la ONP fue de 1,1% del PIB. Las proyecciones indican que, en ausencia de reformas y aun considerando un escenario conservador, el gasto de la ONP será 3 veces mayor en el 2075, llegando a 3,1% del PBI en ese año, lo que representa una tasa de crecimiento media anual de 2,5% en el periodo 2015-2075. A esto hay que añadir el gasto asociado a la pensión no contributiva, que puede oscilar entre el 0,5% y el 1,14% del PIB, dependiendo de los criterios de focalización e indexación futura y el gasto asociado a los regímenes especiales de reparto que permanecen abiertos. Por ejemplo, la Caja Militar Policial ha implicado un gasto promedio anual de 0,29% del PBI para el período 2000-2015 (13% del gasto en promedio en el sector pensiones). Bajo los parámetros actuales, el gasto en la Caja Militar Policial va a llegar a niveles de 2,0% del PBI. Las simulaciones prevén alcanzar un gasto total en pensiones del orden del 6% del PBI circa 2075 (Bernal, 2016). Este crecimiento se explica principalmente por el impacto asociado a la menor tasa de natalidad y la mayor expectativa de vida de la población en los esquemas de reparto.

El SNP es progresivo en su diseño, pero presenta importantes inequidades por la existencia de mínimos de cotización y pensiones máximas. El SNP está diseñado para proporcionar una tasa de reemplazo teórica al trabajador promedio con historias laborales completas del 43% del último salario para hombres y 52% para mujeres (Altamirano et al, 2018). Además, el SNP está diseñado para que el beneficio (medido como tasa de remplazo) para aquellos que se pensionan sea mayor a menores rangos salariales tanto para hombres y mujeres, y para que la tasa de reemplazo de las mujeres sea mayor que la de los hombres para cualquier densidad de cotización y cualquier nivel salarial (dado que las mujeres tienen salarios menores en promedio). Sin embargo, bajo las reglas actuales del SNP, aquellos afiliados que no alcancen los 20 años de cotización no reciben ningún tipo de beneficio (tasa de remplazo será igual a cero). Esto genera un patrón de subsidios implícitos en el sistema público, en el que los afiliados que no alcanzan los 20 años mínimos de cotización subsidian al resto de los participantes. En concreto, un trabajador de ingreso medio que cotiza durante el 40% de su vida laboral (18 años) está sometido a un impuesto de 48.000 dólares PPA de 2014, mientras el mismo trabajador que cotiza el 50% de su vida laboral (22 años) tiene un subsidio de 57.000 dólares. Por otro lado, los trabajadores de altos ingresos y densidad de cotización se enfrentan a una pensión máxima relativamente baja (menos del 50% del salario promedio formal), con lo que el sistema impone importantes impuestos a estos trabajadores. En promedio, un trabajador de dos ingresos medios formales que ha cotizado durante toda su vida laboral se enfrenta a un impuesto de 124.000 dólares en el momento de la jubilación (Altamirano et al, 2018). Estas reglas hacen que, dado el mercado laboral peruano, el sistema sea muy inequitativo, ya que una parte importante de afiliados que cotiza a la ONP no va a llegar a los mínimos de cotización para alcanzar una pensión.

El principal reto del SPP es la suficiencia de las pensiones. A pesar de haber conseguido

² Los datos históricos sobre gastos del sector pensiones provienen de informes oficiales de cada uno de los esquemas. Las proyecciones se realizaron siguiendo la metodología del Fondo Monetario Internacional (Clements et al., 2013).

rendimientos reales históricos altos, 8,07% real (de 1993 a 2019) comparado al 6,09% del promedio regional³, las tasas de reemplazo del SPP han estado por debajo de las expectativas de los afiliados. Estimaciones teóricas sitúan estas tasas de reemplazo entre el 20 y el 40% del último salario (Asociación de AFP, 2014; FMI, 2018a; Altamirano et al., 2018). Si bien, estos resultados se deben a una multiplicidad de factores (tasas de contribución, trayectorias laborales, tipo de interés etc.), el principal determinante del problema de suficiencia en el caso peruano es la baja densidad de cotizaciones. Como resultado de la alta informalidad que caracteriza al mercado laboral peruano, la densidad de cotización promedio en Perú es una de las más bajas de la región (BID, 2015). Los trabajadores en Perú entran y salen de la formalidad continuamente. Datos administrativos de la Planilla Electrónica entre enero de 2014 y septiembre de 2017 revelan que un trabajador permanece en la formalidad 68% del tiempo. En ese periodo de 46 meses, 30% de los trabajadores permanecen en su empleo formal, 50% entra y sale del empleo formal entre 2 y 4 veces, y el 20% restante entra y sale más de 5 veces. Más aún, la baja densidad de cotización afecta relativamente más a las personas de menores ingresos y a las mujeres. De acuerdo con nuestras estimaciones, asumiendo un nivel de densidad de contribuciones del 50%, más cercano a la realidad peruana, las tasas de reemplazo oscilarían entre 11% y 62% dependiendo del nivel de rentabilidad esperado. Solamente bajo los dos mayores escenarios de rentabilidad (arriba de 6% real), se alcanzan tasas de reemplazo superiores al 40%, mínimo recomendado por la Organización Internacional del Trabajo (OIT). Dadas las tendencias globales de los mercados financieros, hacia el futuro es probable que esos escenarios de alta rentabilidad no se cristalicen, por lo que también es importante optimizar la capacidad de generación de rendimientos netos del SPP.

Cambios legales recientes introdujeron grandes distorsiones tanto en la fase de acumulación como la de desacumulación del SPP y ponen en riesgo uno de los objetivos centrales del sistema pensional, asegurar un ingreso de por vida a los jubilados (seguro de longevidad). La Ley 30425 de abril de 2016 permite retirar a suma alzada el 95,5% del saldo en la cuenta individual al momento del retiro. La mayoría de los afiliados que han llegado a la edad de pensión desde la implementación de la ley han retirado parcial o totalmente sus fondos. Esto implica que, desde la entrada de la ley, la gran mayoría de afiliados están entrando a la fase de desacumulación sin cobertura de riesgo de longevidad. Los efectos de la ley 30425 se pueden agravar al combinarse con los regímenes de Jubilación Anticipada. En efecto, al cierre del 2018, 75% del total de retiros amparados por la Ley 30425 a nivel de sistema están relacionados con el Régimen de Jubilación Anticipada por Desempleo (REJA).

Resultados de una encuesta comisionada por el BID, con afiliados a una de las AFPs más importantes del país (AFP Integra), muestran que, dos años después de la implementación de la Ley 30425, aquellos ciudadanos que eligieron la retirada de fondos afrontan retos importantes en la toma de decisiones para asegurarse un ingreso de por vida. Al momento de la encuesta, 86% de los afiliados elegibles retiraron la totalidad de sus fondos, mientras el 8% decidió retirar al menos una parte. Uno de los resultados más importantes de la encuesta es que más del 50% de los afiliados que se acogieron a la Ley 30425 estaba consumiendo sus fondos a un ritmo mayor al que le habría permitido una renta vitalicia. La tendencia de un uso acelerado de los fondos es particularmente marcada entre las personas con saldos bajos en sus cuentas individuales. Cuando se les preguntó acerca de los motivos por los que decidieron retirar el 95,5% de sus ahorros, 39% pensó que podía administrar su dinero mejor que la AFP, 35% indicó que necesitaba el dinero y 18% destacó la falta de confianza en las AFP. Sin embargo, el 38% de las personas que retiraron su dinero e indicaron estar ahorrando, responde que no recibe retorno alguno sobre estos ahorros y 30% desconoce el tipo de interés que recibe. En definitiva, al permitir que los afiliados peruanos puedan retirar prácticamente la totalidad de sus fondos en el momento del retiro se ha trasladado una decisión muy compleja a la ciudadanía. Bajos niveles de educación financiera, además de sesgos conductuales como el sesgo hacia el presente y sobre-optimismo, pueden resultar en un uso de los fondos que puede perjudicar el bienestar de largo plazo de las personas. Esta posibilidad se encuentra fundamentada en los resultados de la encuesta, lo

³ Datos tomados de las estadísticas de FIAP, disponibles en <https://www.fiapinternacional.org/estadisticas/>.

cual subraya la necesidad de seguir monitoreando los efectos de esta ley.

Hacia el futuro, donde se espera que los rendimientos a nivel mundial decrezcan (McKinsey Global Institute, 2016; FMI, 2018), el SPP afronta el reto de mejorar la eficiencia del sistema para proporcionar pensiones adecuadas. Al igual que otros mercados privados de administración del ahorro obligatorio en América Latina, el diseño del SPP presenta dos grandes retos para incrementar los rendimientos netos del sistema: (i) opera en un ambiente de mercado oligopólico, altamente concentrado y con rentas extra-normales; y (ii) existe una potencial desalineación de intereses entre la gestión de cartera y las preferencias de largo plazo de los afiliados (Impavido et al, 2010). La herramienta tradicional para afrontar estos retos ha sido una política de subastas de nuevos afiliados, por un lado, y la mejora del régimen de inversiones, por otro. Las subastas han sido relativamente exitosas en reducir comisiones y atraer nuevos participantes a la industria. Hacia el futuro es importante repensar qué instrumentos pueden consolidar estos resultados. En cuanto a las inversiones es importante repensar el diseño actual en el marco de los avances recientes en la teoría y práctica de las inversiones con horizontes de largo plazo y con miras al retiro, y estudiar la implementación plausible para el caso peruano de esas ideas. Esto incluye la revisión de los portafolios de referencias y la posibilidad de incorporar principios de inversión socialmente responsable. En esta nota se proporcionan elementos para la designación de una pensión objetivo sobre la cual anclar el régimen de inversiones, la comunicación a los afiliados y la vinculación entre la etapa de acumulación y la de pagos.

La fragmentación institucional impide la implementación de una política pensional integral. La institucionalidad regulatoria no facilita la implementación de una política rectora de pensiones que mantenga una visión integral del sistema. Esto es especialmente importante en Perú, dada la fragmentación del sistema principal. Perú posee una de las institucionalidades regulatorias más robustas de la región en cuanto al grado de autonomía y poderes de ejecución que la ley otorga a las entidades regulatorias. Sin embargo, la robusta autonomía y poder regulatorio conviven con un alto grado de desintegración y escasez de mecanismos de coordinación interinstitucional. La infraestructura institucional podría mejorarse para ser capaz de reaccionar, en tiempo y forma, ante eventos que requieran acciones coordinadas. Por último, no hay un proceso ágil para revisar los parámetros fundamentales de ambos sistemas pensionarios (SPP y ONP), tales como la tasa de contribución y la edad de retiro, lo cual es relevante en el contexto de envejecimiento acelerado que el Perú enfrentará en las décadas por delante.

Una nueva generación de reformas pensionales requiere de una visión objetivo a largo plazo que tenga en cuenta: ¿Cuánto ahorro se necesita? ¿Cuánta solidaridad es deseable? y ¿Cuánto representa un aceptable costo fiscal? Esa visión ahora mismo no existe en Perú y debería ser construida. Un ejercicio en este proceso de construcción fue la reciente Comisión de Protección Social (CPS) que proponía una serie de reformas de calado en las áreas de pensiones, salud y seguro de desempleo. El recuadro siguiente recoge un resumen de las principales propuestas⁴.

Recuadro. Propuestas de la Comisión de Reforma a la Protección Social en el Perú

La Comisión de Protección Social (CPS) propone una reforma integral y provocativa al sistema de pensiones; una reforma profunda en el financiamiento y aseguramiento de la salud; y, una reforma estándar en materia de seguro de desempleo. Los principales elementos en cada una de esas áreas son las siguientes:

- **Pensiones:** (i) Cierre de la ONP y en su lugar instalar un primer pilar solidario, focalizado e integrado al segundo pilar; (ii) Reforma al SPP: (a) un ente centralizador de funciones con altas economías de escala, representante colectivo de afiliados, organizador de servicios de asesoría, regulador y encargado de licitar el servicio de inversiones, (b) transformación de AFP en gestoras de inversiones puras, (c) establecimiento de benchmarks de largo plazo y productos de inversión basados en un objetivo de largo plazo, (d) matching contributions para jóvenes y personas de menores ingresos, (e) captación de ahorro vía gasto, (f) simplificación productos de retiro.

⁴ Parte de las reformas fueron sugeridas por la SBS y otras instituciones relacionadas con el sistema pensional, así como de expertos internacionales y asesores de organismos multilaterales.

- **Salud:** (i) La creación de un asegurador (Fondo) único e independiente; (ii) entrega del plan de beneficios universal (PEAS), financiado para toda la población vía impuestos y administrado por el Fondo Único; (iii) reducción de las contribuciones a la seguridad social en salud; (iv) el fortalecimiento de la rectoría del Ministerio de Salud (MINSa); (v) la reorganización en la prestación de servicios bajo un esquema de redes integradas territorialmente; (vi) transición para ampliar la cobertura del plan universal en términos de carga de enfermedad.
- **Desempleo:** (i) Postergar la implementación del seguro de desempleo hasta que no se haya recuperado al contrato por tiempo indefinido como el principal tipo de contrato laboral, al menos en el sector formal de la economía; (ii) revisar la interpretación del mandato constitucional de “protección adecuada” a partir de una lectura basada en la mejor evidencia de cuáles son los mecanismos más eficaces para prevenir y proteger frente al desempleo y la excesiva rotación.

A pesar de que se pueden debatir las medidas específicas en cada una de las áreas, la visión de la comisión tiene buenas propiedades. Entre otras, están el que todo peruano mayor de 65 va a ser elegible para una pensión, se elimina la fragmentación entre sistemas (a todo peruano se le ofrece el mismo contrato pensional), y a mayor esfuerzo de ahorro se tiene mayor pensión. Esto no necesariamente se da en el modelo actual peruano. Esta visión integrada es uno de los grandes aportes de la CPS: permite crear una imagen objetivo de lo que sería el sistema pensional peruano en un futuro y debatir los puntos críticos de ese diseño.

Dada la estructura del actual sistema peruano, una reforma consistente con una visión a largo plazo, que (i) considere el sistema pensional en su conjunto; (ii) incremente cobertura; (iii) mantenga un equilibrio entre contribuciones y beneficios; (iv) reduzca la inequidad; (v) proporcione subsidios apropiados, progresivos y sostenibles; y (vi) proporcione cobertura efectiva de riesgos (muerte, longevidad, volatilidad en tasas), recogería los siguientes puntos:

Eje 1: Mejoras en el diseño de los beneficios y de gobernanza del sistema

A. Crear un esquema multipilar integrado, para ofrecer a los peruanos un único sistema pensional con la misma estructura de beneficios, subsidios y fuentes de financiamiento. Esto implica, por una parte, afrontar el rediseño del sistema contributivo, eliminando, en la medida de lo posible, la naturaleza competitiva entre el SNP y el SPP, y, por otra parte, integrar el sistema contributivo resultante con el pilar no contributivo.

a) Un pilar no contributivo integrado. Un elemento esencial en el diseño pensional para eliminar la pobreza en la vejez es considerar un pilar no contributivo, especialmente en el contexto de los países con mercados laborales altamente informales como el peruano. Si el objetivo de este pilar es incrementar la cobertura de manera significativa, el costo puede oscilar entre 0,5 y 1 punto del PIB dependiendo de la focalización, nivel del beneficio e indexación. Este es un costo similar al de países de la región que han conseguido expandir la cobertura a través de pilares no contributivos como Chile, Bolivia o Brasil. Dado el nivel de gasto actual en el pilar no contributivo (0,1% del PIB), este podría ser un objetivo de mediano plazo. Aspectos clave a decidir en el diseño de este pilar son: (i) la adecuada integración con el segundo pilar de ahorro obligatorio (i.e. integración continua o graduada), (ii) si el beneficio es universal o focalizado, (iii) si es refinanciado o post- financiado, así como (iv) diversos aspectos administrativos, institucionales y de transición a partir del estatus quo.

b) Eliminar la competencia entre el SNP y el SPP. Existen varias avenidas para la integración de ambos sistemas. Dos escenarios se discuten en esta nota:

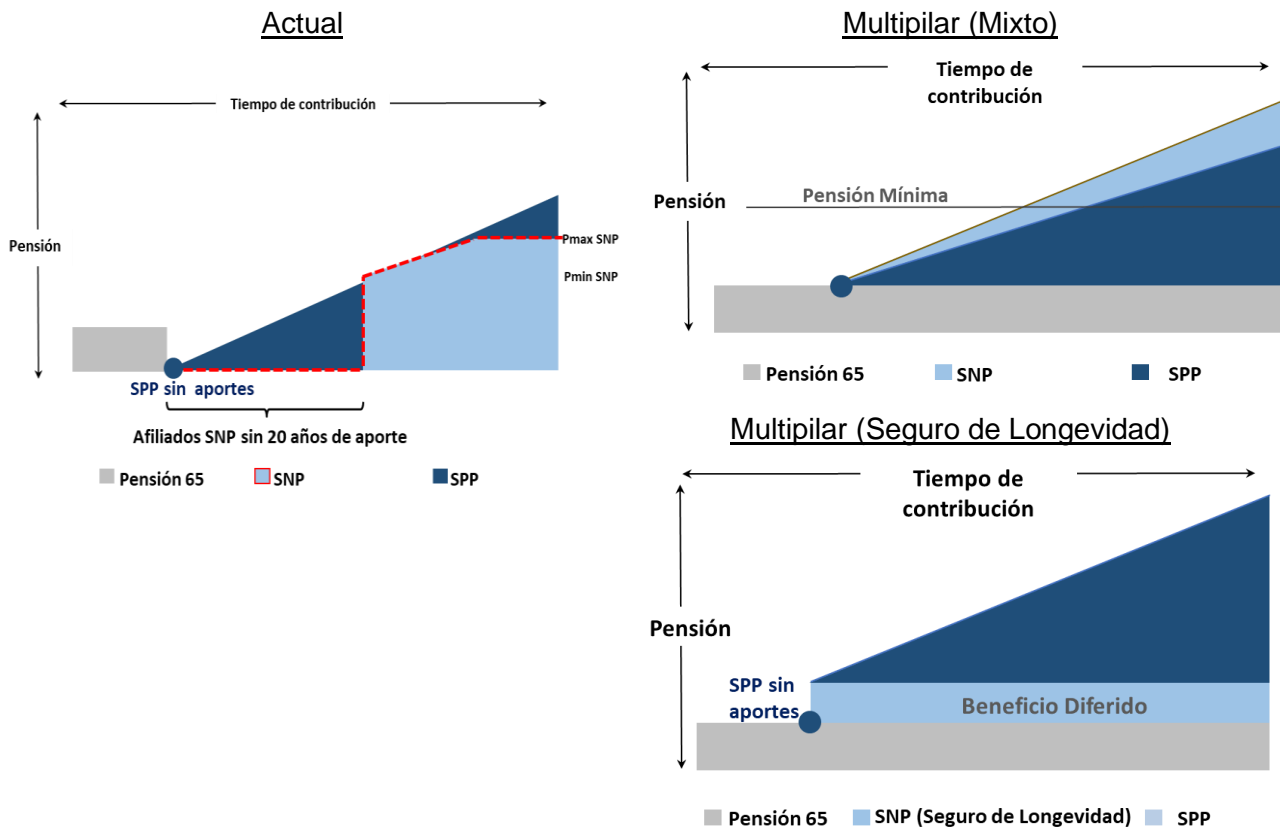
(i) Crear un sistema mixto, donde una parte de las contribuciones irían a la ONP (o institución equivalente) y otra parte al SPP. En este escenario, como ocurre en otros países donde existe un sistema mixto, parte de los beneficios los otorgaría la ONP y parte de los beneficios los otorgaría el SPP. Estos beneficios deben estar diseñados de tal manera que se cumpliera el principio de que a mayores aportes se debe obtener una

mayor pensión y los subsidios implícitos del sistema (si los hubiera a través de una pensión mínima u otro mecanismo) fueran transparentes. Una transición de los actuales beneficios del SNP hacia un sistema de beneficios actuarialmente justos a través de cuentas nacionales cumpliría esos principios.

- (ii) **Crear un seguro de longevidad** y transitar hacia un sistema donde el SPP se encargue de la fase de acumulación y entregue beneficios relativamente flexibles entre la etapa de jubilación hasta los 80-85 años y la ONP ofrezca una renta vitalicia diferida (o seguro de longevidad) que inicia pagos a los 80 o 85 años a cambio de una contribución.

La figura siguiente presenta de manera ilustrativa la situación actual de los beneficios que ofrecen Pensión 65, ONP y el SPP vs cual sería la situación final de beneficios en un sistema multipilar (en sus varias configuraciones, sistema mixto o un sistema con un seguro de longevidad).

Figura: Configuración actual de los beneficios vs configuración de un sistema multipilar



Fuente: Elaboración propia

Esta visión multipilar ofrece varias ventajas con respecto a la estructura actual de beneficios, entre ellas las siguientes:

- **Equidad y transparencia:** Todos los peruanos compartirían un sistema de pensiones integrado con la misma cobertura de riesgos y el mismo esquema complementario de beneficios e incentivos. En este sentido, los subsidios que el sistema de pensiones otorgue, ya sea a través de una pensión no contributiva, una pensión mínima u otro mecanismo, serían más transparentes y disponibles (bajo unos criterios de elegibilidad) a todos los afiliados.
- **Eficiencia.** Algunos procesos se beneficiarían de la escala que da un único sistema, por ejemplo,

el recaudo único, administración única (pública o privada), y el afrontar los riesgos del sistema como el de invalidez y sobrevivencia o longevidad con una escala mayor. La escala podría facilitar también la disminución de comisiones en el componente de capitalización individual.

- **Provisión de riesgo de longevidad:** En el contexto de la ley, un sistema multipilar podría ofrecer un seguro de longevidad mínimo (a través de la pensión no contributiva o del pilar de beneficio definido), sin necesariamente eliminar el derecho a la retirada de fondos que hoy en día otorga el SPP.
- **Implementación de una política de pensiones integral:** La integración de pilares obliga a la creación de instituciones que los articulen y por lo tanto facilita la implementación de una política pensional integral que tenga en cuenta la interacción entre todos los pilares.

Esta nota ofrece una guía de parámetros para entender cómo se podrían implementar cada una de las opciones, partiendo del “estatus quo”. Pero, una definición exacta de los parámetros, así como la transición desde el actual sistema, debería ser objeto de un debate en profundidad, que tuviera en cuenta las restricciones políticas, técnicas y fiscales. Un elemento clave para la parametrización del sistema sería determinar una pensión objetivo que el sistema quisiera construir y el nivel de solidaridad inter e intra generacional que se quiere tener. El cuadro siguiente ilustra las tasas de reemplazo simuladas del sistema actual, para distintos tipos de trabajadores y bajo distintas tasas de rentabilidad, frente a las tasas de reemplazo en un sistema multipilar integrado con beneficio no contributivo universal (la actual pensión 65) y donde una tercera parte (3 puntos porcentuales) de la cotización va a un sistema de cuentas nocionales administrado por la ONP (con un rendimiento nocional del 3,5%) y el resto (7 puntos porcentuales) al SPP en su configuración actual⁵.

Cuadro: Tasas de reemplazo, esquema actual vs un esquema mixto

Nivel salarial	Densidad de aportes	Esquema actual					Esquema mixto							
		SNP (13%)*	SPP (10%)			Pension 65	SNP (3%)*	SPP (7%)			Pension 65	Total (SNP+SPP+P65)		
			t.i. = 3,5%	t.i. = 5,5%	t.i. = 8%			t.i. = 3,5%	t.i. = 5,5%	t.i. = 8%		t.i. = 3,5%	t.i. = 5,5%	t.i. = 8%
1 salario mínimo	30%	0,0%	11,4%	18,8%	37,7%	16,7%	3,4%	7,9%	13,2%	26,4%	16,7%	28,0%	33,3%	46,5%
	50%	55,8%	18,9%	31,4%	62,8%	16,7%	5,6%	13,3%	22,0%	44,0%	16,7%	35,6%	44,2%	66,2%
	80%	97,1%	30,3%	50,2%	100,5%	16,7%	8,9%	21,4%	35,2%	70,4%	16,7%	47,0%	60,8%	96,0%
1 salario formal medio	30%	0,0%	11,4%	18,8%	37,7%	6,9%	3,4%	7,9%	13,2%	26,4%	6,9%	18,3%	23,5%	36,7%
	50%	47,4%	18,9%	31,4%	62,8%	6,9%	5,6%	13,3%	22,0%	44,0%	6,9%	25,8%	34,5%	56,5%
	80%	47,4%	30,3%	50,2%	100,5%	6,9%	9,0%	21,3%	35,2%	70,4%	6,9%	37,2%	51,0%	86,2%
3 salarios formales medios	30%	0,0%	11,4%	18,8%	37,7%	2,3%	3,4%	7,9%	13,2%	26,4%	2,3%	13,7%	18,9%	32,1%
	50%	15,8%	18,9%	31,4%	62,8%	2,3%	5,6%	13,3%	22,0%	44,0%	2,3%	21,2%	29,9%	51,9%
	80%	15,8%	30,3%	50,2%	100,5%	2,3%	9,0%	21,3%	35,2%	70,4%	2,3%	32,6%	46,4%	81,6%

Fuente: Cálculos propios. Notas: Para todos los escenarios se asume una tasa descuento del 2% para anualidades, crecimiento salarial anual de 1%, para individuos casados (incorporando reversión al cónyuge). Estos trabajadores hipotéticos empiezan a trabajar formalmente a los 20 años y se retiran a la edad mínima de jubilación (65). Se usan tablas de mortalidad diferenciadas por género y los resultados se presentan como promedios entre hombres y mujeres. *Se aplica una tasa nocional de 3,5%.

Entre las potenciales ventajas de este diseño de beneficios se encuentran: (i) Una mejor pensión para los trabajadores de bajos ingresos con bajas densidades de contribución; (ii) la generación de un seguro de longevidad para todos los trabajadores, fundamentado en los pilares no contributivos y de beneficio definido/cuentas nocionales (SNP); y (iii) una contención de los riesgos fiscales en el largo plazo al otorgar el SNP beneficios actuarialmente justos.

Entre los potenciales retos que plantea este diseño se encuentran: (i) El financiamiento del pilar no contributivo; (ii) la integración de la actual pensión mínima que otorga el SNP en este diseño; y (iii) para algunos trabajadores el desvío de fondos de capitalización (SPP) hacia un mecanismo de

⁵ Los detalles de esta simulación se encuentran en la sección III.A. del documento. La distribución de contribuciones que se ilustra aquí es orientativa y responde a mantener los flujos de recursos entre la ONP y el SPP aproximadamente en su distribución presente.

beneficio definido/cuentas nocionales (SNP) que reduciría la pensión a recibir (especialmente en escenarios de alta rentabilidad del SPP).

c) Reforzar la institucionalidad regulatoria. En un sistema multipilar integrado, la nueva institucionalidad regulatoria deberá tener las herramientas y capacidades para regular y supervisar a los tres pilares y a los sistemas. Asimismo, se deberían establecer mecanismos formales de coordinación con todas las entidades relacionadas al sistema de pensiones. Un modelo para este mecanismo son los llamados Consejos para la Estabilidad Financiera establecidos en diversos países. Estos consejos son instancias en las que instituciones, que son independientes en cuanto a sus decisiones y labor operativa, se reúnen con una periodicidad preestablecida para discutir temas también previamente establecidos de importancia común, en este caso sobre la estabilidad financiera de un país. Normalmente se encuentran en la misma mesa el Banco Central, el Ministerio de Hacienda y otros organismos con diversos grados de autonomía e independencia como las Superintendencias de Seguros, Valores, Fianzas, Pensiones, etc. Una adaptación de este modelo podría funcionar bien para el tema de pensiones.

Es importante entender que la transición a un sistema multipilar debería ser el objetivo a medio plazo del sistema pensional peruano, pero hay también importantes avenidas de mejora que se pueden afrontar tanto con la institucionalidad actual como en transición a un sistema multipilar. Los siguientes ejes recogen estas propuestas.

Eje 2: Ampliar la cobertura presente y futura

A. En el corto plazo, la única manera de incrementar la cobertura pasiva es a través de pensiones no contributivas, en el marco de la creación de un pilar solidario integrado al segundo pilar de ahorro obligatorio. Los dilemas de diseño y financiamiento que se plantean para la construcción de este pilar son los expuestos anteriormente: (i) La adecuada integración con el segundo pilar de ahorro obligatorio (i.e. integración continua o graduada); (ii) si el beneficio es universal o focalizado; (iii) si es refinanciado o post-financiado; así como (iv) diversos aspectos administrativos, institucionales y de transición a partir del estatus quo.

B. El aumento de la cobertura futura requiere de acciones decididas en el mercado de trabajo para incrementar el porcentaje de trabajadores que cotizan a pensiones. No es el objetivo de esta nota entrar a detalle sobre políticas para incrementar el empleo formal, ya que existe mucho trabajo previo que recoge cual sería una senda de reformas para incrementar la formalidad en Perú (CPS, 2017 y MEF, 2019), pero algunas de las medidas específicas a considerar serían (a) cambios en la legislación laboral encaminados a reducir los costos no laborales, (b) mejorar la fiscalización laboral, e (c) incluir a todos los colectivos de trabajadores en los esquemas de aseguramiento social, incluyendo a los independientes. El recién publicado Plan Nacional de Competitividad y Productividad 2019 contiene medidas específicas referentes a la modernización del marco laboral, impulso al empleo formal y fortalecimiento de la fiscalización laboral.

C. El desarrollo de un pilar de ahorro voluntario. Para incrementar la cobertura de los trabajadores independientes o asalariados informales en el corto plazo, se puede fortalecer el ahorro voluntario como un primer paso para incentivar su participación en el sistema de pensiones. En el Eje 4 se sugieren algunas medidas para su desarrollo en el contexto de Perú.

Eje 3: Mejorar la sostenibilidad financiera de los regímenes de reparto

A. Asegurar la sostenibilidad financiera de los regímenes de reparto, tanto la ONP como los regímenes especiales existentes. Para ello, se podría considerar una Ley Marco que establezca

criterios que todos los programas de pensiones del país deban de cumplir. Esta ley podría incluir reglas para la homologación de parámetros o su equivalencia (i.e. salarios de cálculo, porcentajes de cotización, edades de retiro) con los cuales se pueda dar el paso hacia la portabilidad completa de beneficios. Adicionalmente, la ley puede ser el instrumento para consolidar el pasivo pensionario de todos los sistemas, pues puede ser el mecanismo legal para reconocer los derechos adquiridos de todos los sistemas y registrarlos - no necesariamente monetizarlos - de manera inmediata. Con ello, se tendría la certeza del costo fiscal total derivado de pensiones para los siguientes años.

- B. Establecer mecanismos de ajuste automático de los parámetros fundamentales del sistema.** Para asegurar la sostenibilidad de estos regímenes, el gobierno podría considerar una serie de posibilidades: (i) introducir un factor de sostenibilidad (como el que en su momento se introdujo en países como Brasil y recientemente en España); y/o (ii) transitar del esquema actual de beneficios definidos y reparto hacia un esquema de cuentas nocionales individuales, que ajuste los beneficios conforme avance el envejecimiento, o a un esquema híbrido en las dimensiones de distribución del riesgo agregado (i.e. DC-DB) o financiamiento (fondeado-PAYG). Cada una de estas opciones tiene ventajas y desventajas que deben estudiarse a profundidad. Como mencionamos antes, estas medidas son relevantes tanto si se conserva el SNP independiente del SPP como si se transita a un sistema multipilar. Adicionalmente, la introducción de ajustes automáticos contribuiría a reducir los patrones de inequidad dentro del SNP.

Eje 4: Optimizar la capacidad del SPP para producir mejores pensiones

- A. Establecer un objetivo de pensión y diseñar mecanismos de ajuste automático de los parámetros fundamentales del sistema para asegurar su cumplimiento.** Una de las razones por la que los sistemas de contribución definida en la región están otorgando pensiones por debajo de las expectativas de los ciudadanos es que nunca se explicitó formalmente la pensión objetivo del sistema. Sería deseable que esa pensión objetivo se haga explícita bajo una serie de parámetros realistas y se comunique a la población afiliada. Esto es lo que se ha llamado en algunos países “ambición definida” (Bovenberg y Nijman, 2018; OECD, 2019). Establecer una pensión objetivo tiene grandes ventajas. Aquí mencionamos tres de ellas.
 - a. La posibilidad de informar al afiliado a lo largo del tiempo** de la probabilidad de alcanzar esa pensión objetivo y los mecanismos accionables que tiene a su alcance para aumentar esa probabilidad.
 - b. Es posible diseñar un régimen de inversiones cuyo objetivo sea maximizar esa probabilidad, al menos en la estrategia por defecto.** Más aún, un esquema con objetivos de pensión puede sentar las bases para el surgimiento de productos de retiro que vinculen la etapa de acumulación con la de desacumulación.
 - c. Un esquema con pensión objetivo se puede dotar de un mecanismo de ajuste de parámetros semi automáticos para que esa pensión objetivo no se altere a lo largo del tiempo.** Esto es especialmente relevante dado que, conforme aumente la esperanza de vida dada una edad de jubilación, el nivel de pensión va a disminuir.
- B. Aumentar el nivel de pensiones a través de eficiencias en la administración de ahorros y reducción de costos en la etapa de acumulación.**
 - a. Reducción de costos y comisiones y dinámica competitiva.** El regulador ha introducido esquemas de promoción de la competencia con resultados alentadores que se pueden

potenciar hacia el futuro. Por ejemplo, las subastas han cumplido el objetivo de reducir comisiones y atraer nuevos participantes a la industria. También ha dado pasos importantes en materia de simplificación y digitalización de proceso. Estos resultados pueden potenciarse mediante políticas complementarias tales como la centralización de funciones con altas economías de escala y mecanismos de incentivos que ayuden a generar la dinámica competitiva esperada. Entre las opciones se encuentran:

- (i) **Un esquema de regulación dinámico** basado en mecanismos de mercado y capaz de incentivar la competencia. Una posibilidad es suplementar el mecanismo de las licitaciones del flujo de nuevos afiliados con asignaciones periódicas de una parte del stock de afiliados. Por ejemplo, las licitaciones de flujo se podrían seguir realizando cada dos años como hasta ahora (usando el criterio de mejor comisión), o con un periodo extendido como se está proponiendo actualmente en Chile, pero además cada cierto número de años, por ejemplo, cada seis años (i.e. cada tercera subasta), se podría realizar una asignación de afiliados existentes, en lugar de licitación de flujo. En la nota abordamos más detalles sobre las bondades de esta idea y cómo hacerla accionable para el caso peruano.
- (ii) **Buscar una configuración industrial distinta, basada en esquemas intensivos en regulación**, tales como el establecimiento de precios máximos, un esquema de cuentas ciegas, o elementos de negociación institucional colectiva⁶. En esta nota profundizamos en paquetes regulatorios con este tipo de intervenciones, que podrían considerarse en un escenario en el que, por razones de economía política, alguno de los elementos críticos del esquema dinámico fuera imposible de implementar. Sin embargo, también advertimos que este tipo de intervenciones presentan marcados dilemas.
- (iii) **Generar mayor espacio para disminuir comisiones y seguir facilitando la entrada de nuevas AFP** para profundizar los esfuerzos de generación de ahorros a nivel industrial. Sugerimos dos posibles avenidas: (i) mediante una licitación para generar competencia por el mercado (un caso de referencia en esta materia en América Latina es el de PROCESAR en México); y (ii) mediante la generación de un mercado de sociedades operadoras de funciones con altas economías de escala, por ejemplo, la administración de cuentas (propuesta actualmente en Chile en el marco de la reforma de pensiones).
- (iv) **Empoderar al afiliado para favorecer elecciones enfocadas en sus intereses del largo plazo, basadas en las lecciones de la economía del comportamiento y soportadas por la tecnología**. Los avances más recientes en esta materia muestran la relevancia de revisar la arquitectura de elección, de manera que la regulación induzca buenas decisiones a lo largo de su “customer journey” en los aspectos en donde la regulación permita la libertad de elección, y, en particular, obtenga el soporte informativo y tecnológico adecuado. Estos avances conllevan la necesidad de repensar el papel de las fuerzas comerciales y transitar hacia la creación de una industria paralela de asesores previsionales, independientes de las AFP.

C. Mejora de rendimientos y alineación de intereses basados en mejores prácticas

⁶ Una tercera avenida es la de rediseñar desde cero el mercado de AFP. La propuesta de la CPS pertenece a esta categoría. Esta nota se concentra en las dos opciones mencionadas arriba, por exhibir menores retos de transición y complejidad política. En este contexto también es importante mencionar que la segunda avenida de reforma (esquemas intensivos en regulación) podría enfrentar retos de implementación a nivel legal, ya que la constitución política del Perú establece que la economía peruana es de libre mercado. Por ello, la opción favorecida es la de seguir construyendo sobre el camino ya iniciado de intervenciones compatibles con incentivos de mercado.

internacionales y evidencia empírica:

- (i) **Establecer carteras de referencia de retornos exógenas, observables, replicables, e invertibles, mediante los cuales se pueda medir el valor agregado de las AFP de manera inequívoca.** Esta es una propuesta que tanto la SBS como otros actores locales e internacionales han sugerido, por lo que existe un relativo consenso técnico.
- (ii) **Transitar hacia un esquema de inversiones tipo fondos generacionales que lleven a un nivel de pensión objetivo.** A favor de esta propuesta es posible detectar un consenso cada vez más amplio en la academia sobre sus virtudes, particularmente como resultado de los trabajos de Robert C. Merton y Lionel Martellini, y entre los reguladores de pensiones, de que esta es la dirección a la que tarde o temprano se moverán los esquemas de inversiones de los mercados privados de pensiones en América Latina. No existe una forma única de transitar hacia un esquema con fondos generacionales⁷. Por ello es relevante estudiar cual es el camino plausible en el caso del Perú, que tiene características similares, pero también idiosincráticas diferentes a las de otros países.
- (iii) **Definir principios de inversión socialmente responsable, que incorporen elementos de medio ambiente, sostenibilidad y gobernanza (ESG por sus siglas en inglés) en las decisiones de inversión.** Estos principios podrían generar una mayor aceptación social del SPP, particularmente entre ciertos colectivos, como las generaciones jóvenes y algunos independientes (los emprendedores entre ellos). La evidencia empírica indica una relación positiva o neutral entre el desempeño financiero y la consideración de los factores ESG (Friede et.al., 2015). A nivel internacional, el consenso hacia incorporar este tipo de criterios en las inversiones se está construyendo de forma acelerada, particularmente en respuesta a los trabajos de la COP25 y el liderazgo de los fondos de pensiones y administradores de activos más grandes en el mundo.

D. Fortalecer el pilar de ahorro voluntario. En un esquema multipilar, el ahorro voluntario complementa las aportaciones obligatorias con el objetivo de mejorar la pensión y/o cubrir periodos no cotizados, o responder al deseo de pensionarse anticipadamente. Adicionalmente, en un contexto en que las aportaciones previsionales no son obligatorias para los trabajadores independientes y donde haya un alto nivel de informalidad, como es el caso de Perú, el pilar de ahorro voluntario puede constituir una alternativa de ahorro pensional flexible que se adecúe a las necesidades de estos colectivos. En el SPP actual, por cada punto porcentual de incremento en el ahorro en el largo plazo la pensión podría aumentar hasta un 10%. Algunas medidas para fortalecer y promover este pilar son:

- a. Eliminar las restricciones para hacer ahorro voluntario.** Actualmente las aportaciones voluntarias con fin previsional están condicionadas a cumplir con las aportaciones obligatorias, y las aportaciones voluntarias sin fin previsional están supeditadas a que el afiliado tenga 5 años en el SPP. Ambas restricciones constituyen una barrera al ahorro previsional, ya que inhiben la posibilidad de que los trabajadores ahorren un monto acorde con sus posibilidades económicas, el cual puede ser inferior al que se exige en el régimen obligatorio. Se recomienda permitir que cualquier persona que tenga una cuenta en una AFP pueda hacer aportaciones voluntarias independientemente de su edad, estatus laboral, antigüedad de afiliación, o aportación obligatoria. El Proyecto de Ley N° 2049/2017-CR, que cuenta con el respaldo de la SBS, el MEF y fue aprobado en la Comisión de Economía en abril de 2018, elimina estas restricciones. Sin embargo, está pendiente su aprobación en la Comisión de Trabajo y votación

⁷ La CPS propuso un camino. México es un país pionero en esta materia y cuyo ejemplo representa otra posible implementación.

en el Pleno del Congreso.

- b. Establecer un producto de ahorro voluntario base.** Para muchas personas, escoger un multi fondo de ahorro voluntario puede ser una decisión abrumadora. Por ello, es importante contar con un producto de ahorro voluntario base, o default, al que se canalice el ahorro voluntario de las personas, a menos que ellas activamente elijan otra opción de ahorro voluntario. El estado podría tener un rol importante en definir ese producto de ahorro voluntario base.
- c. Desarrollar un ecosistema de ahorro voluntario que haga este mecanismo de ahorro accesible y asequible para todos los afiliados del sistema.** El mecanismo sería accesible al permitir realizar aportaciones a través de múltiples canales como pueden ser: débito automático, sucursales bancarias y los de las AFPs, aplicativos móviles, redes comerciales (supermercado, farmacia, gasolinera). Además, serían asequibles en la medida que permitan hacer aportaciones de pequeños montos y con la frecuencia que mejor convenga al afiliado.
- d. Establecer una regulación favorable para la inscripción automática al ahorro voluntario.** El éxito de la inscripción automática se debe a que convierte la situación predeterminada del trabajador en una situación favorable al ahorro. Existen diversas alternativas para establecer opciones por defecto (opt-out) de ahorro voluntario para diversos colectivos de trabajadores. Por ejemplo:
 - (i) Para los trabajadores dependientes se puede establecer una opción por defecto de ahorro voluntario y/o se pueden vincular incrementos salariales a incrementos del ahorro voluntario, logrando así que el trabajador no sienta que percibe un salario menor.
 - (ii) Para los trabajadores independientes, o más desligados de la formalidad, se pueden aprovechar los espacios en que consumen o reciben ingresos. Por ejemplo, un creciente número de trabajadores utilizan las plataformas digitales de intermediación como una fuente de ingresos principal o secundaria, lo cual tiene la ventaja de bancarizar transacciones que antes se realizaban en efectivo y en la informalidad.
 - (iii) Tanto para dependientes como independientes, se pueden aprovechar los momentos favorables para el ahorro (“savable moments”) como las devoluciones de impuestos.

E. Mitigar los efectos asociados a las leyes 30425 y 30478

- a. Si una vuelta a la situación previa a la Ley 30425 no es posible, es importante tomar medidas para mitigar sus efectos.** Destacamos las siguientes alternativas: (i) estudiar la factibilidad de introducir un esquema fiscal especial para quien decida retirar a suma alzada del tipo TET, a ser revisado por las autoridades tributarias⁸; (ii) restringir el retiro a suma alzada solo para rangos de saldo en la cuenta individual muy bajos o por encima del saldo necesario para comprar un producto de retiro; y (iii) reducir el porcentaje del que se puede disponer a suma alzada y mandar la compra de un seguro de longevidad con el monto liberado.
- b. Con respecto a la Ley 30478, que permite al afiliado disponer de hasta el 25% del saldo en la cuenta individual durante la etapa de acumulación, el retiro podría disminuirse a un nivel acorde con la experiencia internacional (15%) y se podría transformar en un esquema de préstamo con reembolso.** Si no es políticamente factible reducir el porcentaje, una alternativa

⁸ En los países en donde se permite un pago a suma alzada, este pago típicamente conlleva una penalidad adicional en términos de impuesto a la renta. Un ejemplo es el Reino Unido, en donde el retiro a suma alzada está expuesto a un impuesto del 25%.

es reducir la definición de la base sobre la cual se aplica este de una forma que además aliente a los individuos a mantenerse cotizando. Por ejemplo, podría definirse que el 25% se va a referir a las cotizaciones de los últimos 60 meses calendario.

- c. **Asumiendo que la Ley 30425 logra revertirse o mitigarse, persiste el reto de la multiplicidad de productos de retiro.** Esto puede reformarse en dos sentidos. Uno es la simplificación de los productos - por lo menos en el componente de ahorro obligatorio -, algo en lo que ya ha habido avances recientes importantes. Una segunda dimensión es la introducción de un seguro de longevidad, que toma la forma de una renta vitalicia diferida para edades avanzadas.

I. Introducción

Este documento presenta un diagnóstico del sistema de pensiones de Perú y una serie de avenidas de reforma para mejorar sus resultados. Los objetivos principales de las reformas de pensiones generalmente son: aumentar la cobertura, mejorar la adecuación, la solidaridad, la eficiencia y la sostenibilidad financiera. Entender el tipo de políticas implementadas en otros contextos podría dar un sentido de dirección. Las propuestas específicas para Perú consideran estas lecciones internacionales, así como la situación fiscal del país, las características del mercado de trabajo y la estructura actual del sistema de pensiones.

El sistema de pensiones del Perú exhibe retos en materia de coherencia en el diseño, cobertura, inequidad, sostenibilidad, así como en cuanto a la articulación del entramado institucional del sistema pensional. Para abordar estos retos es imprescindible que el país establezca una visión integral de largo plazo sobre qué es lo que se requiere del sistema pensional: ¿Cuánto ahorro se necesita?, ¿Qué nivel pensional se desea?, ¿Cuánta solidaridad es deseable?, ¿Cuánto es un aceptable costo fiscal? Esa visión ahora mismo no existe en Perú y debería ser construida. Las medidas que se toman en Perú para construir esta visión a largo plazo deberían tener consenso dentro de la sociedad peruana dado que va a requerir, no una única reforma sino un proceso de medidas a lo largo de los años y probablemente décadas siguientes.

Tomando esto en consideración, este documento presenta una serie de propuestas basadas en los siguientes cuatro ejes transversales. El primero corresponde a reformas del diseño de beneficios y gobernanza del sistema y tiene como principales líneas de acción (a) la creación de un esquema multipilar, con tres pilares integrados: (i) Pilar solidario no contributivo; (ii) Pilar contributivo obligatorio que elimine la competencia entre el SNP y el SPP; y (iii) Pilar de ahorro voluntario; y (b) repensar el entramado institucional necesario para regular y supervisar el nuevo esquema multipilar. El segundo eje corresponde a mejorar la cobertura presente y futura. El tercero consiste en medidas para asegurar la sostenibilidad financiera de los regímenes de beneficio definido. Finalmente, el cuarto eje está relacionado con medidas para mejorar la suficiencia de las pensiones del SPP, incluyendo aquí temas de organización industrial, la liquidez durante la etapa de acumulación, la alineación de intereses entre AFP y afiliados, el ahorro voluntario, así como la revisión del diseño y productos para la etapa de pagos.

Todas las medidas de política de pensiones en estos cuatro ejes presentan dilemas. No existe un método único que pueda resolver todos los problemas del sistema de pensiones, ni una velocidad de ajuste específica para cada una de las reformas que se van a plantear, por lo que es necesario trabajar con escenarios que sirvan como un mapa de posibilidades para los responsables de la política pública.

II. Diagnóstico y Retos del Sistema de Pensiones en Perú

II.A Diseño y aspectos institucionales

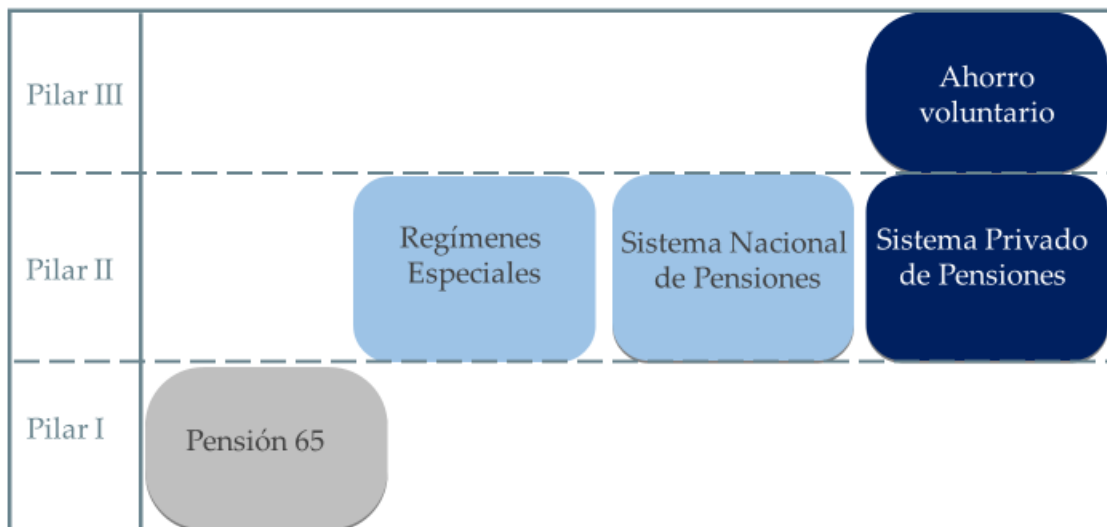
II.A.1 Configuración y cobertura de riesgos

El diseño actual sistema del sistema de pensiones en Perú es el resultado del proceso de reformas de los años ochenta y noventa que se llevaron a cabo en la región, con el fin de garantizar la sostenibilidad financiera del sistema. Este proceso de reformas resultó en la actual configuración con dos subsistemas principales, varios regímenes especiales y un programa de asistencia social, que tienen varios elementos de un esquema de pilares múltiples, pero no están debidamente integrados. La figura 1 resume la situación actual del diseño institucional del sistema de pensiones en el Perú.

Los dos subsistemas principales son el Sistema Nacional de Pensiones⁹ –SNP– (Decreto Ley N° 19990, 1973), de reparto y beneficio definido, administrado por la Oficina de Normalización Previsional (ONP); y el Sistema Privado de Pensiones–SPP–, de capitalización individual y contribución definida, creado en 1992¹⁰, que cubre a trabajadores públicos y privados dependientes y administrado por AFP (Decreto Ley N° 25897) y supervisado por la Superintendencia de Banca, Seguros y Pensiones (SBS).

Los regímenes especiales se pueden agrupar de la siguiente manera: (i) Caja de Pensiones Militar Policial, que otorga beneficios definidos administrada por el Estado a los miembros de las fuerzas armadas y policiales (Decreto Ley N° 19846, 1972); (ii) Régimen de los servidores públicos (Decreto Ley N° 20530, 1974), también conocido como sistema de Cédula Viva, que cubre a funcionarios del Estado y fue cerrado a nuevas inscripciones por mandato constitucional en 2004, pero continúa otorgando pensiones; y (iii) Régimen de los servidores diplomáticos (Decreto Legislativo 894.1996 y Decreto Supremo 065-2009-RE).

Figura No. 1. Configuración del sistema de pensiones en Perú: un sistema fragmentado



Fuente: elaboración propia

En 2011, siguiendo la tendencia regional de ejecutar reformas tendientes a incrementar

⁹ El SNP incluye algunos regímenes especiales para trabajadores que realizan labores que contemplan condiciones especiales como marítimos, construcción civil, periodistas, industrias del cuero, pilotos y copilotos, amas de casa y mineros con distintos requisitos de edad y años de cotización. A estos se le suma el Régimen Especial Pesquero (Ley N° 30003).

¹⁰ Inició operaciones en junio de 1993.

cobertura, el Estado creó el programa Pensión 65. Este programa está administrado por el Ministerio de Desarrollo e Inclusión Social (MIDIS), que brinda transferencias monetarias no contributivas bimensuales a individuos de 65 años y más pobres que no reciben una pensión contributiva. Pensión 65 es un componente de un programa social más amplio de MIDIS llamado “Incluir para Crecer.”

Una característica del sistema de pensiones peruano, que solamente es compartida en el mundo por el sistema de pensiones colombiano, es que el subsistema público administrado por la ONP y el subsistema privado administrado por las AFP, si bien se encuentran basados en esquemas y reglas diferentes, compiten por dar cobertura al mismo mercado: los trabajadores formales dependientes. El trabajador tiene diez días desde que se incorpora al mercado laboral para decidir por uno de los sistemas. Existe libertad de traslado del sistema público al privado, pero lo contrario sólo se admite si se declara la nulidad del proceso de afiliación¹¹ o bien si el individuo cumple con los requisitos de la Ley de Libre Desafiliación Informada, Pensiones Mínima y Complementarias, y Régimen Especial de Jubilación Anticipada (Ley N° 28991)¹². En caso de optar el trabajador por dejar el régimen del SNP e incorporarse al SPP, recibe un “Bono de Reconocimiento” emitido por la ONP por el monto correspondiente a los beneficios del trabajador en función a los meses de sus aportes al SNP. Los Bonos de Reconocimiento deben ser entregados por la ONP a la AFP que el trabajador indique, quien a su vez los debe entregar a una entidad de servicios de guarda física de valores¹³.

Esta dualidad tiene problemas importantes. Un marco conceptual útil para entender esta aseveración es el llamado “enfoque de portafolio” (Dutta, Kapur, Orszag, 2000)¹⁴. La idea fundamental es que cada componente del sistema de pensiones se puede caracterizar de acuerdo con el tipo de riesgo que aborda, y su instrumentación se debería ejecutar de modo que los componentes sean complementarios entre sí, formando un “portafolio que diversifica riesgos.” En efecto, los riesgos económicos, financieros, laborales, demográficos y políticos a los que cada componente está expuesto no se encuentran perfectamente correlacionados, de modo que su combinación proporciona mayor seguridad económica en la vejez, relativo a un esquema de pilar único tradicional, o con diversos componentes, pero desintegrados o competitivos (Banco Mundial, 1994, 2005). Este argumento es clave para comprender porque el diseño actual en el Perú es problemático, ya que, en esencia, los componentes (i) de beneficios definidos y reparto (SNP), y (ii) de contribuciones definidas y capitalización individual (SPP) podrían ser complementarios, pero en la práctica son competitivos. En efecto, un informe reciente del Fondo Monetario Internacional (Freudenberg y Toscani, 2019) considera que este diseño es una debilidad mayor por las siguientes razones: (i) complejidad de predicción de la sostenibilidad fiscal de la SNP, (ii) complejidad para la planificación del ahorro para el retiro y fragmentación del universo de afiliados, con afiliados de altos ingresos optando por SPP y de bajos ingresos por ONP, (iii) complica la regulación y supervisión y puede ser opaco para los afiliados, (iv) alto costo de oportunidad por la pérdida de oportunidades de diversificación de riesgos entre ambos sistemas, si fueran complementarios. Aquí agregamos una más: (v) la competencia entre sistemas disminuye el poder de la política de subastas de nuevos afiliados, mermando con ello la capacidad del sistema para generar mejores pensiones.

En cuanto a los demás pilares, si bien Pensión 65 podría considerarse el pilar solidario no

¹¹ La SBS tiene la facultad para declarar la nulidad del proceso de afiliación en los siguientes casos: (i) si se comprueba que la firma del trabajador fue falsificada; (ii) si se demuestra que la afiliación fue responsabilidad del empleador; (iii) si se comprueba que el afiliado fue excluido de la cobertura del seguro de invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio, como consecuencia de que la fecha de ocurrencia de la invalidez, determinada por el Comité Médico de las AFP (COMAFP), o el Comité Médico de la Superintendencia (COMEC), sea anterior a la fecha de incorporación al SPP (AIOS, 2007).

¹² De acuerdo a esta Ley, pueden solicitar su desafiliación: (i) quienes hayan sido imponentes de instituciones de previsión del régimen previsional antiguo y no tengan derecho al bono de reconocimiento; (ii) aquellos que, teniendo derecho a bono de reconocimiento sólo por cotizaciones enteradas en alguna institución de previsión en el período comprendido entre el 1° de julio de 1979 y la fecha de opción por el nuevo Sistema Previsional, tengan a lo menos 60 meses de cotizaciones anteriores a julio de 1979 (para más información ver <http://www.spensiones.cl/portal/orientacion/580/w3-article-2717.html>).

¹³ Existieron tres tipos de bonos de reconocimiento según el año en que fueron creados: 1992, 1996 y 2001. Ver AIOS (2007) para los detalles. En la actualidad ya no existen bonos de reconocimiento físicos toda vez que se desmaterializaron y ahora son anotaciones en cuenta en Registro Central de Valores y Liquidaciones del Perú (CAVALI).

¹⁴ Una expresión de este concepto es el “modelo de pilares múltiples” propuesto por el Banco Mundial (1994, 2002).

contributivo, este no fue concebido como un componente del sistema de pensiones, sino como un programa de asistencia social orientado a proteger a la población de muy bajos ingresos (Berstein, Morales, Puente, 2015; Palomino, 2014). El beneficio que Pensión 65 otorga no se encuentra integrado con el resto de los subsistemas mencionados anteriormente. El tercer pilar corresponde a la posibilidad de realizar ahorro voluntario a través de las cuentas individuales en las AFP con el fin de incrementar el monto de la cuenta individual del trabajador y así incrementar el monto de su pensión futura.

II.A.2 Mapa institucional

El Perú posee una de las institucionalidades regulatorias más robustas de la región (OECD, 2016; FMI, 2016). La figura 2 presenta el mapa de las instituciones que participan en las tareas de formulación de política, regulación, fiscalización y administración del sistema de pensiones del Perú. Esta fortaleza se debe al alto grado de autonomía y poderes de ejecución con que la ley dota a las entidades regulatorias. Sin embargo, el alto grado de autonomía y poder regulatorio convive con un alto grado de desintegración y escasez de mecanismos de coordinación. En el ámbito de las pensiones, la Superintendencia de Banca, Seguros y Pensiones (SBS), a través de la Superintendencia Adjunta de Administradoras de Fondos de Pensiones, cuenta con un alto nivel de autonomía y poderes para regular, autorizar y supervisar a las entidades que participan en el SPP, así como poderes para hacer cumplir las regulaciones; incluyendo la capacidad de intervenir y disolver las entidades que reguladas e imponerles sanciones. La SBS realiza visitas de inspección a las AFP con la finalidad de verificar que los procesos de afiliación, recaudación, inversiones, y otorgamiento de beneficios se cumplan de acuerdo con las disposiciones establecidas en la regulación.

La SBS interactúa con otra entidad autónoma, el Banco Central de Reserva (BCR), a través de la Gerencia de Operaciones Monetarias y Estabilidad Financiera, quien también participa en la regulación del SPP, específicamente en lo concerniente a la regulación del límite en inversiones internacionales de las AFP. Por su parte, la Oficina de Normalización Previsional (ONP) es un organismo público descentralizado del sector economía y finanzas que regula y administra al SNP e interactúa con la Superintendencia de Administración Tributaria (SUNAT), que realiza la recolección de cotizaciones previsionales en el SNP. La ONP también interactúa con el BCR ya que éste maneja el Fondo Consolidado de Reservas (FCR) de los sistemas públicos. Ambas, la ONP y la SBS interactúan con la Superintendencia de Fiscalización Laboral (SUNAFIL), que es una institución con competencia para establecer normas referidas a la recaudación, fiscalización y cobranza de las contribuciones a la seguridad social.

A nivel de diseño de política el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) usualmente tiene el liderazgo, a través de la Dirección General de Mercados Financieros y Previsional Privado en cuanto a los temas del SPP y a través de la Dirección de Gestión de Pensiones Públicas cuando se trata de temas relacionados al SNP o el Gabinete Ministerial de Asesores cuando se requieren acciones coordinadas. El Ministerio del Trabajo y Promoción del Empleo (MTPE) también participa en las discusiones relacionadas al diseño, aunque con un rol más circunscrito que el MEF. La Dirección de Seguridad Social del MTPE genera estudios sobre la demografía, el empleo y otros aspectos del mercado laboral peruano¹⁵. Finalmente, el Ministerio de Desarrollo e Inclusión Social (MIDIS) también participa en el diseño, regulación y fiscalización del programa Pensión 65, descentralizando la administración de los pagos en el Banco Nación.

En suma, los mensajes principales de esta sección son: (i) no existe un sistema multi-pilar en Perú, sino una serie de elementos o subsistemas no que se encuentran integrados; (ii) existen elementos que podrían ser complementarios pero que en la práctica son competitivos bajo reglas que no son técnicamente comparables, tales como el SNP y el SPP; y (iii) la institucionalidad regulatoria, si bien es

¹⁵ Ver por ejemplo Casalí, Cetrángolo, y Goldschmit (2015).

de alta calidad en cuanto a su autonomía y poder ejecutivo, no facilita la implementación de una política rectora global de pensiones que mantenga una visión integral del sistema.

Figura No. 2: Mapa Institucional del Sistema de Pensiones en Perú



Fuente: Elaboración propia. División de Mercados Laborales y Seguridad Social, BID.

II.B Subcomponentes, reglas y beneficios del sistema de pensiones peruano

II.B.1 Esquema No Contributivo: Pensión 65

Pensión 65, creado mediante el Decreto Supremo N° 081-2011-PCM, es un programa no contributivo focalizado que otorga beneficios mensuales a los adultos de 65 años o mayores que viven en situación de extrema pobreza en áreas urbanas y rurales¹⁶ y no cuentan con una pensión originada en algún sistema de pensiones contributivo, ni son beneficiarios de algún programa social, con excepción del Seguro Integral de Salud (SIS) y el Programa Nacional de Movilización por la Alfabetización (PRONAMA). La subvención asciende a 125 soles (aproximadamente US\$ 40) mensuales. Este beneficio corresponde al 33% del gasto de las familias en promedio a nivel nacional, 53% en las áreas rurales y 22% en las ciudades (Casalí, Cetrángolo y Goldschmit, 2015).

El monto del beneficio se encuentra por debajo de la línea de pobreza urbana (65%) y la línea de pobreza extrema rural (81%) (INE, 2019). Sin embargo, sus efectos sobre el bienestar, al igual que otros programas similares en la región, son significativos. Galiani, Gertler y Bando (2016) reportan que Pensión 65 redujo la puntuación promedio de los beneficiarios en la Escala de Depresión Geriátrica en un nueve% y redujo la proporción de adultos mayores que realizan trabajo remunerado en cuatro puntos porcentuales. Además, los hogares con un beneficiario aumentaron su consumo en un 40%.

A junio de 2019 había 540.043 beneficiarios a un costo anual en 2018 de S/811 millones (US\$239 millones), equivalentes a 0,11% del PIB (MIDIS, 2019). El programa está a cargo del Consejo de Ministros y se enmarca en el programa operativo y el presupuesto institucional del MIDIS. No existe una

¹⁶ Definida esta situación como de acuerdo con el Sistema de Focalización de Hogares (SISFOH). Por esta razón no se requiere un mínimo de años de aportación para acceder al beneficio.

partida presupuestal independiente, ni un fondo soberano que asegure su financiamiento futuro. El MIDIS coordina la administración operativa de Pensión 65 con los gobiernos locales, la ONP, el Registro Nacional de Identificación y Estado Civil (RENIEC), con la SBS para la identificación, registro, afiliación y notificación de los usuarios y con el Banco de la Nación para los pagos (Decreto Supremo N° 006-2012-MIDIS).

II.B.2 Esquemas Contributivos: SNP y SPP

En este apartado se describen los principales parámetros y características de los esquemas contributivos de pensiones. En particular, se detallan las tasas de cotización; los criterios de elegibilidad para obtener una pensión; las fórmulas para determinar el monto de la pensión; el tratamiento fiscal de las contribuciones; las características de liquidez; y los mecanismos de liquidez del ahorro en la etapa de acumulación.

La tasa de cotización obligatoria para ambos esquemas es un porcentaje fijo del salario mensual total del trabajador. En la actualidad esta tasa es del 13% y 10% para el SNP y el SPP, respectivamente, con cero aportes por parte del empleador. En el caso del SNP el costo de administración no se presenta de manera explícita como parte del aporte de los afiliados. EN el SPP, cada AFP cobra una comisión sobre el ingreso mensual y una prima de seguro por invalidez y sobrevivencia como porcentaje del salario del asegurado. La Ley N° 29903 reformó el SPP e introdujo a partir del año 2013 un esquema de “comisión por saldo”, que cuenta con un periodo transitorio de 10 años llamado “comisión mixta.” Para efectos de la prima de seguro de invalidez y sobrevivencia, la remuneración aplicable tiene un tope definido en la Ley como la “remuneración máxima asegurable” que alcanza aproximadamente USD 2.500. La prima asciende actualmente a 1,36%.¹⁷

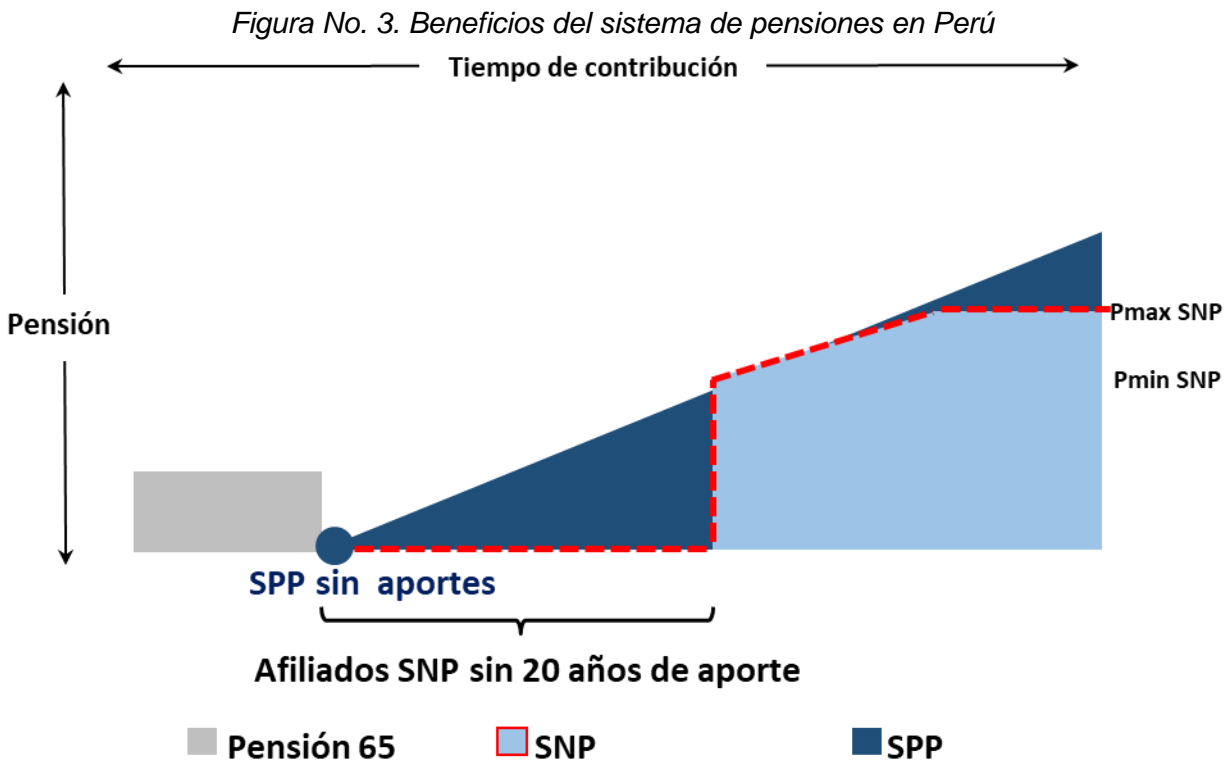
El SNP ofrece una pensión mínima de S/. 500 y una pensión máxima de S/. 892 a todos los asegurados siempre y cuando el afiliado haya cotizado un mínimo de 20 años. La tasa de reemplazo (TR) depende de la cantidad de las contribuciones realizadas y la cohorte de nacimiento del titular. La fórmula de beneficio establece que la pensión futura se determina multiplicando el salario actual por la tasa de reemplazo correspondiente dependiendo del rango de edad. La tasa de reemplazo a la edad de retiro corresponde a un 50% del salario base más un porcentaje adicional por los años excedentes de cotización por encima de los 20 años. La pensión incluye un suplemento adicional por cónyuge e hijos. El salario de referencia para el cálculo de las pensiones entre 20 y 25 años de cotización es el ingreso promedio de los últimos cinco años; entre 25 y 30 años, el ingreso promedio de los últimos cuatro años; y más de 30 años de cotización, el ingreso promedio de los últimos tres años.

El SPP es un sistema autofinanciado basado en la capitalización individual de los aportes de los afiliados. Debido a este diseño, no existe un periodo mínimo de cotización como en el SNP, ni una pensión máxima. El SPP ofrece una garantía de pensión mínima financiada por el Estado, pero sólo a aquellas personas nacidas antes de 1945, que hayan contribuido sobre la base de al menos el salario mínimo y que hayan aportado por lo menos 20 años, considerando cotizaciones tanto al SNP como al SPP (Ley N° 27617).¹⁸ Esta modalidad fue extendida para personas que nacieron después de esa fecha y que pertenecieron al régimen antiguo, antes de la creación del SPP (Ley N° 28991). Para

¹⁷ El Perú sigue el esquema fiscal TEE, es decir, las contribuciones a las pensiones pagan impuestos, mientras que los rendimientos y los beneficios están exentos del pago de impuestos sobre la renta. Los impuestos a las contribuciones se calculan sobre el ingreso total, ya que no existe una definición de ingreso gravable para efectos de pensión. Como es común, cambiar esta fórmula de tratamiento fiscal trae consigo dilemas para los responsables de las políticas públicas. El principal beneficio de un esquema TEE es la obtención de ingresos fiscales en el presente (en lugar del futuro). Sin embargo, podría resultar costoso en un contexto de alta informalidad laboral (Cremer y Pestieau, 2015). Esta inconsistencia se resolvería mediante un esquema EET, que favorece el consumo futuro sobre el consumo presente. Bajo un esquema EET, el estado participaría también de los rendimientos generados en el SPP, mejorando su posición fiscal esperada (Bovenberg y Petersen, 1992).

¹⁸ La pensión mínima se financia con el saldo en la cuenta individual del afiliado y el valor de su bono de reconocimiento, si lo tuviera. Cuando estos recursos se agotan, el Estado los complementa a través de un Bono Complementario de Pensión Mínima. Para afiliados nacidos en fechas posteriores, pero que hubiesen pertenecido al SNP antes de la creación del SPP también existe derecho a pensión mínima (Ley N° 28991). Por tanto, este derecho está restringido a una etapa de transición (Berstein, Morales, Puente, 2015).

acogerse a esta garantía se requiere además haber agotado los recursos de la cuenta individual. Las generaciones nacidas posteriormente no cuentan con una garantía de pensión mínima. Bajo estas reglas, los esquemas se pueden visualizar de la siguiente manera (figura 3)¹⁹.



Fuente: Elaboración propia, División de Mercados Laborales y Seguridad Social, BID.

El ahorro forzoso en el SNP no es líquido desde el punto de vista del individuo, y tampoco lo era en el SPP hasta julio de 2016, cuando entró en vigor la Ley N° 30425 que permite al afiliado disponer de hasta el 25% del saldo en la cuenta individual antes de la edad de jubilación para pagar la cuota inicial de la compra o amortización de una vivienda o primer inmueble.²⁰ De acuerdo a la SBS,²¹ a marzo del 2017 cerca de 45 mil afiliados tenían aprobada su solicitud de entrega del 25% de su fondo de pensiones²². De este total, el 94% lo solicitó para amortizar un crédito hipotecario vigente, mientras que solo un 4% lo utilizó para el pago de la cuota inicial. Los retiros por este concepto suman a esa fecha 488 millones de dólares, lo que representa el 1.2% del valor de los activos administrados por las AFP.

La edad legal de jubilación tanto en el SNP como en el SPP es de 65 años independientemente del género de la persona. Adicionalmente, cada subsistema tiene programas de retiro anticipado diferentes. El SNP ofrece un adelanto en la jubilación a partir de 50 años (para mujeres) o 55 años (para hombres), exigiéndose un mayor esfuerzo contributivo de 25 y 30 años de cotización, respectivamente,

¹⁹ Se debe considerar que la figura es útil para fines comparativos entre esquemas, pero no considera a los afiliados que no cumplieron los requisitos para recibir una pensión contributiva y que no están en pobreza extrema, por lo que tampoco están cubiertos por Pensión 65.

²⁰ Mediante la resolución 3663-2016-SBS se establecieron los mecanismos operativos los procedimientos operativos para el ejercicio de opciones del afiliado.

²¹ Ver <https://www.sbs.gob.pe/principal/noticias/noticia/mas-de-19-mil-afiliados-a-las-afp-han-hecho-uso-de-su-fondo-de-pensiones-con-fines-hipotecarios/233>.

²² Esta es una cifra aún pequeña considerando que existen aproximadamente 600 mil afiliados al SPP que no son dueños de su casa o inmueble (Uccelli, 2016).

y estableciendo una deducción en el monto de la pensión por cada año de adelanto de la jubilación (Bernal, Perea, Tejada, Tuesta, 2008).

En el SPP existen dos programas de retiro anticipado, uno ordinario y otro asociado al desempleo. El programa de pensión anticipada por desempleo (REJA)²³ es un beneficio al que puede acceder todo individuo de al menos 55 años si es hombre y 50 si es mujer, si ha estado desempleado por al menos 12 meses consecutivos²⁴. En el caso de jubilación anticipada ordinaria (JAO) es un beneficio al que pueden acceder afiliados con los mismos requisitos que el REJA, pero sin la condición de desempleo. También se requiere una densidad de cotización del 60%, y una pensión igual o mayor al 40% del promedio de las remuneraciones de los últimos 120 meses, excluyendo en la definición de remuneraciones las gratificaciones²⁵. Para el cálculo de la pensión por JAO no se consideran los aportes voluntarios (con o sin fin previsional) que excedan el 20% del saldo en la cuenta individual de aportes obligatorios y que tengan una permanencia menor a 9 meses en la cuenta individual.

Dado que el SNP opera un esquema de beneficios definidos financiado mediante un fondo colectivo (reparto), el producto de retiro es una renta vitalicia. Sin embargo, para ser elegible al beneficio es necesario acreditar 20 años de aportaciones. El SNP no acredita aportaciones parciales, de modo que, si el participante no cumple los años de cotización mínima, *pierde los aportes que realizó durante su vida laboral*. Esta situación genera un esquema de subsidios implícitos altamente inequitativo para personas en una situación vulnerable. La sección III.D presenta cálculos sobre la magnitud de estos subsidios cruzados.

En el SPP, el afiliado acumula en su cuenta individual la suma de sus aportes netos de comisiones y los rendimientos derivados de la gestión financiera²⁶. Cada afiliado recibe el valor actuarialmente justo de sus aportaciones, por lo que el esquema no genera subsidios implícitos cruzados. En la etapa de acumulación, cada afiliado tiene que elegir una de las AFP existentes para que administre e invierta sus contribuciones y los rendimientos de éstas²⁷ y, bajo algunos productos de retiro (i.e. retiro programado), también durante la etapa de desacumulación o periodo de jubilación. En efecto, existen varias modalidades de jubilación y un menú de productos de retiro asociados al SPP. Asimismo, el SPP ofrece un seguro de invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio; y, durante el periodo de jubilación, los afiliados tienen acceso al Seguro Social de Salud del Perú (EsSalud) si destinan el 4.5% del saldo en la cuenta individual al momento del retiro (en caso de optar por la suma alzada) o 4% en caso de optar por un producto de retiro (en caso de optar por alguna de las cuatro modalidades descritas más adelante)²⁸.

En el diseño de la etapa de desacumulación existe una variedad de productos de retiro. Considerando todas las posibilidades descritas en esta sección, el individuo debe comparar decenas de productos de retiro, lo que de acuerdo con la economía del comportamiento es suficiente para generar

²³ Creado de manera temporal en 2009 (Ley No. 29426). En mayo de 2019, la Ley 30939 le otorga el carácter de permanente.

²⁴ También tiene acceso a este beneficio quien en el periodo de doce meses mencionado en el texto haya recibido ingresos de cuarta categoría que no excedan las 7 Unidades Impositivas Tributarias (UIT; equivalente a S/ 29400) sustentado con documento de la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (SUNAT).

²⁵ El REJA previo a los cambios de 95.5 establecía el acceso a pensión o devolución dependiendo de si la pensión alcanzada era superior o no a 1 RMV. Con la Ley 30425 para la entrega de saldo prácticamente el requisito de pensión devino en inaplicable.

²⁶ Más un Bono de Reconocimiento en caso de que así aplicara.

²⁷ Los nuevos afiliados son asignados automáticamente a la empresa ganadora de la licitación. Al término del periodo licitado se aplican las reglas mencionadas en el texto.

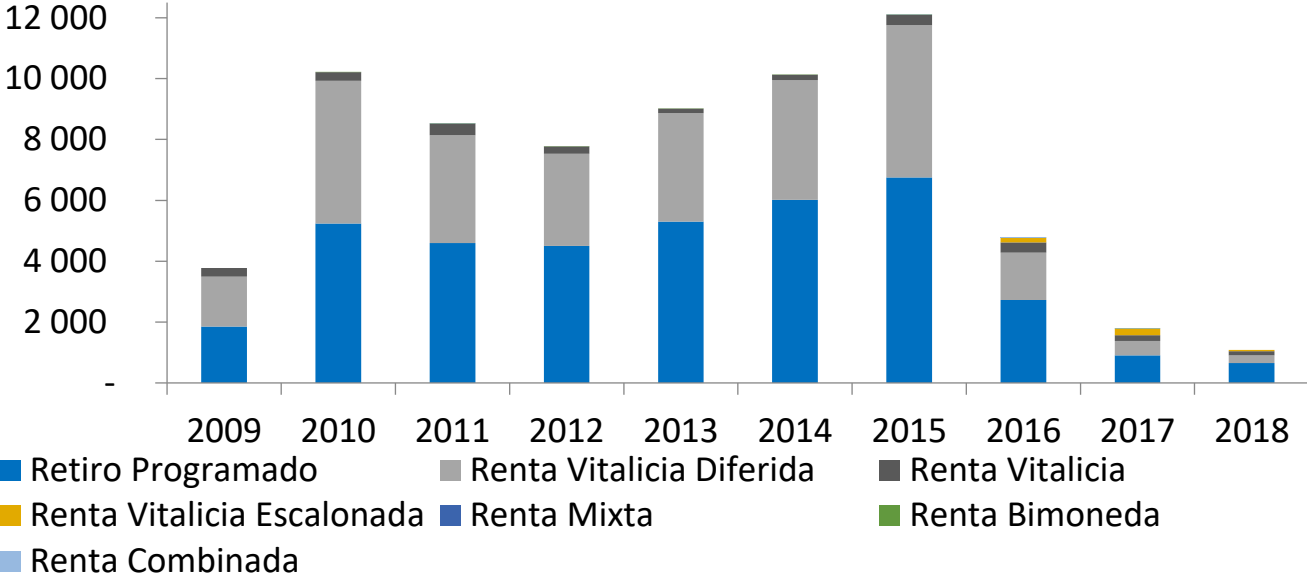
²⁸ EsSALUD brinda cobertura a los trabajadores formales, sus familias y a los jubilados del sistema. Su cobertura de salud se financia con aportes patronales y contribuciones de trabajadores activos. Este régimen contributivo es obligatorio para todos los trabajadores asalariados, pudiendo sin embargo elegir entre la gestión de sus fondos por parte de EsSALUD, o mediante una Empresa Prestadora de Salud (EPS), quien recibe las contribuciones y administra los recursos. Cuando el asegurado elige acceder a los servicios propios de EsSALUD (tanto ambulatorios como de internación), la totalidad de las contribuciones se asignan a esa institución, pero en el caso de optar por servicios mixtos (EsSALUD y EPS), el financiamiento se distribuye en aproximadamente un 60% para EsSALUD y el restante para la EPS (Maceira, 2014).

estrés, desconfianza y en el extremo, una parálisis en el proceso de decisión²⁹. Más aún, partiendo de este estatus quo, ante un cambio tan sobresaliente como la nueva Ley que permite retirar a suma alzada el 95.5%, es de esperar que los individuos elijan en masa a la opción más simple, que es obtener su dinero en un solo pago al momento del retiro, favoreciendo el consumo presente por el consumo futuro. Esto es precisamente lo que se ha observado (ver gráfico 1).

La actualización periódica de las tablas de mortalidad, que refleja la nueva realidad en materia de esperanza de vida, ha generado una discusión que se ha politizado, tanto por el impacto que tiene sobre el cálculo de los retiros programados, como por su efecto en las reservas técnicas de las compañías de seguro que ofrecen rentas vitalicias. En el último episodio en 2015 fue necesario revertir un ajuste actuarial ya anunciado en virtud de la desinformación que el tema generó en la opinión pública y la consecuente presión política. En la sección de recomendaciones se abordarán opciones para despresurizar este importante tema, aunque es importante mencionar que el episodio particular aquí mencionado ya ha sido superado y producto de ello las nuevas tablas de mortalidad fueron aprobadas mediante Resolución SBS N° 886-2018.

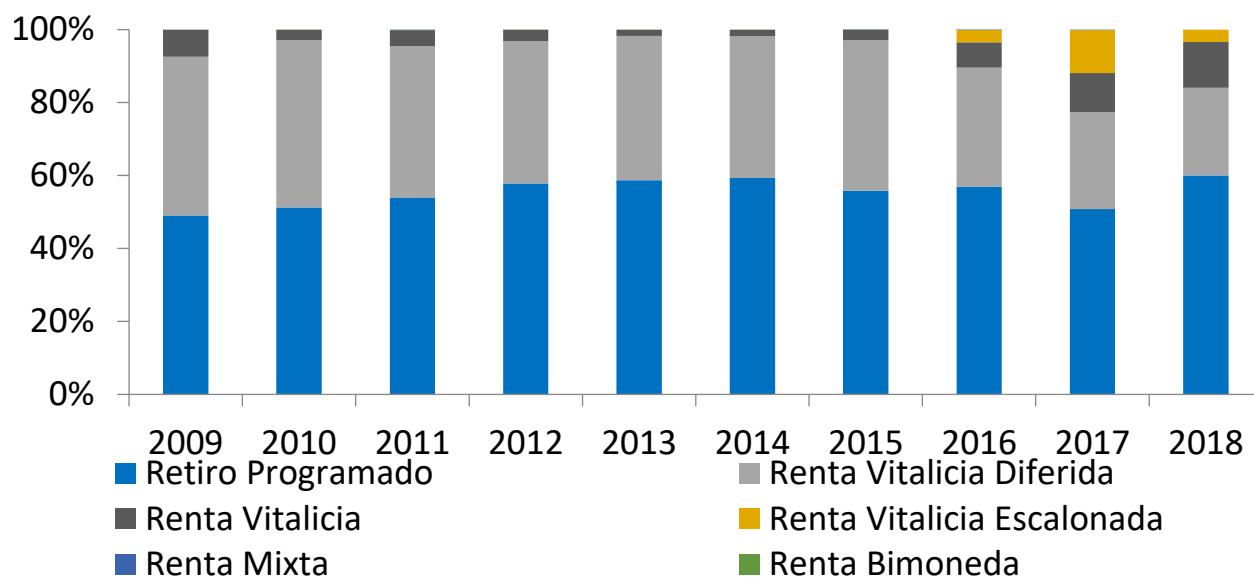
Antes de la entrada de la Ley 30924, la participación de mercado de las rentas vitalicias, los retiros programados y las rentas temporales con vitalicia diferidas se encontraba dominada hacia la renta temporal con vitalicia diferida a dos años. La nueva ley cambió las cifras de manera inmediata. Por un lado, la demanda por rentas vitalicias cayó de manera contundente. De acuerdo con la SBS, durante el 2018 poco menos de 1100 afiliados eligieron (menos del 1%) optaron por un producto de pensión (retiro programado, renta vitalicia en sus varias modalidades), comparado con más de 12 mil afiliados, previo a la Ley 30924.

Gráfico No. 1: Demanda de modalidades de pensión
Panel A. Nuevos pensionistas de jubilación por producto



²⁹ Palacios y Rofman (2001) señalan que, paradójicamente, existe un “trade-off” entre flexibilidad y transparencia: la multiplicidad de los productos contribuiría al desarrollo del mercado pues los afiliados podrían reflejar mejor sus preferencias; sin embargo, coexistiría, al mismo tiempo, una suerte de falta de transparencia para el público poco informado cuando el escenario presenta escasa homogeneidad de los productos. Por ello, consideran que la multiplicidad de productos debería promoverse una vez que el pensionado tenga un grado de cobertura mínimo obligatorio frente a los riesgos de longevidad y financiero.

Panel B. Participación de mercado de jubilación por producto



Fuente: SBS (Datos a finales de 2018).

La nueva ley, al eliminar el elemento de seguro en la dupla ahorro-seguro que da lógica al diseño de un sistema de pensiones, convierte al SPP en, de facto, un esquema de ahorro simple. Al desvirtuar la razón inicial de la intervención del Estado en el área de las pensiones, los individuos se encuentran desprotegidos ante los relevantes riesgos que se cubrían mediante tal intervención, particularmente ante el riesgo de caer en una situación de pobreza en la vejez en caso de agotar sus recursos. Este riesgo se acentúa en edades avanzadas, por ejemplo, después de los 80 años, cuando la capacidad para generar ingresos laborales disminuye significativamente (BID, 2016).

Los individuos por su parte tienen ahora acceso a una suma de dinero sin que necesariamente tengan las herramientas para hacer una mejor administración de tal dinero que las entidades profesionales especializadas y reguladas para tal efecto³⁰. Los resultados de un estudio BID sobre los usos de los recursos obtenidos al amparo de la ley del 95.5 muestran las dificultades que encuentran los individuos que retiraron sus fondos de llevar a cabo un programa de inversiones que les asegure un ingreso de por vida, un objetivo central del sistema de pensiones. Por ejemplo, cuando se preguntó a los afiliados acerca de los motivos por los que decidieron retirar el 95,5% de sus ahorros, 39% pensó que podía administrar su dinero mejor que la AFP, 35% indicó que necesitaba el dinero y 18% destacó la falta de confianza en las AFP. Sin embargo, el 38% de las personas que retiraron su dinero e indicaron estar ahorrando, responde que no recibe retorno alguno sobre estos ahorros y 30% desconoce el tipo de interés que recibe.

Es importante mencionar que el regulador ha dado pasos importantes para mitigar el impacto tanto de la ley del 95.5 como el problema de complejidad en la elección de productos previsionales. En específico, el regulador cambió recientemente las reglas de jubilación anticipada y del programa REJA (elaborado en una sección anterior), y durante el 2018 simplificó la oferta de productos previsionales³¹, excluyendo aquellos que no registraban una mayor demanda y que no generaban mayor valor en términos de beneficios para los potenciales pensionistas. De acuerdo con la SBS, con los cambios, el afiliado podrá elegir 5 productos de un universo de 28 productos aprobados, para solicitar una cotización a las empresas de seguros.

³⁰ Más aún, existe el riesgo que surjan "oportunidades de inversión" fantasma que aumenten los riesgos sistémicos en la economía.

³¹ Las disposiciones quedaron enmarcadas en el Anexo 18 del Título VII del compendio de normas reglamentarias SPP y entraron en vigor el 1 de octubre de 2018.

II.C Cobertura del Sistema de Pensiones en Perú

El nivel de la cobertura en el sistema de pensiones es un indicador crucial de su efectividad y necesario para determinar la protección de la población y su potencial expansión, así como para diseñar la política, fijar las contribuciones, estimar el costo fiscal del sistema y proyectar su equilibrio a mediano y largo plazo. La cobertura del sistema de pensiones puede ser activa, es decir, el periodo en que los trabajadores contribuyen al sistema para adquirir el derecho a una pensión futura, o pasiva, refiriéndose a las personas que reciben las pensiones. La cobertura pasiva de un sistema puede dividirse a su vez en contributiva o no contributiva.

II.C.1 Cobertura activa

La cobertura activa de los sistemas de pensiones está determinada principalmente por factores del mercado laboral. La estructura del mercado laboral es clave, ya que el diseño de los sistemas previsionales de la región basa el aseguramiento en contribuciones obligatorias obrero-patronales sobre el ingreso laboral (Bosch et al., 2013). Por lo que el objeto del aseguramiento social lo constituyen principalmente los trabajadores asalariados. Por otro lado, el nivel de la cobertura depende del cumplimiento de la normativa laboral, es decir, qué porcentaje de los trabajadores asalariados cotizan por pensiones.

Los trabajadores asalariados representan la mitad de los trabajadores en Perú. Si bien la ley los obliga a cotizar para su pensión, un elevado porcentaje la incumple y trabaja en la informalidad. Al cierre del 2018, el 56,6% de los asalariados entre 15 y 64 años no se encontraba registrado en la seguridad social³², de los niveles más altos de la región (en ALC esta medida de informalidad asciende a 41,2%³³) y un 36,6% de los ocupados se inserta en el mercado laboral como trabajador por cuenta propia (en ALC asciende a 26%). La informalidad entre asalariados es mayor en zonas rurales (83%, en relación a 53% en áreas urbanas), entre las mujeres (59%, en relación a 55% en los hombres), entre los jóvenes (78% de aquellos asalariados entre 15-24 años son informales), entre los menos educados (85% en relación a 32% entre los más educados), en las empresas pequeñas (95% entre las que tienen hasta 5 empleados, 66,2% en firmas medianas de entre 5 y 49 empleados y 21,4% en las grandes, de 50 o más trabajadores) y en las ramas primarias, construcción y comercio y servicios.

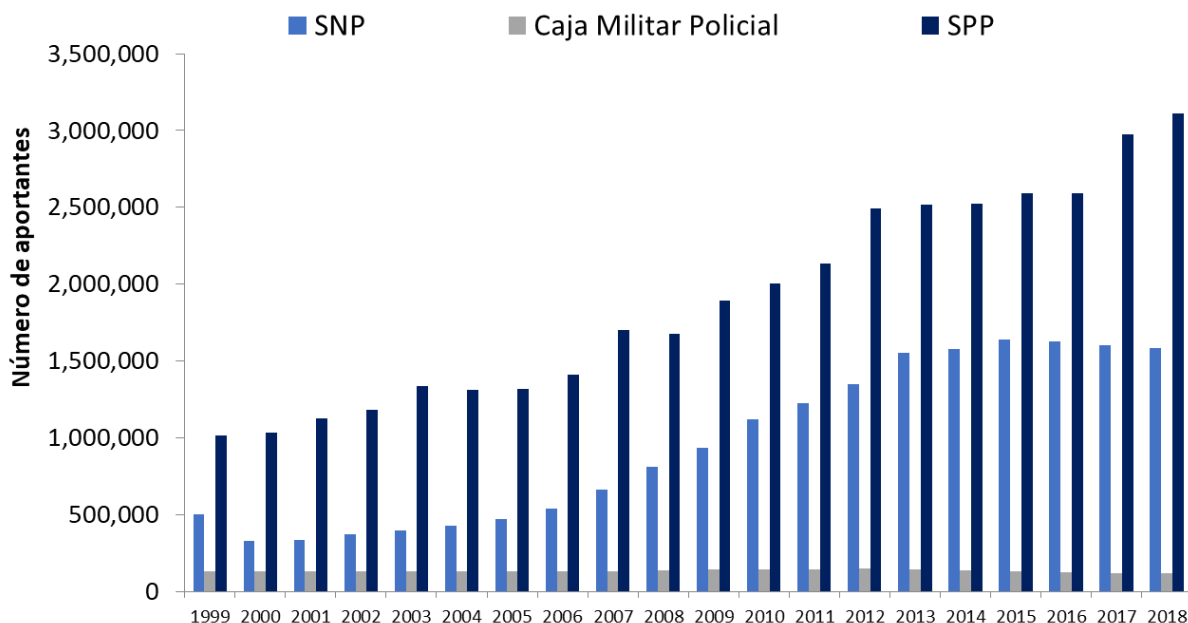
Como resultado de una baja tasa de empleo asalariado y de una elevada informalidad, la cobertura activa de los distintos sistemas de pensiones es baja. Datos administrativos muestran que en 2018 los cotizantes a los principales regímenes de pensiones ascendían a 4,6 millones de trabajadores. Sin embargo, datos de la ENAHO señalan que alrededor de 15 millones de personas trabajan en Perú. El gráfico 2 muestra que la mayor parte de los afiliados aporta al SPP (alrededor de 3 millones de cotizantes), seguido del SNP (1,6 millones de cotizantes) y finalmente la Caja Militar Policial (120 mil cotizantes).

Dado que la mitad de los trabajadores en Perú son independientes, su inclusión es crucial para incrementar la cobertura del sistema de pensiones. Con el objetivo de incentivar la participación de los trabajadores independientes en el sistema de pensiones, el 22 de septiembre de 2013, se aprobó la Ley N° 30082, que introducía la obligatoriedad de cotización de los trabajadores independientes de manera gradual. Esta ley entró en vigor en agosto de 2014, considerando una tasa de aporte del 5%, que incrementaría a 13% a partir de agosto de 2017. Sin embargo, la obligatoriedad de cotizar para los independientes fue una medida impopular. En consecuencia, la obligatoriedad se derogó el 17 de septiembre de 2014, a través de la Ley N° 30237.

³² Sistema de Información de Mercados Laborales y Seguridad Social (SIMS), Banco Interamericano de Desarrollo.

³³ La variable registración en la seguridad social se estima utilizando generalmente la pregunta si la persona cotizó en el mes de referencia, en Perú se utiliza si la persona le hicieron descuento de Ley en alguna de sus ocupaciones.

Gráfico No. 2: Evolución de cotizantes según subsistema de pensiones



Fuente: SBS.

Dado que la mitad de los trabajadores en Perú son independientes, su inclusión es crucial para incrementar la cobertura del sistema de pensiones. El Gráfico 3 muestra la afiliación de trabajadores independientes desde la creación del SPP en 1993. Entre 1993 y 2019, en promedio alrededor de 13% de las afiliaciones al SPP corresponden a trabajadores independientes. En los primeros años del sistema se observa una participación mayor de los independientes, que incluso en 2001 llegó a representar 34% de las afiliaciones, y a partir del 2007 ésta es menor.

Con el objetivo de incentivar la participación de los trabajadores independientes en el sistema de pensiones, diversos países de América Latina han promovido la obligatoriedad de cotización de los trabajadores independientes. En Perú, la Ley N° 30082, aprobada el 22 de septiembre de 2013, introducía la obligatoriedad de cotización de los trabajadores independientes de manera gradual. Esta ley entró en vigor en agosto de 2014, considerando una tasa de aporte del 5%, que incrementaría a 13% a partir de agosto de 2017. Sin embargo, la obligatoriedad de cotizar para los independientes fue una medida impopular. En consecuencia, la obligatoriedad se derogó el 17 de septiembre de 2014, a través de la Ley N° 30237.

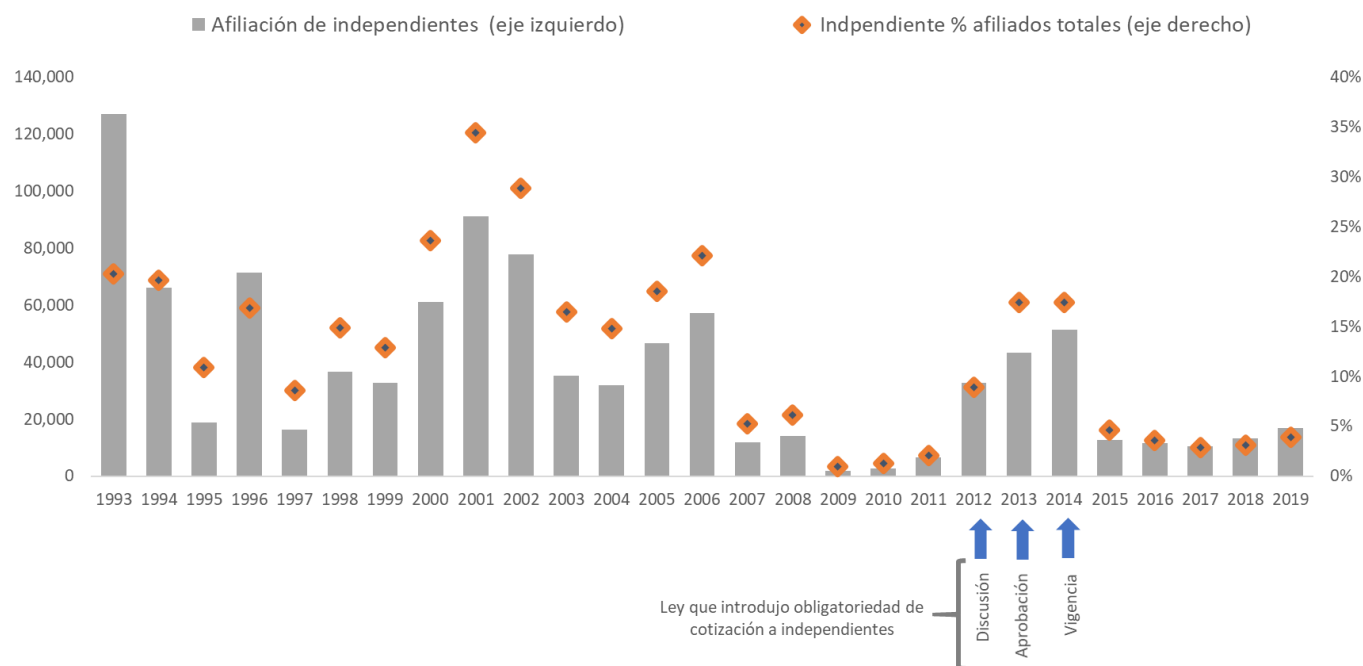
Pese a la corta duración de la vigencia de la obligatoriedad para cotizar, un considerable número de independientes se afiliaron al SPP. El Gráfico 3 muestra que en los años de la discusión, aprobación y entrada en vigor de la Ley N° 30082, la afiliación de independientes al SPP dio un salto importante, para luego caer precipitadamente una vez que se derogó. En 2014 (año de la vigencia de esta ley) se afiliaron poco más de 51 mil independientes, 8 veces más de los que se afiliaron en 2011 (año previo a la discusión de la reforma). En 2014 la afiliación de independientes alcanzó 17% de las afiliaciones totales al SPP en ese año, muy superior al 2% de 2011. Si tomamos en cuenta que, debido a la corta vigencia de esta ley, no se implementaron medidas de fiscalización para su cumplimiento, este incremento en afiliaciones de independientes derivado tan solo de su aprobación es considerable. Sin embargo, igualmente se puede observar que una vez que se deroga la ley, el efecto desaparece.

Es posible pensar que aun cuando las personas no contribuyen activamente a los sistemas de

pensiones, ahorren a través de otros vehículos y que por lo tanto cuenten con fuentes de financiamiento alternativo para la etapa de retiro. Sin embargo, la evidencia es contundente respecto a que no necesariamente es así. Información de encuestas en Brasil, Chile, México y Perú³⁴, muestran que las personas que no cuentan con ahorros jubilatorios en sistemas de pensiones tienen en promedio también menos ahorros en otros vehículos, ya sea formal o informal. Incluso para personas de ingresos relativamente altos, el comportamiento de ahorro de quienes no están cubiertos por el sistema de pensiones es de menor ahorro (BID, 2016).

Estos resultados son consistentes con encuestas realizadas en países desarrollados en los que se ha encontrado que colectivos que no participan en el sistema de pensiones, como los trabajadores independientes, tampoco llegan preparados al retiro. En efecto, los independientes se resisten a cotizar de manera obligatoria en todo el mundo, no solamente en el Perú, argumentando que ellos ahorran para la vejez de otras maneras, ya sea en su casa o en sus propios negocios, pero la evidencia a nivel internacional es contundente al respecto de que esto no es así para la gran mayoría, y de que este grupo al llegar al retiro se constituye en un grupo vulnerable. Esto es cierto aún en países tan desarrollados como en los Países Bajos, Reino Unido, Australia, Estados Unidos, etc. (Mastrogiacomo, 2016; Mastrogiacomo, Li y Dillingh, 2015; Mastrogiacomo y Alessi, 2014).

Gráfico No. 3: Evolución de la afiliación de independientes al SPP



Nota: Los datos de 1993 corresponden al periodo junio-diciembre y los de 2019 al periodo enero-abril.

Fuente: Elaboración propia con datos de la SBS

II.C.2 Cobertura pasiva

Perú está atravesando un lento pero progresivo envejecimiento de su población que sin duda va a impactar en el sistema de pensiones. Actualmente, la tasa de dependencia de adultos mayores de 65 años y más es de alrededor del 13,1 por cada 100 personas de entre 15-64 años, razón que se estima aumentará hasta el 30,0 en 2050 y el 57,7 en 2100 ([Naciones Unidas](#), 2019).

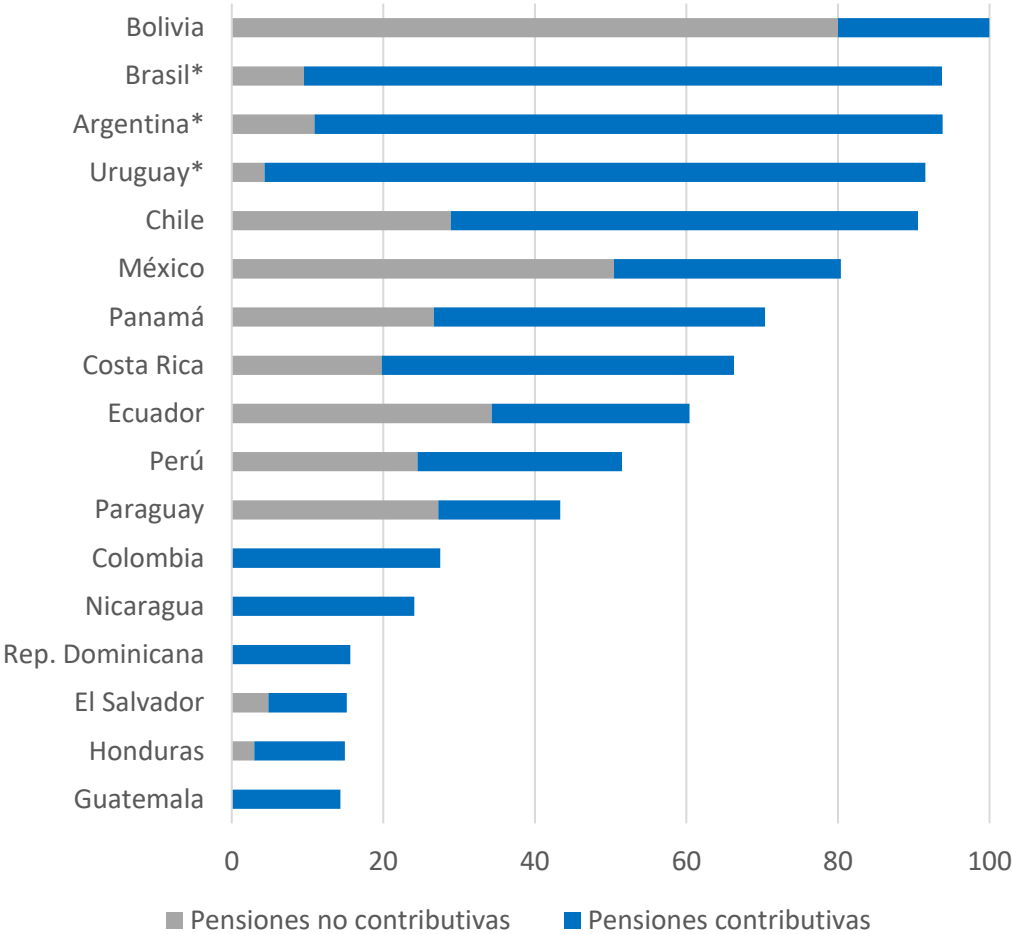
La baja cobertura activa del sistema de pensiones se traduce en una baja cobertura pasiva. Según

³⁴ Estas encuestas se desarrollaron en el marco de la publicación insignia del BID *Ahorrar para desarrollarse: Cómo América Latina y el Caribe puede ahorrar más y mejor*. Ver BID (2016).

cálculos a partir de la ENAHO, en 2018 solo un 25,9% de los adultos de 65 años y más recibe una pensión contributiva (en relación con un 37% en ALC; ver gráfico 4). Incluso en el quintil de ingresos más rico la cobertura contributiva alcanza solo al 56% de los adultos mayores, es muy baja en el sector rural (6%) y menor entre las mujeres (20% comparado con 32% en los hombres).

Dada la juventud del SPP, la mayoría de las pensiones contributivas provienen del SNP. En 2018 solo un 6,2% de los mayores de 65 años recibían pensiones por el SPP. Con el paso del tiempo las pensiones provenientes del SPP deberían ir aumentando, sin embargo, como se discute en la Sección II.G, la ley que permite el retiro de hasta el 95,5% de los fondos, limita la capacidad del sistema para incrementar su cobertura pasiva.

Gráfico No. 4: Cobertura previsional pasiva en América Latina, circa 2015



Fuente: Sistema de Información de Mercados Laborales y Seguridad Social (SIMS) del BID, en base a encuestas de hogares de América Latina armonizadas. Nota: La división entre pensiones contributivas y no contributivas en Argentina, Brasil y Uruguay se obtuvo dividiendo el número de beneficiarios de estos programas por el número de adultos mayores de 65 años. Esto puede resultar una medida imperfecta en aquellos países donde se puede ser beneficiario a una edad más temprana. Para Colombia no se registra quién recibe una pensión no contributiva en las encuestas de hogares.

Ante la baja cobertura contributiva, al igual que muchos países de la región, el Gobierno de Perú puso en marcha un programa no contributivo que en 2019 provee un ingreso en la vejez a más de medio millón de adultos mayores y ha conseguido incrementar la cobertura hasta el 50% de adultos mayores. En 2010 se creó el programa piloto de pensiones no contributivas llamado “Bono Gratitud,” con el objetivo de cubrir a mayores de 75 años en situación de pobreza. Este programa brindó una pensión de S. 100 mensuales (US\$ 36) y llegó a alcanzar 21.783 beneficiarios a nivel nacional, que

en agosto de 2011 fueron absorbidos por el programa Pensión 65 (Decreto Supremo No. 081-2011-PCM). En 2019, Pensión 65 cuenta con más de 540 mil beneficiarios que reciben un ingreso en la vejez.

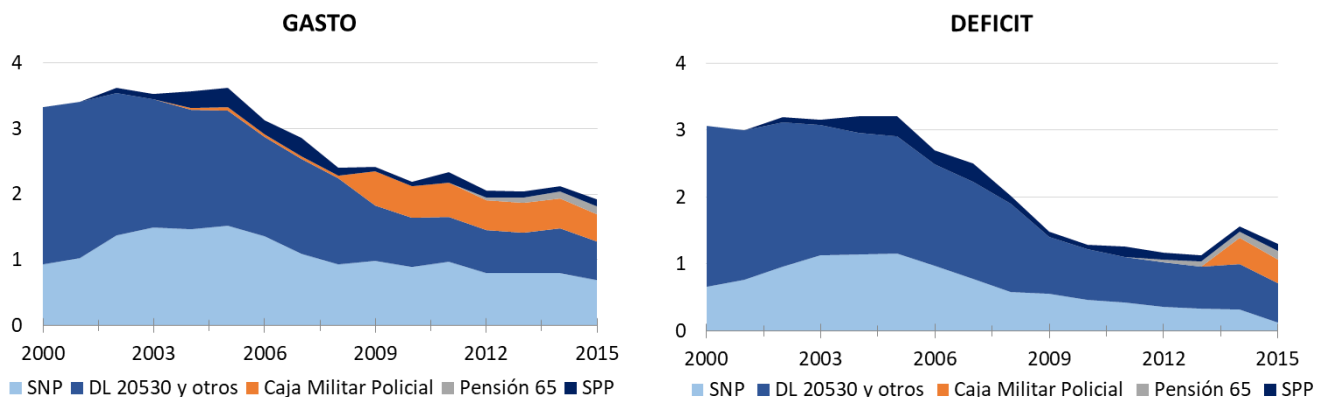
II.D Sostenibilidad financiera

II.D.1 Situación actual: Evolución del gasto y déficit público consolidado

En promedio entre 2000 y 2015, Perú gastó 2.66% del PBI en el sector pensiones. El gasto en pensiones en Perú (gráfico 5) es bajo respecto a otros países de la región que llegan a gastar hasta un 10,2% del PBI (Berstein y Bosch, 2017), pero este hallazgo esconde el hecho que la cobertura del sistema, como se analizó anteriormente, también es baja. Esta sección analiza la evolución de los gastos en el sector pensiones por subsistema para el periodo 2000-2015 y en la siguiente se presenta una proyección al 2075.

Los gastos asociados al SPP y a Pensión 65 no han sido elevados. En promedio entre 2000 y 2015 se ha gastado 0,13% del PBI en bonos de reconocimiento, pensiones mínimas y complementarias en el SPP y, 0,09% del PBI en Pensión 65. La mayor proporción del gasto viene de los programas de beneficios definidos y reparto. En el caso del SNP, en promedio entre 2000 y 2015, Perú ha gastado 0,98% del PBI en el SNP (38% del gasto total asociado al sector pensiones en promedio). Su tendencia parece ser decreciente. Sin embargo, en el futuro inmediato podría enfrentar mermas en la base de contribuyentes asociadas a las reformas recientes en el SPP, que podrían generar una transferencia de afiliados entre sistemas a favor del SPP; y hacia el mediano y largo plazo, enfrenta los retos asociados a la menor tasa de natalidad y la creciente expectativa de vida de la población.

Gráfico No. 5: Evolución del gasto y déficit público consolidado según subsistema (% PBI; 2000-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a: Oficina de Normalización Previsional (www.onp.gob.pe); Superintendencia de Banca y seguros y AFP (www.sbs.gob.pe); Caja Militar y Policial (<http://www.lacaja.com.pe/>), SIAF, portal de transparencia del Estado Peruano e INEI (<https://www.inei.gob.pe>).

La Caja Militar Policial ha implicado gasto promedio anual de 0,29% del PBI para el periodo 2000-2015 (13% del gasto en promedio). Su tendencia parece ser constante. Este régimen también ha sufrido reformas importantes, siendo la más reciente la del 2012, mediante la cual se crea un nuevo régimen y se elimina el llamado “efecto espejo” para las nuevas generaciones³⁵, así como una serie de prestaciones adicionales que se otorgaban a los retirados. El Decreto Ley N° 20530 fue cerrado definitivamente a nuevos trabajadores mediante una reforma constitucional 2004, eliminó el efecto espejo, y también se realizaron reformas paramétricas para mejorar la sostenibilidad del régimen de las generaciones con pagos en curso. Entre las medidas tomadas se incluyó el aumento de densidad de

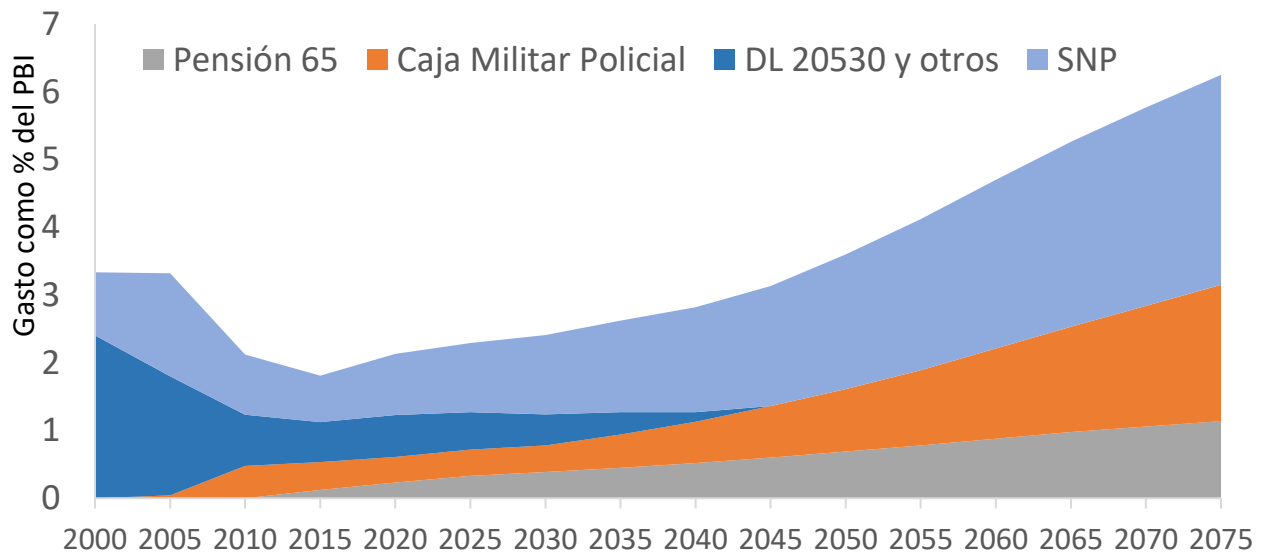
³⁵ Pensiones que se actualizaban con las remuneraciones.

contribución requerida, aumento de la tasa de contribución del trabajador, cambio en la fórmula de beneficios, unificación de edades de pensión por género, cambio en las tasas de remplazo y en remuneración de referencia. Actualmente este régimen continúa desfinanciado pero el déficit se ha reducido notablemente. En promedio, para el período 2000-2015, se ha gastado anualmente 1,35% del PBI y ello ha representado 46% del gasto en el sector pensiones. La tendencia observada también es decreciente y, en este caso, se explica por la reforma antes mencionada.

II.D.2 Hacia el futuro: el gasto en pensiones hacia el 2075³⁶

Las proyecciones indican que el gasto en el sector pensiones puede llegar a ser 3,5 veces mayor, llegando a 6,25% del PBI en el 2075³⁷, creciendo a una tasa media anual de 2,1% en los siguientes sesenta años³⁸. Las proyecciones presentadas en este documento fueron generadas por un modelo macro desarrollado por el Fondo Monetario Internacional (Gráfico 6).

Gráfico No. 6: El gasto en pensiones en Perú 2015- 2075: escenario base



Fuente: Basado en Bernal (2016)

La mayor parte de este gasto se destinará a los sistemas de beneficio definido que se encuentran abiertos: SNP y Caja Militar Policial. El gasto del primero incrementa de 0,7 a 3,1% y el del segundo de 0,4 a 2,0% del PBI en el período de análisis³⁹. En contraste, el gasto del DLN° 20530 disminuye hasta agotarse en el 2040 pues este régimen fue cerrado en el 2004. El gasto por Pensión 65 presenta un incremento importante pasando de 0,1 a 1,1% del PBI⁴⁰. Esta última proyección depende de manera importante de la focalización e indexación del beneficio. Por ejemplo, en un escenario alternativo de universalización de este beneficio, el modelo converge a un costo del 2,9 % de PBI, o un acumulado de 81,4% del PBI en el periodo 2015-2075 en valor presente de 2015, usando una tasa de descuento de

³⁶ Ver nota al pie 2 para información sobre las fuentes de los datos en esta sección.

³⁷ El modelo considera como gasto público aquel que proviene de los compromisos asumidos con los sistemas de BD y PNC más no el gasto con los sistemas de CD. Por tal motivo, la proyección subestima el verdadero gasto en pensiones. Por ello, el valor del gasto total en 2015 es 1,81 en lugar de 1,92.

³⁸ En el escenario agresivo que usa el escenario de envejecimiento acelerado de las Naciones Unidas, el gasto en el sector pensiones asciende a 9,03% del PBI en el año 2075.

³⁹ En el escenario agresivo que usa el escenario de envejecimiento acelerado de las Naciones Unidas, el gasto en el SNP llega a 4,45% del PBI en el año 2075, mientras que el gasto en la Caja Militar Policial llega a 2,90%.

⁴⁰ En el escenario agresivo (envejecimiento acelerado ONU), el gasto en el sector pensiones asciende a 1,65% del PBI en el año 2075.

4%.

La sostenibilidad financiera del SNP, como en cualquier sistema de beneficio definido y reparto se basa principalmente en la relación entre cotizantes y pensionados. Con la posibilidad de traslados hacia el SPP desde 1992, especialmente de individuos de altos ingresos, se erosionó la base contributiva del sistema (Olivera, 2015). El SNP comenzó a presentar un desbalance financiero desde 1992 que continúa en la actualidad. Desde 1995 el Tesoro se hace cargo de una parte sustancial de las erogaciones del SNP, aunque en forma decreciente desde el 2005. A esto se suma el hecho que el Tesoro aún debe hacerse cargo del bono de reconocimiento entregado a aquellos afiliados que se pasaron del SNP al SPP. De acuerdo con el último cálculo de la reserva actuarial en el SNP, lo cual equivale a decir cuánto debe “guardar” el Estado hoy para pagar la pensiones futuras- es de S/. 100.000 millones (23,4% del PIB en valor presente de 2013)⁴¹.

II.E Suficiencia y equidad

II.E.1 Situación actual: Indicadores de reemplazo, generosidad, equidad y género

La suficiencia o adecuación de las pensiones puede definirse como el grado en que un sistema de pensiones permite suavizar el consumo entre la etapa de ahorro y de la de pagos. Por lo general, se mide por una tasa de reemplazo, que representa la parte del beneficio de la pensión con respecto a los ingresos percibidos por trabajador, típicamente con respecto a su último salario. La adecuación de las pensiones se ve afectada negativamente por una serie de factores, como una baja tasa de cotización a las pensiones, un techo de salarios para las cotizaciones, una base salarial, una subestimación de los ingresos y la evasión de las empresas al pago de las cotizaciones.

Como resultado de la alta informalidad que caracteriza al mercado laboral peruano, la densidad de cotización promedio en Perú es una de las más bajas de la región (BID, 2015) lo que impacta los beneficios del SPP y del SNP. Los trabajadores en Perú entran y salen de la formalidad continuamente. Datos administrativos de la Planilla Electrónica entre enero de 2014 y septiembre de 2017 revelan que un trabajador permanece en la formalidad 68% del tiempo, es decir, 31 meses de un total de 46 (MTPE, 2018). En ese periodo de 46 meses 30% de los trabajadores permanecen en su empleo formal durante ese periodo, 50% entre y sale del empleo formal entre 2 y 4 veces, y el 20% restante más de 5 veces. Alonso et. al. (2014) estiman que la densidad de cotización al sistema previsional es creciente con la edad y llega hasta 80% en el caso de los trabajadores regulares, mientras que es inferior a 25% en el caso de los irregulares. La baja densidad de cotización afecta relativamente más a las personas de menores ingresos⁴² y a las mujeres.⁴³ Los trabajadores de bajos ingresos permanecen 33% del tiempo en un empleo formal, mientras que las personas de ingresos medio o altos tienen una permanencia de 82% del tiempo (MTPE, 2018). Esta situación expone a los afiliados a una situación de vulnerabilidad, ya que cuando se encuentran afiliadas al SNP las bajas densidades de cotización disminuyen sus posibilidades de alcanzar el requisito mínimo para obtener una pensión y cuando se encuentran afiliadas al SPP disminuye el monto acumulado en su cuenta individual.

La tasa de reemplazo teórica del SPP depende enormemente del nivel de rentabilidad de las inversiones y la densidad de contribución del sistema. Por ejemplo, asumiendo una densidad de cotización del 100% la tasa de reemplazo alcanza el 38% con una tasa de interés del 3,5% y del 123% con una tasa de interés del 8%. Para complementar esta información, el gráfico 7 presenta simulaciones

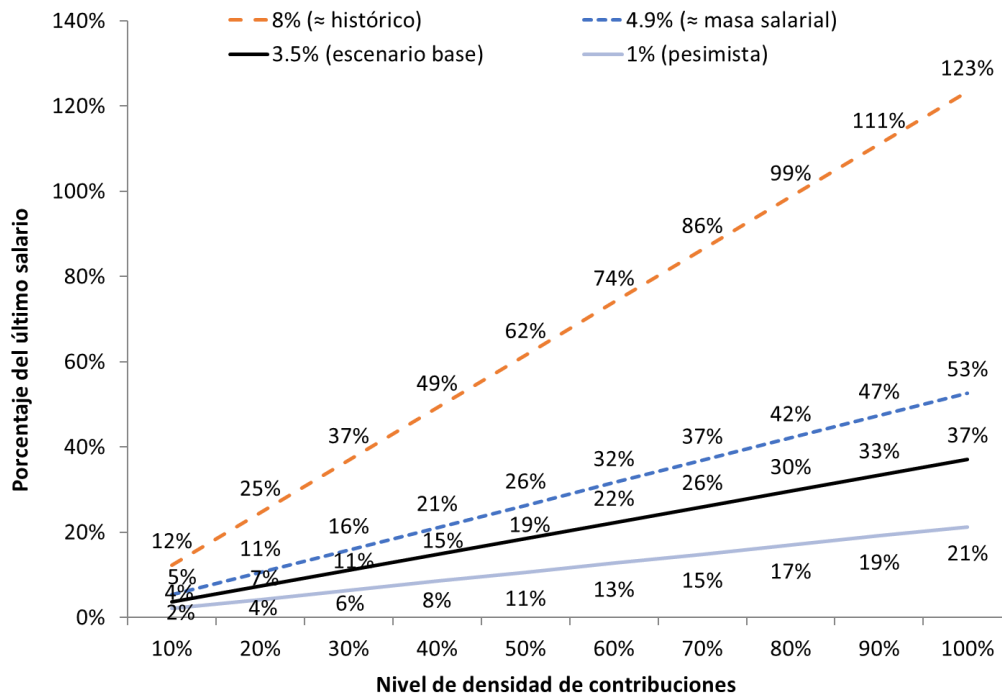
⁴¹ Fuente: Decreto Ley N° 19990”, disponible en https://www.onp.gob.pe/seccion/centro_de_documentos/Documentos/814.pdf.

⁴² Alonso, Sánchez y Tuesta (2013) mostraron que en los 3 deciles de ingresos más bajos la cobertura es solamente el 10%, en los 3 deciles más altos alcanza el 60%. En términos de los cotizantes el problema es más pronunciado: 5% para los 3 deciles de ingresos más bajos versus 45% para los 3 deciles más altos de ingresos.

⁴³ De acuerdo a las cifras presentadas en BID (2015) el 50% de los hombres en edad de trabajar nunca cotizó, y de los que estuvieron afiliados, menos de la mitad cotizan no más del 50% del tiempo. La tasa de afiliación de las mujeres aún menor (23%).

de tasas de reemplazo teóricas para distintos supuestos de rentabilidad⁴⁴ de las inversiones del SPP⁴⁵ y para 10 niveles presupuestos de densidad de contribuciones, usando la metodología desarrollada en Altamirano, Berstein, Bosch, García-Huitrón y Oliveri (2018). Como era de esperar, el gráfico 7 ilustra que, para trabajadores que devengan un salario formal medio, tasas de reemplazo aumentan progresivamente en función de los niveles de densidad y de los niveles de rentabilidad usados en este ejercicio.

Gráfico No. 7: Tasas de reemplazo teóricas en el SPP según nivel de rentabilidad y densidad de contribución (Promedio simple hombres y mujeres de 1 salario formal medio)



Fuente: Elaboración propia con base al modelo desarrollado por Altamirano, Berstein, Bosch, García-Huitrón y Oliveri (2018). Cabe señalar que las tasas de retorno utilizadas se usan como referencia para el ejercicio teórico, es decir, no representan pronósticos de retornos futuros esperados.

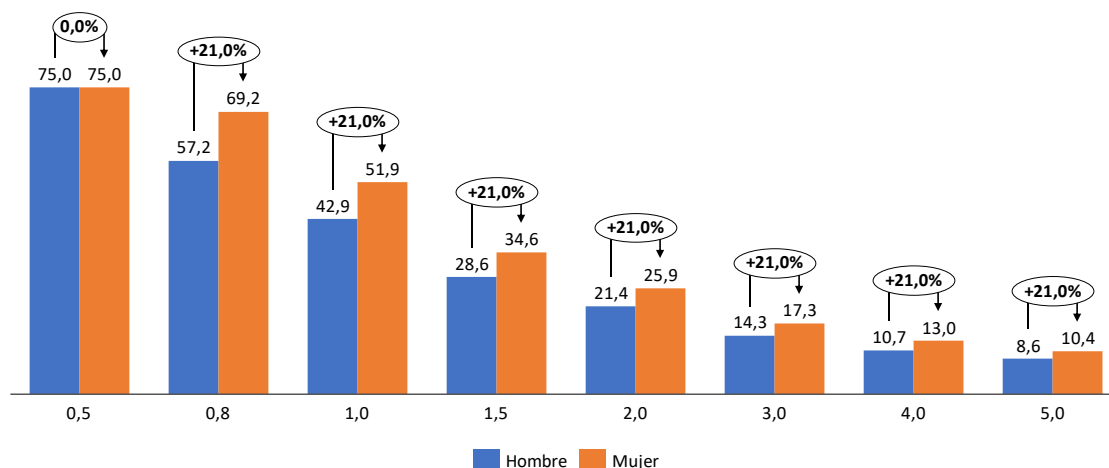
Suponiendo que un nivel de densidad de contribuciones del 50% es el más cercano a la realidad peruana, las tasas de reemplazo del SPP oscilarían entre 11% y 62% dependiendo del nivel de rentabilidad esperado. Solamente bajo los dos mayores escenarios de rentabilidad se alcanzan tasas de reemplazo superiores al mínimo de 40% recomendado por la Organización Internacional del Trabajo (OIT). El gráfico 7 también muestra que, dado el interés compuesto, las tasas de reemplazo crecen marginalmente con la rentabilidad y decrecen marginalmente con el aumento de los niveles de densidad de contribuciones.

El SNP es un esquema que está diseñado para ser progresivo otorgando beneficios mayores a menores rangos salariales. El gráfico 8 muestra las tasas de reemplazo teóricas por rango salarial para el SNP. Se observa claramente que, asumiendo una densidad promedio del 100%, las tasas de reemplazo disminuyen conforme incrementa el rango de salario del afiliado.

⁴⁴ Se definen cuatro escenarios de rentabilidad: i) 1%; ii) 3,5%, igual al escenario base usado en Altamirano, Berstein, Bosch, García-Huitrón y Oliveri (2018); iii) 4,9%, que es el crecimiento histórico de la masa salarial peruana entre 1997 y 2017; y iv) 8%, similar al rendimiento histórico observado por las AFPs peruanas.

⁴⁵ Las tasas de reemplazo otorgadas por la ONP no varían ante cambios de rentabilidad debido a que las mismas se determinan con base en la regla pensional de este régimen de beneficio definido.

Gráfico No. 8: Tasas de reemplazo teóricas en el SNP según género y rango de salario (densidad=100%)



Fuente: Altamirano, Berstein, Bosch, García-Huitrón y Oliveri (2018)

Sin embargo, el SNP puede ser altamente inequitativo, dado que los afiliados que no alcanzan los 20 años mínimos de cotización subsidian⁴⁶ al resto de los participantes (Cuadro 1). Esta situación afecta relativamente más a los hombres que a las mujeres (i.e. la transferencia de las mujeres es mayor que la proveniente de hombres). Esto es aún más relevante si se considera que de acuerdo con el INEI, desde 2010-2015 se observó un incremento relativo en la población femenina afiliada al sistema público del orden de 2,3 puntos porcentuales. Los resultados también muestran que los hombres que logran una trayectoria laboral con densidad de cotización completa reciben un subsidio positivo en los rangos medios de la distribución de densidad, pero menor al que reciben las mujeres. Esto podría estar relacionado a la existencia de una pensión máxima en el SNP, a partir de la cual las cotizaciones ya no financian la pensión propia, sino la de otros individuos. Son los hombres los que en el agregado son más afectados por ese límite.

Cuadro No. 1: Indicadores de equidad para el SNP según género y densidad de cotización (salario promedio)

	Hombres					Mujeres				
	100%	80%	50%	40%	20%	100%	80%	50%	40%	20%
Densidad de cotización	100%	80%	50%	40%	20%	100%	80%	50%	40%	20%
Tasa de Retorno Implícita (%)	3,0%	3,9%	5,7%	-100%	-100%	3,8%	4,7%	6,5%	-100%	-100%
Subsidios implícitos (USD PPA de 2014)	-15.222	11.205	50.846	-52.854	-26.427	8.544	16.217	63.149	-43.684	-21.842

Fuente: Altamirano, Berstein, Bosch, García-Huitrón y Oliveri (2018).

Dado el patrón de inequidades que resulta del mínimo de años de contribución exigido en el SNP, es relevante simular escenarios de reducción de este requisito. Se proponen dos ejercicios: el primero reduce esa exigencia de 20 a 15 años, mientras en una segunda iteración, quienes no alcanzan el requisito necesario para una pensión integral reciben una pensión parcial luego de acumular 10 años de aportes⁴⁷. El gráfico 9 ilustra estos escenarios para el SNP, simulando subsidios monetarios implícitos para trabajadores de un salario formal medio, y bajo 10 niveles de densidad de aportes.

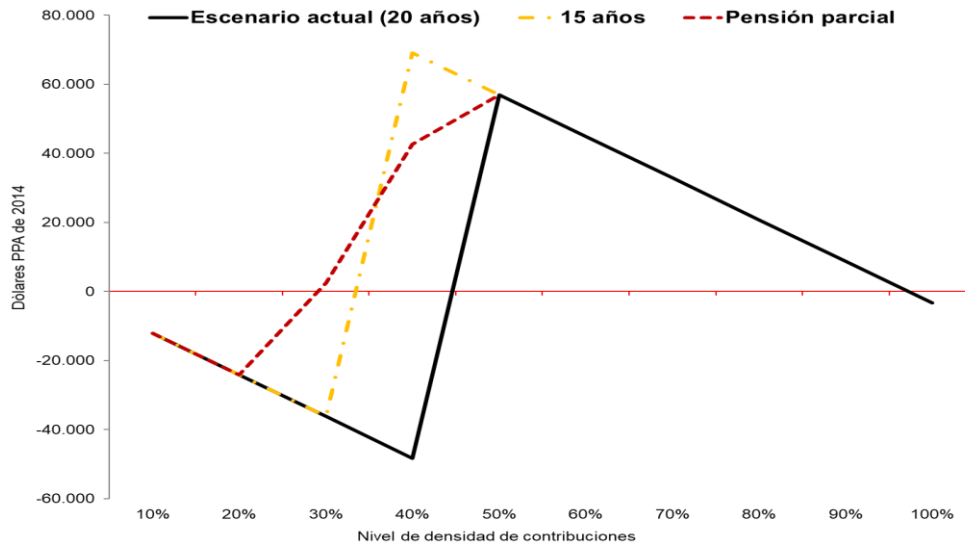
Estas inequidades se podrían reducir con cambios en el número de años de aportes requeridos

⁴⁶ Denominamos subsidios/impuestos a la diferencia en US\$ PPA entre el capital necesario para financiar una renta vitalicia actuarialmente justa que sea igual al monto de la pensión que proporciona la regla de beneficio definido en el momento de retiro y el capital que se hubiera acumulado si las contribuciones hubieran sido capitalizadas a una tasa de retorno de equilibrio (ver Altamirano et al., 2018).

⁴⁷ La fórmula particular de cálculo es: (pensión por vejez que resultaría de las reglas de BD* número de años aportados) / 20. Este escenario emula el esquema de pensiones parciales que existe en Costa Rica.

para obtener una pensión en el SNP, lo que tendría un costo fiscal. Adicionalmente podrían considerarse esquemas más justos en términos actuariales, tales como cuentas nocionales de capitalización individual, o sistemas mixtos con subsidios integrados a la cola baja de la distribución salarial y de densidades de contribución.

Gráfico No. 9: SNP, subsidios monetarios implícitos según nivel de densidad de contribuciones
Promedio simple hombres y mujeres de 1 salario formal medio

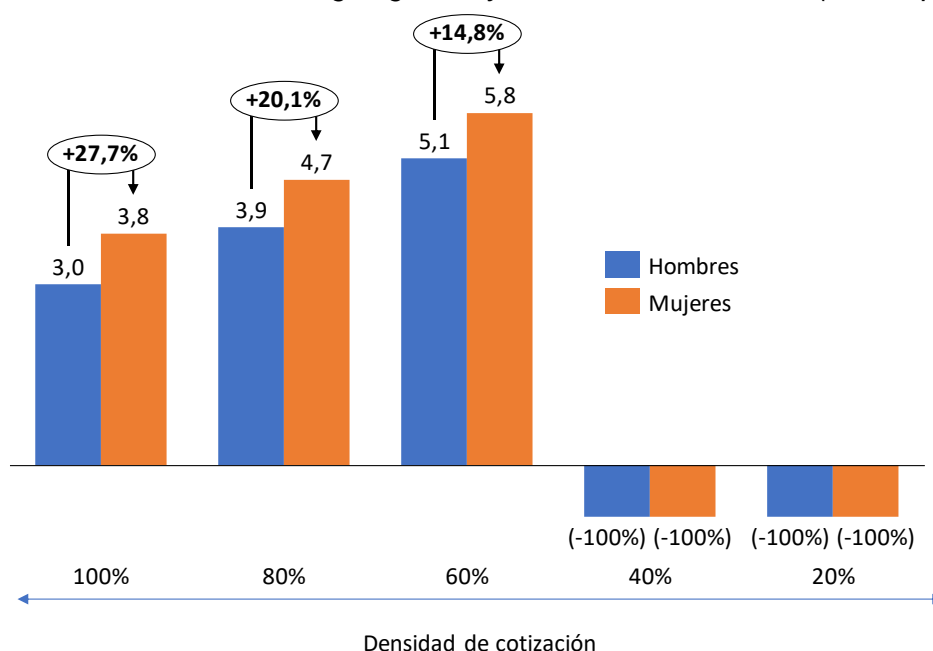


Fuente: Elaboración propia con base al modelo desarrollado por Altamirano, Berstein, Bosch, García-Huitrón y Oliveri (2018).

Otra manera de ver estas inequidades es la tasa de retorno implícita del SNP. La tasa de reemplazo dice poco sobre la generosidad de los beneficios, con relación a lo que los individuos aportaron al sistema. Por ejemplo, sistemas que ofrecen tasas de reemplazo bajas, pueden ser muy generosos si las contribuciones al sistema también son bajas. Un indicador complementario que refleja mejor la generosidad de los esquemas con respecto a lo que los individuos aportaron al sistema durante su vida laboral es la tasa de retorno implícita (TRI). La TRI es la tasa de interés real implícita a la que tendrían que capitalizarse las contribuciones durante la vida laboral para obtener el beneficio que otorga el SNP⁴⁸. Este indicador solamente es calculado para el caso del esquema público, ya que por la naturaleza actuarialmente justa del SPP, la TRI es el rendimiento real neto de las cuentas individuales. Dado que en el sistema público los beneficios se encuentran definidos, dependiendo de las TRI, el estado va a transferir más o menos recursos a ciertos tipos de trabajadores en forma de subsidios o impuestos para financiar tales beneficios. El gráfico 10 muestra que la generosidad del esquema público aumenta a medida que disminuye la densidad de cotización, independientemente del género. Sin embargo, si no se logra el periodo de cotización mínimo para recibir beneficios (20 años) la generosidad desaparece abruptamente, por ello la TRI se va a -100%. Además, se observa que el esquema es más generoso con las mujeres y que las diferencias en las TRI con los hombres se acentúan mientras mayor es la densidad.

⁴⁸ Este ejercicio requiere elegir una tasa de retorno "de equilibrio" y establecer los subsidios/impuestos en relación con esta tasa. Altamirano, Berstein, Bosch, García-Huitrón y Oliveri (2018) fijan este parámetro en 3,5%.

Gráfico No. 10: TRI en el SNP según género y densidad de cotización (salario promedio)



Fuente: Altamirano, Berstein, Bosch, García-Huitrón y Oliveri (2018).

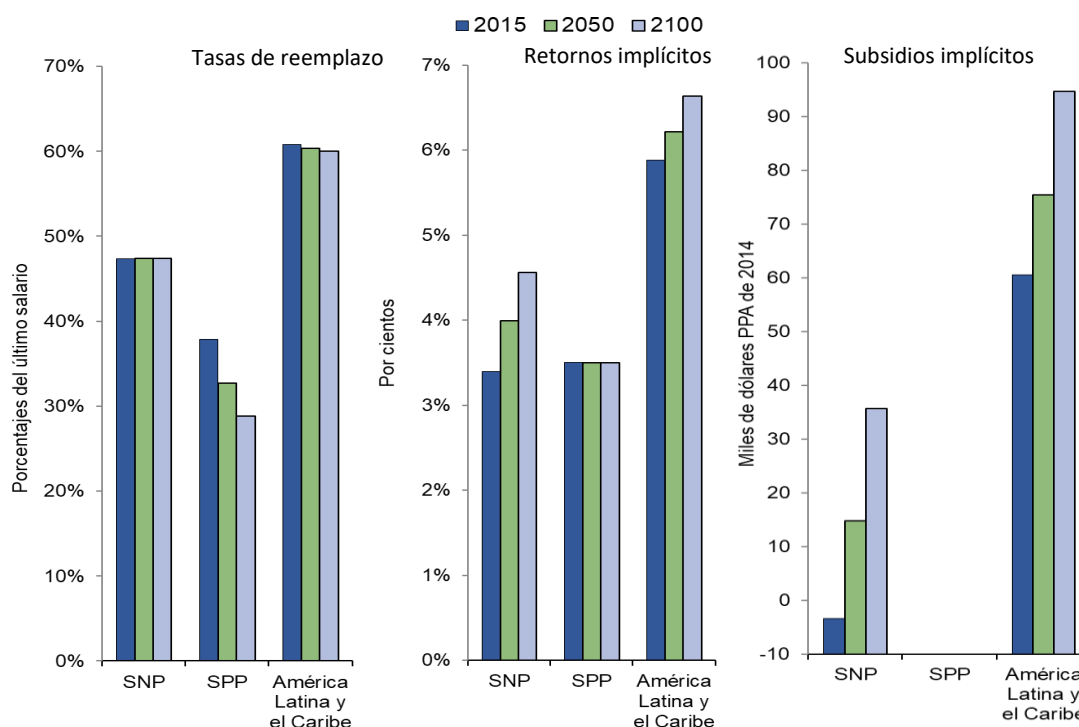
II.E.2 Hacia el futuro: efectos del cambio demográfico

Las fuerzas subyacentes del envejecimiento demográfico y las transformaciones del mercado de trabajo afectan tanto a los esquemas de beneficio definido (financiados mediante el reparto) como el SNP, como a los de contribuciones definidas y capitalización individual, como el SPP, si bien es a través de canales distintos. Esta sección ofrece un cálculo sobre el impacto en los indicadores presentados en la sección anterior (tasas de reemplazo, los retornos implícitos y subsidios) conforme cambia la esperanza de vida, manteniendo las reglas actuales del SPP y el SNP constantes, pero utilizando tablas de mortalidad del 2050 y del 2100.

Por cada año sin reformas, el subsidio promedio del SNP en Perú sube US\$ 459 por individuo, lo que se compara con US\$ 403 por pensionado en promedio para la región de América Latina y el Caribe. Como se observa en el gráfico No. 11, las tasas de reemplazo no varían en el SNP, porque las mismas se definen por reglas pensionales estáticas que no responden al cambio demográfico a nivel individual. El efecto del cambio demográfico en el SNP se presenta en términos de sostenibilidad financiera, tema analizado en una sección previa. En el SPP las tasas de reemplazo sí varían, porque el capital ahorrado tendrá que financiar un período de vida creciente en la fase desacumulación. Lo contrario sucede en el caso del indicador de subsidios, al no existir pensión mínima en el SPP para los trabajadores hipotéticos del ejercicio, los subsidios implícitos se observan únicamente en el SNP, con tasas de crecimiento superiores al promedio regional. Los subsidios del SNP pasan de -3,3⁴⁹ mil dólares PPA por jubilado en 2015 a 15 mil en 2050 e 36 mil en 2100.

⁴⁹ En este caso el signo negativo denota impuestos implícitos que se explican por el techo de la pensión máxima (857 soles) para trabajadores con carreras formales completas (densidad =100%), el cual no existe en el contrafactual de mercado usado en el ejercicio comparativo (este techo castiga más a los hombres debido a la brecha salarial por género); ver Altamirano, Berstein, Bosch, García-Huitrón y Oliveri (2018).

Gráfico No. 11: Tasas de reemplazo, retornos implícitos, y subsidios monetarios implícitos
Promedio simple hombres y mujeres de 1 salario formal medio (que se jubilan hipotéticamente en 2015, 2050 y 2100)



Fuente: Elaboración propia con base al modelo desarrollado por Altamirano, Berstein, Bosch, García-Huitrón y Oliveri (2018).

II.F Eficiencia y operación del SPP

El SPP exhibe desafíos en materia de competencia y gestión de activos que pueden limitar su capacidad para proporcionar pensiones adecuadas. Estos retos no son únicos del SPP peruano, sino que también se observan en otros mercados con diseños similares en América Latina. La reforma peruana de 1992 creó un sistema contribuciones definidas y capitalización individual, administrado por empresas privadas de giro único (AFP) que compiten entre sí por afiliados en un ambiente de mercado, bajo la regulación de la SBS. Como el esquema de beneficios definidos administrado por la ONP no fue cerrado con la reforma de 1992, las AFP compiten con este esquema por afiliados, además de competir entre sí.

II.F.1 Competencia, costos y subasta de afiliados

Los mercados privados de pensiones tienen características económicas especiales. Por el lado de la demanda es notable la inercia de los participantes individuales a las señales de precios,⁵⁰ mientras que por el lado de la oferta se observan ineficiencias por diseño en la estructura de costos de las empresas. Todo ello limita el alcance de la competencia sobre la base de las comisiones o retornos netos. El resultado de esas condiciones de oferta y demanda es un ambiente de mercado oligopólico, altamente concentrado y con rentas extra-normales (Gill, Packard y Yermo, 2004; Impavido, Lasagabaster, Garcia-Huitron, 2010).

⁵⁰ En el caso del Perú, Masías y Sánchez (2006) encuentran correlaciones positivas y significativas en los traspasos entre AFP y el número de agentes de ventas. También encuentran que los traspasos están positivamente y negativamente correlacionados con los rendimientos reales y las comisiones, respectivamente, pero la correlación es muy baja. Esta evidencia es consistente con los estudios de Berdejo, Galarza y Nagamine (2006) y de Galarza y Olivera (2001).

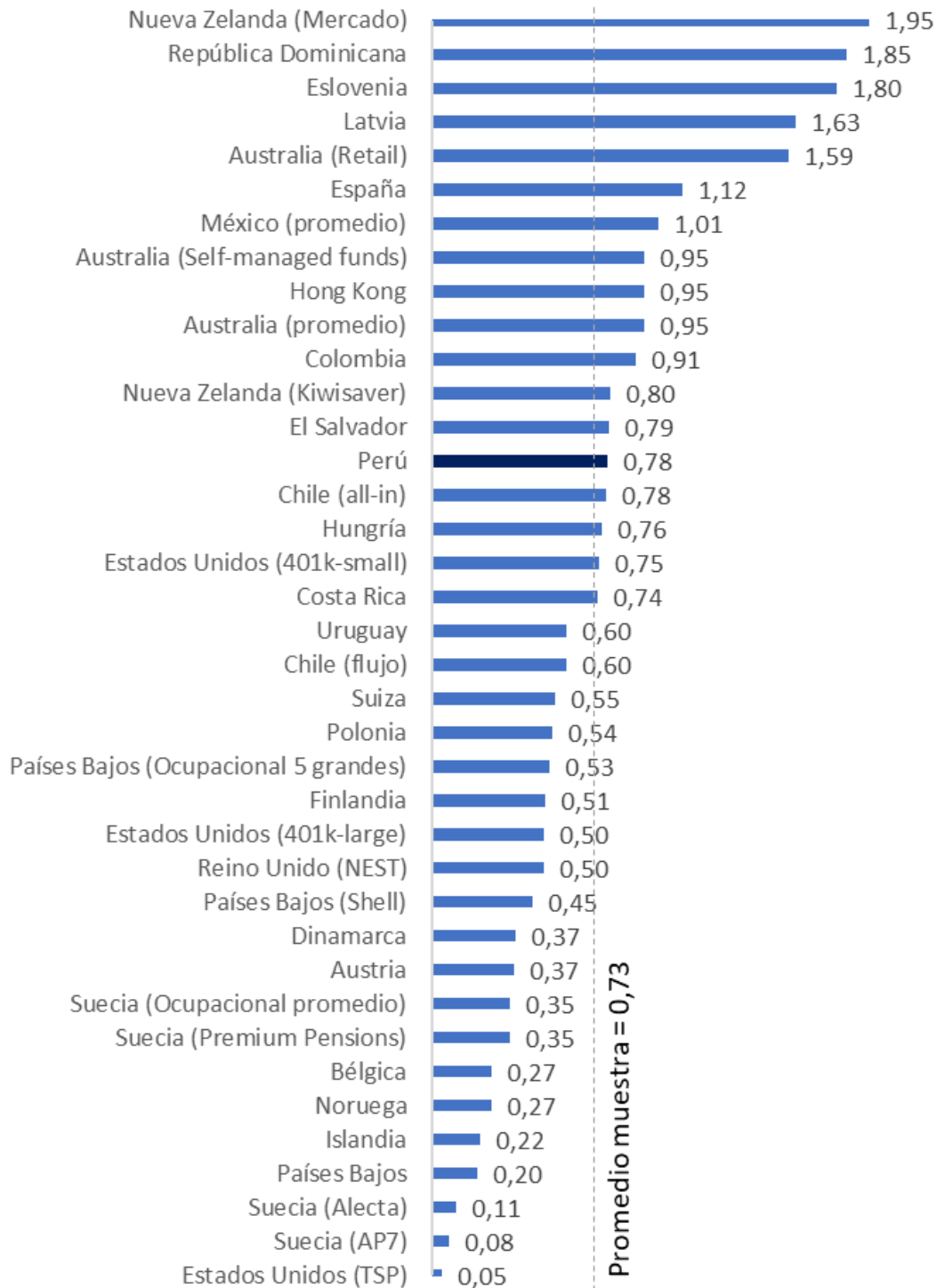
El SPP no es una excepción. Durante el período 2001-18, las AFP informaron un ROE promedio de 28%. Para efectos de comparación, el indicador comparable para el mismo periodo para las compañías aseguradoras fue de 16,3% y para los bancos de 19,7%. Este período incluye una guerra comercial en 2005-6, la crisis financiera de 2008 y el notable esfuerzo de la autoridad por mejorar los resultados de la industria desde el 2012. Previo a la guerra comercial (hasta el 2004), las rentabilidades sobre el patrimonio alcanzaron más del 70%, sin que esto gatillara una entrada masiva de competidores a la industria, como sucedería en industrias en donde no existen barreras a la entrada. En el último quinquenio se ha observado una clara convergencia de los ROE de las AFP (17,8%) con respecto a las aseguradoras (15,9%) y los bancos (19,4%). Esto se debe principalmente a las reformas emprendidas para aumentar la competencia, promover la entrada y bajar las comisiones en el SPP, diseñadas y ejecutadas por la SBS.

La comisión promedio, aunque es menor a comisión cobrada en México y Colombia, y comparable con Chile, un mercado más maduro, sigue siendo alta relativo a estándares internacionales. En efecto, el gráfico 12 muestra que las comisiones en el SPP se ubican por debajo del promedio de sistemas y planes de pensiones similares como México y Colombia, y son comparables con las comisiones en Chile, un mercado más maduro. Sin embargo, aún hay oportunidades de mejora, sobre todo relativo a estándares internacionales. Esto es relevante si se considera además que el cambio en la comisión mencionado anteriormente, hacia una comisión de saldo, implica, para quienes eligieron ese esquema, y para quienes se adhieren obligatoriamente, todo lo demás constante, una disminución en la tasa de reemplazo (Freudenberg y Toscani, 2019).

El impacto de las comisiones sobre saldo en las tasas de reemplazo puede ser significativo. Por ejemplo, para el promedio simple de hombres y mujeres de 1 salario formal medio, con densidades de cotización del 100% (45 años de contribución)⁵¹, la tasa de reemplazo sería de 123% con la rentabilidad real cercana a la histórica del SPP (8%). La tasa de reemplazo bajaría a 102% introduciendo comisiones de 78 puntos base, a 111% al asumir comisiones de 50 puntos base, y a 116% igualando las comisiones a las observadas en el esquema “Premium Pensions” de Suecia (35 puntos base).

⁵¹ El ejercicio asume carreras laborales completas. En el caso de densidades de cotización más cercanas a la realidad peruana (40%) los resultados son los siguientes: la tasa de reemplazo sería de 50% con la rentabilidad real de 8%. La tasa de reemplazo bajaría a 40% introduciendo comisiones de 78 puntos base, sube a 44% al asumir comisiones de 50 puntos base, y a 45% igualando las comisiones a las observadas en el fondo premium de Suecia (35 puntos base).

Gráfico No. 12: Comparativo internacional de comisiones
(Puntos porcentuales anuales de los activos bajo administración; datos a diciembre de 2017)



Fuente: OECD (2018); Boletín Estadístico AIOS; Boletín Estadístico FIAP; Informes Anuales de los fondos de pensiones específicos incluidos en el gráfico; Rice Warner (2018); Blanchett D & Ellenbogen (2017); LCP (2017); DWP (2017).

Notas: Este gráfico presenta información al cierre del 2017, mientras que los datos de los gráficos subsecuentes presentan información más actualizada de comisiones para Perú. El indicador es una aproximación de la comisión ponderada promedio del sistema, calculada como ingresos por comisiones (solamente de ahorro obligatorio) dividido entre activos en administración. La medida se calcula de igual manera para el resto de los países para poder realizar la comparación. Esta comparación es solo una aproximación basada en análisis de la posición relativa de las comisiones y tiene limitaciones que es necesario entender para una interpretación adecuada. Tuesta (2013) muestra que el determinante principal de este precio es el tamaño del mercado,

tanto en cuentas como en saldos, lo que a su vez depende de la antigüedad sistema y su cobertura efectiva. Otros aspectos institucionales como las diferencias en los regímenes de inversión, la estructura de mercado y el poder de negociación de los afiliados, también son relevantes, aunque estadísticamente menos significativos.

La concentración y poder de mercado de las AFPs es alta. El Cuadro 2 proporciona indicadores de concentración y poder de mercado que sirven como guía para explorar la experiencia del SPP en esta materia. Se observa que actualmente operan cuatro AFP, administrando a mayo de 2019 poco más de 7 millones de cuentas individuales, correspondientes al 41,6% de la PEA, aunque a esa fecha, menos de la mitad aportaron activamente (2,9 millones; 17,1% de la PEA)⁵². El SPP muestra patrones de concentración altos y relativamente estables en el mercado de afiliados, con excepción del incremento marginal hacia el final del periodo, cuando la participación de las dos AFP más grandes superó el 60% del mercado, elevando también el índice de Herfindahl hasta los 2.824 puntos⁵³. El mercado de fondos bajo administración muestra niveles de concentración más altos y con una tendencia creciente ininterrumpida. El comportamiento del índice de Lerner (IL) refleja que las AFP cuentan con un considerable poder para obtener márgenes por encima de sus costos marginales.⁵⁴ De acuerdo con el Cuadro 2 hay dos momentos históricos que han debilitado el poder de mercado de las AFP. Un episodio fue entre 2004 y 2007 y el otro entre 2010 y 2013 (éste último al ponderar por fondos administrados). El primer episodio, se derivó de una mayor competencia comercial donde los gastos comerciales llegaron a significar el 53% del gasto operativo (Gráfico 13), mientras que el segundo ilustra la introducción del mecanismo de subasta y cambio de cobro de comisiones por parte de la SBS.

Cuadro No. 2: Indicadores de concentración y poder de mercado en el SPP

	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2015
Concentración							
Empresas (AFPs)	5	4	4	4	4	5	4
Mercado de cotizantes							
C2 ¹	54	56	56	57	56	57	63
HHI ²	2,243	2,542	2,545	2,574	2,578	2,497	2,824
Mercado de fondos							
C2 ²	56	60	59	63	62	73	72
HHI ²	2,293	2,653	2,629	2,718	2,680	3,441	3,351
Poder de mercado							
Índice de Lerner pC ³	6	50	54	12	41	17	44
Índice de Lerner pA ³	9	52	55	12	41	43	54

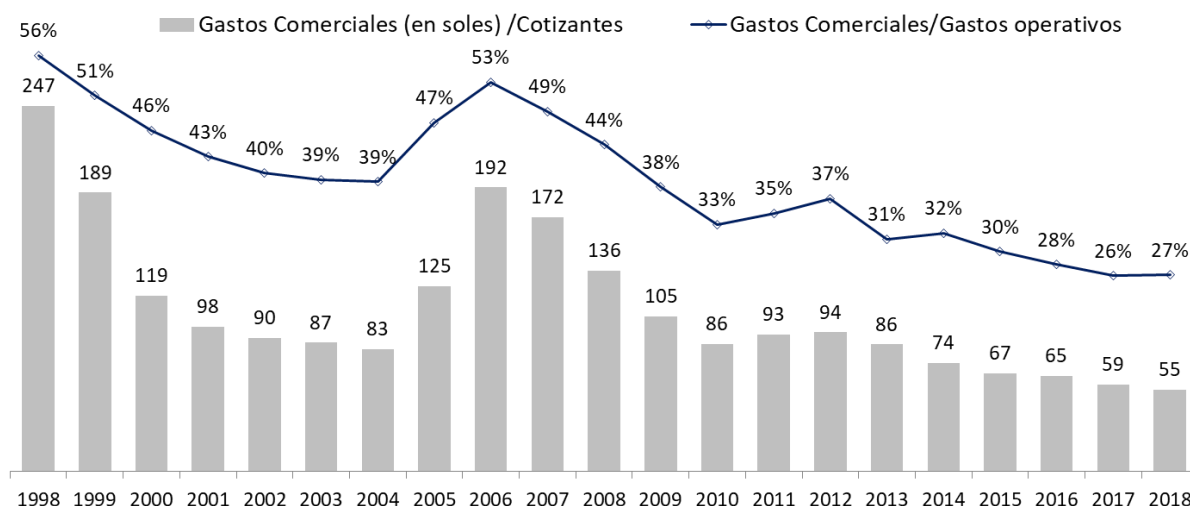
Fuente: Elaboración propia con datos de la SBS. 1 / Participación de mercado, de cotizantes o fondos según corresponda, de las dos empresas más grandes; 2 / Índice de Herfindahl, calculado sobre la base de cotizantes o fondos, según corresponda, y escalado por 10.000; 3 / Índice de Lerner ponderado por cotizantes (pC) o fondos (pA). El índice de Herfindahl-Hirschman es una medida de concentración calculada como la suma de los cuadrados del tamaño relativo de todas las empresas de la industria. La magnitud de las distorsiones de precios tradicionalmente se mide restando el costo marginal de una empresa de su precio y dividiendo el resultado por el precio de la empresa. Esta medida de poder de mercado se conoce como el índice de Lerner. Este índice se calculó restando tanto de la cuota de ingreso como de los costos totales la prima por seguro de invalidez y supervivencia.

⁵² Datos al cierre de abril 2019. Fuente: Carpeta de Información del Sistema Privado de Pensiones, SBS; disponible en línea en el vínculo siguiente: <https://intranet2.sbs.gob.pe/estadistica/financiera/2015/Diciembre/FP-1339-di2015.ZIP>.

⁵³ Un índice de Herfindahl por debajo de 1.000 significa baja concentración, y por encima de 1.800 significa alta concentración.

⁵⁴ Cabe recordar que el índice de Lerner es una aproximación del poder de las empresas en el mercado a cobrar precios por encima de sus costos marginales (margen precio-costo marginal).

Gráfico No. 13. Indicadores de gasto comercial en el SPP



Fuente: Elaboración propia con datos de la SBS.

La subasta de nuevos afiliados introducida en el 2013 (Ley N° 29903) emuló al esquema chileno introducido en la reforma de ese país del 2008, en sus aspectos fundamentales de diseño. El mecanismo consiste en que la SBS establece las bases para la licitación de todas las cuentas individuales de las personas que se incorporen al mercado laboral por un periodo de dos años y que elijan al SPP en lugar de la ONP. El criterio principal para ganar la licitación es la comisión, además de cumplir con requisitos básicos de capacidad financiera y operativa. Los afiliados incorporados a la AFP adjudicataria podrán cambiarse a otra AFP antes de cumplirse el período de permanencia mínimo (24 meses), sólo en caso de que la AFP adjudicataria presente una rentabilidad neta de comisión por tipo de fondo menor al resto del mercado, o se solicite la quiebra de la AFP adjudicataria.

De manera paralela se modificó el cobro de las comisiones (también Ley N° 29903). La reforma consistió en eliminar paulatinamente el esquema de cobro sobre la remuneración mensual del afiliado (“el flujo”), para transitar hacia un esquema sobre el saldo en la cuenta individual, con el fin de alinear la actuación de las AFP con el interés de largo plazo de los afiliados. El nuevo esquema de comisiones, incluyendo un mecanismo de transición, se hizo voluntario para los afiliados al SPP al momento de la reforma y se hizo obligatorio para los nuevos a partir de ese momento. El mecanismo de transición, para quienes eligieran el nuevo esquema, consistió en establecer por un periodo *estimado* de 10 años un esquema mixto, que inició en 2013 con dos componentes, un componente “por remuneración” que se reduce gradualmente hasta eliminarse totalmente en el año 2023, para quedar solamente el componente de comisión por saldo⁵⁵. Para quienes eligieran quedarse en el esquema antiguo, seguirán con la comisión sobre flujo (remuneración) hasta que se jubilen⁵⁶. A junio de 2019 el 73% de los afiliados han elegido la comisión mixta, que, como se mencionó antes, representa un tránsito hacia una comisión por saldo en algún momento circa 2023⁵⁷.

A seis años de la transición en las comisiones e incorporando el resultado reciente de la cuarta subasta, el componente sobre flujo promedio de la comisión mixta se ha reducido un 84% (Gráfico 14A), mientras que el promedio industrial del componente sobre saldo se mantuvo

⁵⁵ El saldo acumulado a la fecha en la que entró en vigor la comisión mixta no es sujeto a cobro de comisiones por saldo, solamente los saldos marginales que se van acumulando a partir de esa fecha.

⁵⁶ Este esquema fue pensando para evitar los costos generacionales de un cambio brusco en la estructura de comisiones.

⁵⁷ Este porcentaje ha ido creciendo en el tiempo conforme crece a cobertura, dado que los nuevos afiliados entran obligatoriamente al nuevo esquema. Al inicio de la transición, aproximadamente la mitad de los cotizantes eligieron moverse al nuevo esquema.

constante en 1,25% pero en la cuarta subasta disminuyó a 1,15%⁵⁸ (Gráfico 14B). Es importante recordar que estos cambios en la comisión mixta no benefician al 27% de los afiliados que decidió mantenerse en la comisión por remuneración. Para estos afiliados que se mantuvieron bajo el esquema tradicional sobre flujo, la comisión ha pasado de 1,91% en junio de 2012 a 1,58% a junio de 2019, una caída del 21,1%.

Gráfico No. 14A: Efectos de las subastas en el componente sobre flujo de la comisión mixta

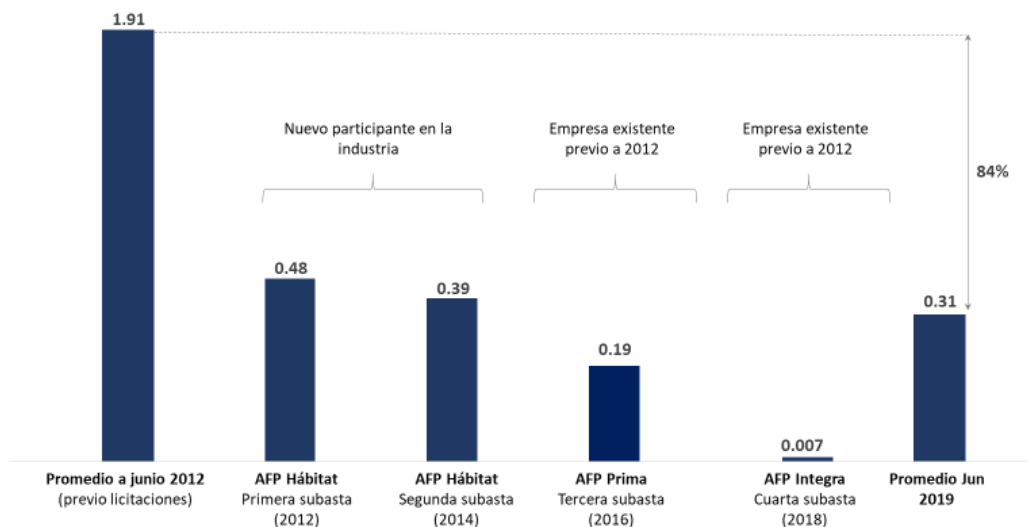
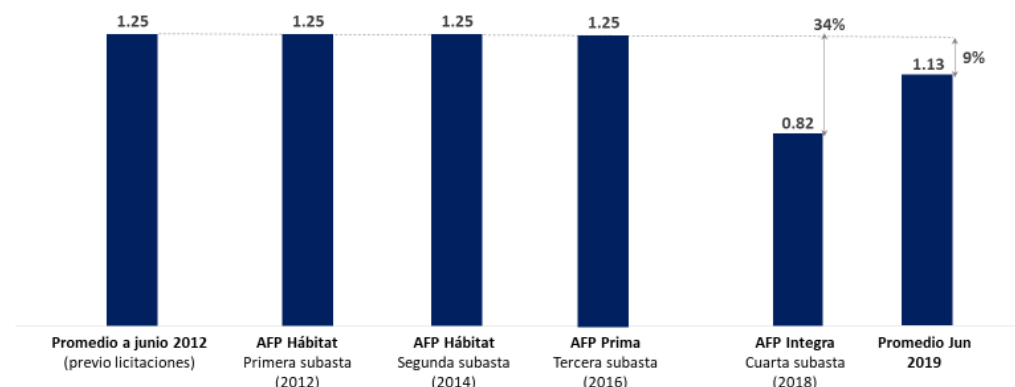


Gráfico No. 14B: Efectos de las subastas en el componente sobre saldo de la comisión mixta



Fuente: Elaboración propia con datos de la SBS

La política de subastas ha sido exitosa en cuanto a reducir comisiones y atraer nuevos participantes a la industria. La SBS estima que las subastas han generado ahorros a los afiliados por 1.950 millones de soles a abril de 2019⁵⁹. Hacia el futuro es importante consolidar estos resultados. A continuación, se presentan algunas consideraciones relevantes para construir sobre estos logros, basadas en aspectos propios del diseño y el contexto peruano, como en la experiencia internacional.

Una primera consideración tiene que ver con el hecho que la competencia con la ONP reduce la potencia de la subasta, al introducir incertidumbre en los pronósticos de ingresos de las empresas que desean participar en la subasta, ya que los afiliados nuevos no están obligados a afiliarse a la ganadora de la subasta, sino que mantienen el derecho a elegir si desean participar en el esquema público o

⁵⁸ La AFP ganadora bajo su comisión sobre saldo a 0.82, es decir, un 34%. Esto bajo el promedio de la industria a 1.15%, es decir, una baja de casi 10%.

⁵⁹ Más información en el artículo disponible en este [vínculo](#).

privado. Solamente si eligen el sistema privado están obligados a adherirse a la AFP ganadora de la subasta. Este es otro aspecto más en el que la competencia entre sistemas es ineficiente, que se adiciona a los ya mencionados a lo largo de este documento.

Una segunda consideración tiene que ver con el criterio de adjudicación, que de mantenerse podría perder potencia en el futuro. Resulta relevante prever que cuando el periodo de transición del nuevo esquema de comisión converja a comisión sobre saldo no va a ser atractivo para ninguna empresa nueva entrar al mercado a competir por el paquete subastado, ya que, por definición, los nuevos afiliados tienen saldo cero y por tanto el esquema corre el riesgo de quedar desierto⁶⁰. En este contexto sería deseable adaptar el diseño de la subasta, si no se desea abandonar el objetivo de promover la entrada de más empresas como motor de competencia en el mercado, haciendo el objeto de licitación más atractivo (por ejemplo, aumentando el periodo licitado), o licitando parte del stock de afiliados y no solo a los nuevos⁶¹. Este principio es consistente con extender los beneficios de las subastas al 27% de los afiliados que se mantuvieron en el esquema original de remuneración. También es posible potenciar la subasta mediante un esquema complementario de “asignación” de las cuentas nuevas a las empresas bajo algún criterio a decidirse. En la sección de propuestas desarrollamos estas ideas en una sugerencia coherente con estos elementos. Es relevante además mencionar que actualmente se encuentran en discusión en Chile varias propuestas para mejorar la potencia de la subasta en ese país que también son relevantes para el caso peruano (ver recuadro No. 1).

Recuadro No. 1. Mejoras a la licitación de nuevos afiliados en Chile incluidas en la reforma de pensiones

El presidente Sebastián Piñera envió en octubre de 2018 al Congreso chileno una propuesta de reforma al sistema de pensiones en noviembre de 2018, que incluye mejoras en el proceso de licitación de nuevos afiliados. Entre las principales medidas se encuentran las siguientes:

- a) Se establece que para determinar el umbral bajo el cual se pueden efectuar ofertas en la licitación, se debe excluir aquella comisión con la que se adjudicó la última licitación
- b) Para evitar que una sociedad oferte una comisión que no asegure su solvencia durante todo el periodo licitado, el licitador puede dejar una oferta fuera de la licitación invocando esta causal
- c) Se aumenta de 24 a 36 meses el periodo por el cual la AFP licitada recibirá el flujo de nuevos afiliados. Lo anterior, sin perjuicio que la obligación de los afiliados es permanecer 24 meses en la AFP adjudicataria
- d) Cuando la licitación se declare desierta y los nuevos afiliados se asignen a la AFP que cobra la menor comisión, deberán permanecer en ella por 24 meses
- e) El estándar mínimo de servicio debe ser mantenido por la AFP adjudicataria durante todo el periodo licitado

Las medidas en los incisos (a) y (b) atienden un problema que se presentó en la cuarta licitación en Chile, cuando una empresa se adjudicó la cartera de nuevos afiliados con una comisión por debajo de sus costos marginales. Como el diseño actual establece que la ganadora de la licitación debe ofertar un precio inferior al ganador en la licitación anterior, esa política predatoria implicó que la quinta licitación quedo desierta. En el espíritu de mantener la efectividad de las subastas, las medidas en los incisos (c) y (d) buscan hacer más atractivo el “objeto licitado”. Finalmente, El inciso (e) refleja la preocupación del regulador chileno de imprimir un criterio de “calidad,” en este caso asociado a los servicios que la AFP otorga a sus afiliados, durante el periodo adjudicado.

Una tercera consideración tiene que ver con los potenciales límites estructurales del proceso de subasta. La disminución de las comisiones tiene un límite inferior natural asociado a la estructura de costos de las empresas y al tamaño del mercado. En cuanto al tamaño del mercado, una política que mejore la cobertura es también una política que podría potenciar las subastas en el futuro, y con ello mejorar los rendimientos netos y las tasas de reemplazo esperadas en el SPP. La cobertura se atiende

⁶⁰ El artículo 7-B del TUO del SPP, incorporado por el Artículo 2 de la Ley N° 29903, establece la capacidad de la SBS de prorrogar la licitación en caso de que quedara desierta. Adicionalmente, el artículo 24 de la Ley del SPP (último párrafo) establece que la SBS podrá establecer mecanismos y condiciones de licitación de diferente naturaleza con la finalidad de promover la competencia en el mercado. Mientras se realiza una nueva licitación, el artículo citado establece que los nuevos afiliados se asignen a la AFP con menor comisión en los últimos 12 meses (que sería la ganadora de la anterior licitación, a menos que otra AFP haya reducido a la menor comisión en los últimos 12 meses).

⁶¹ Generar mayor competencia, a través del ingreso de nuevos participantes al mercado, y promover precios más competitivos, fue uno de los cuatro objetivos explícitos de Ley de Reforma del Sistema Privado de Pensiones del 2012 (Ley N° 29913).

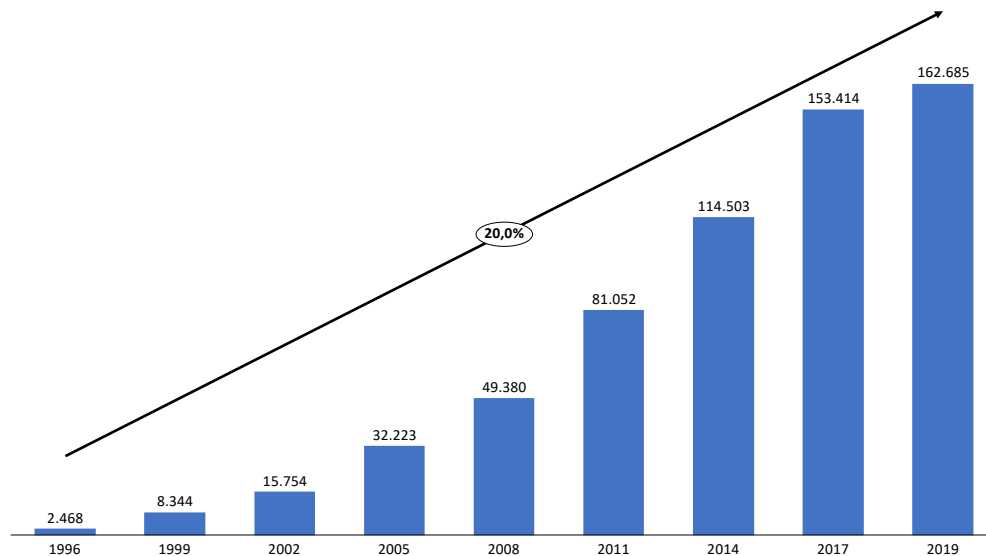
en otras secciones, por lo que a continuación el enfoque se centra en el aspecto de la estructura de costos, particularmente allá donde existan posibilidades de generar economías. En la actualidad la industria de las AFP se ha organizado de manera independiente para centralizar la recaudación de los aportes y algunas otras operaciones comunes al sistema. El servicio se llama “AFPnet” y es administrado por la Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones (AAFP). Mediante este sistema los empleadores preparan en forma automática las planillas de todas las AFP⁶², las presentan directamente a través de Internet y pagan los aportes previsionales.

II.F.2 Fondos, régimen de inversiones y rendimientos

Al cierre de 2018 las AFP administraban un fondo de 162.6 mil millones de soles (48,1 billones de dólares), correspondiente a 21% del PBI. De ese total, 65% correspondió a la rentabilidad acumulada y 35% a los aportes acumulados netos. Los recursos administrados han crecido a una tasa media anual de 20% desde 1996 (ver gráfico 15A). La rentabilidad histórica real promedio obtenida por las AFP desde el inicio del sistema es de 8.07% a diciembre de 2017. Esta cifra destaca a nivel internacional (ver gráfico 15B, que compara la rentabilidad real obtenida en varios países de la región). El promedio de la muestra es de 6,27% en términos reales. Si bien la comparación debe tomarse con cautela, pues los sistemas de pensiones tienen puntos de partida distintos, así como regímenes de inversión con similitudes y diferencias, el desempeño relativo en esta materia es notable.

Los dos actores principales en materia de inversiones son la SBS y las AFP. La SBS es la encargada de velar por el cumplimiento del objetivo de las inversiones del SPP, es decir, maximizar la rentabilidad de los recursos de los afiliados dado un adecuado nivel de riesgo, mientras que las AFP son las encargadas de diseñar y ejecutar estrategias de inversión para lograr tal objetivo, en el marco establecido por la SBS⁶³.

Gráfico No. 15A. Evolución de los recursos administrados en el SPP (millones de soles)

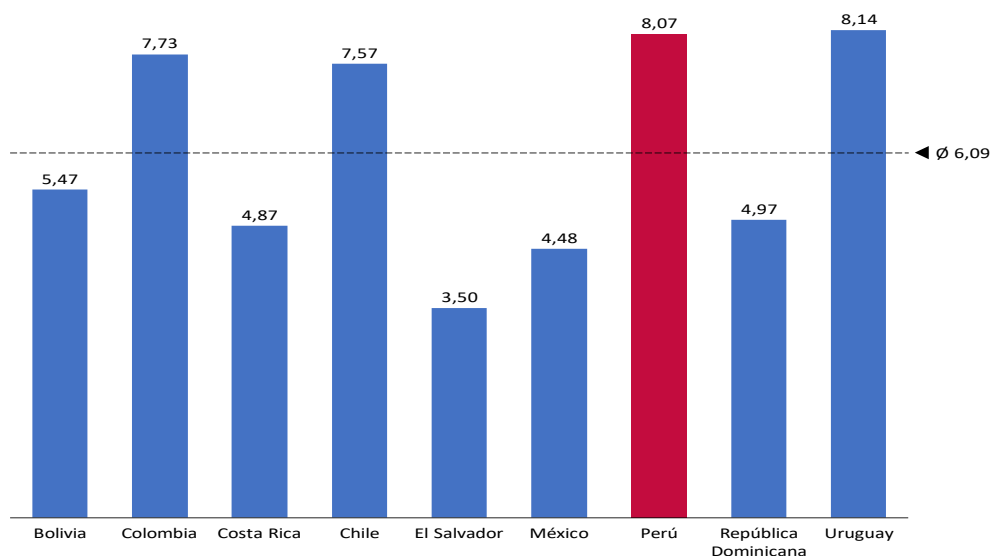


Fuente: Elaboración propia con datos de la SBS. No incluye ahorro voluntario.

⁶² AFPnet no facilita aún la cotización de los independientes.

⁶³ En este punto debe recordarse también que el BCR juega también un rol importante en la determinación del régimen de inversiones.

Gráfico No. 15B. Rendimientos reales en el SPP: perspectiva internacional (desde inicio del sistema)



Fuente: FIAP. Datos a mayo de 2019. Datos disponibles en <https://www.fiapinternacional.org/estadisticas/>

Los buenos resultados en materia de rendimientos se deben tanto al desempeño de las AFP como a la visión del regulador de ir acompañando el crecimiento de los saldos con cambios paulatinos el régimen de inversiones, dotando a las AFP de gobiernos corporativos más robustos y posibilidades ampliadas de diversificación local e internacional, así como la expansión hacia clases de activos con propiedades de diversificación interesantes como los llamados activos alternativos. Esto se ha dado en un contexto de un régimen de inversiones caracterizado por la existencia de límites de inversión y de una garantía de rentabilidad mínima, lo que indica que hacia el futuro es posible seguir optimizando el régimen de inversiones. Esto es aún más relevante al considerar la tendencia mundial a menores rendimientos (McKinsey Global Institute, 2016). En suma, resulta relevante continuar explorando maneras de mejorar la eficiencia de las inversiones, ampliar las clases de activos, generar incentivos para mayor competencia (i.e. diferenciación de las estrategias de inversiones) y otorgar mayores herramientas a los individuos para entender en todo momento en donde se encuentra su acumulación con respecto a un objetivo deseable (más sobre esto en las secciones posteriores).

Régimen de inversiones y familia de fondos

En 2003, Perú fue el segundo país en la región, después de Chile, en adoptar un esquema de multifondos con un esquema por default para los afiliados que no toman una decisión activa (Ley N° 27988). El esquema otorga la posibilidad al afiliado de elegir que sus aportes sean invertidos en alguno de 4 tipos de fondos, dependiendo de la edad, las expectativas de rentabilidad y de tolerancia al riesgo (Cuadro No. 3):

- **Fondo 0** (protección del capital): no presenta prácticamente sin variaciones de valor y es obligatorio para todos los afiliados que cumplan 65 años hasta que opten por una pensión, salvo que el afiliado exprese por escrito su voluntad asignar su fondo al tipo 1 o tipo 2. Este fondo busca proteger el capital ahorrado frente a fluctuaciones del mercado mientras el afiliado se encuentra en proceso de jubilación.
- **Fondo 1** (preservación de capital): para personas que están a pocos años de pensionarse, o pensionistas que reciben una jubilación en la AFP y deseen un comportamiento estable de los

fondos, con bajo riesgo. Es obligatorio para los afiliados que cumplan 60 años.

- **Fondo 2** (fondo mixto): apunta a un crecimiento y riesgo moderado, dirigido a personas que ya pasaron la mitad de su vida laboral y han acumulado capital.
- **Fondo 3** (fondo de apreciación de capital): dirigido a jóvenes lejos de la etapa de jubilación, orientado a realizar inversiones de mayor riesgo, con mayor potencial de apreciación en el largo plazo.

Los participantes que no eligen un fondo se asignan automáticamente al Fondo 2; luego se trasladan automáticamente al Fondo 1, que tiene menor exposición a acciones, cuando cumplen 60 años. Los individuos pueden solicitar cambios, con la excepción de que un afiliado mayor a los 60 años no puede escoger el Fondo 1. El Fondo 2, que es el que existe desde el inicio del sistema, concentra el 70% de los recursos administrados a nivel del sistema.

Cuadro No. 3. Opciones por default dependientes de la edad en los multifondos en el SPP

Edad:	Menor a 60	60 - 64	Mayor o igual a 65
Fondo 0			Default
Fondo 1		Default	
Fondo 2	Default		
Fondo 3		No permitido	No permitido

Fuente: SBS

En cuanto al diseño del régimen de inversiones, en general, se observan dos enfoques alrededor del mundo: (i) el enfoque de límites cuantitativos y (ii) el enfoque de principios. El primero es un enfoque regulatorio que busca fijar límites y restricciones específicas a las decisiones de inversión de las AFP, mientras que el segundo descentraliza las decisiones sobre composición de carteras de inversión en manos de los fondos de pensiones, en este caso de las AFP⁶⁴, fijando principios básicos para el manejo prudente de las inversiones. Los sistemas de pensiones Latinoamericanos han mostrado énfasis un hacia el primero de los enfoques desde sus inicios. En el caso de Perú, la SBS ha creado el universo permisible de activos en los que las AFP pueden invertir, con el objetivo de permitir un grado de diversificación que en principio refleje las preferencias sociales sobre el nivel adecuado de exposición al riesgo de las inversiones de los fondos de pensiones peruanos. La SBS impone límites por clase de activo (renta variable o fija de corto o largo plazo); por tipo de instrumento (derechos crediticios o patrimoniales); por tipo de contrato (forwards y futuros, swaps u opciones) y por emisor (local o externo).

El régimen de inversión peruano ha mostrado una flexibilización en su capacidad de diversificación local y en el resto del mundo. Por ejemplo, entre 2005 y 2018, el porcentaje de las inversiones expuesto a títulos domésticos (gubernamentales) ha pasado de 89.9% a 54.8%; mientras que las inversiones en el exterior pasaron de 10.1% a 44.6%. Esto refleja la visión prudente del regulador y del Banco Central en aumentar la capacidad de generación de rendimientos del sistema de forma paulatina. Hoy en día, el régimen de inversiones peruano permite hasta el 80% de exposición en renta variable en el fondo 3, 45% en el fondo 2, 10% en el fondo 1 y 0% en el fondo 0; e impone un límite global de 50% de los activos administrados en inversiones en el exterior⁶⁵. Para poner estos límites en perspectiva, considérese que en el caso chileno la máxima exposición en renta variable asciende también a 80%, en Colombia a 70%, en Uruguay 50% y en México a 45%⁶⁶. En cuanto a la inversión en el extranjero, los demás países imponen un límite que varía por multi-fondo, mientras que, en el caso

⁶⁴ Para profundizar en estos temas ver De Maestri y Sourrouille (2003).

⁶⁵ El límite a las inversiones en el exterior es determinado por el BCRP. Este límite fue fijado en septiembre de 2018 (Circular No. 0027-2018-BCRP).

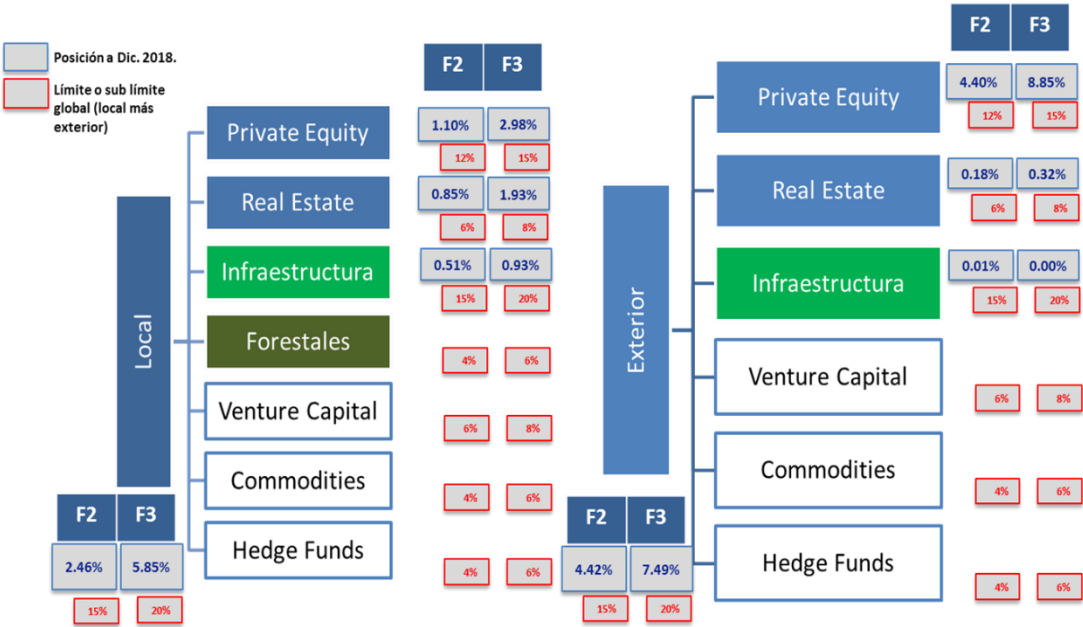
⁶⁶ Recientemente se aprobó subir este límite a 60%. Este nuevo límite entrará en vigencia en diciembre de 2019.

peruano, como se mencionó anteriormente, el límite es global (50%)⁶⁷. En México, el límite es de 20%, en Chile va de 35% en el fondo más conservador a 100% en el más agresivo, mientras que, en Colombia, el rango, en ese orden, va del 40% al 70%.

En cuanto a las inversiones en instrumentos alternativos (hedge funds, fondos de capital privado, infraestructura), la SBS establece dos tipos de límite⁶⁸. Estos activos enfrentan un límite por clase de activo (i.e. inversión en instrumentos alternativos) de 15 % y 20 % para los fondos 2 y 3, respectivamente. Adicionalmente, la SBS ha establecido sublímites por *estrategia* que varían según el tipo de fondo como se muestra en la figura 4. Las AFP pueden invertir de forma directa o indirecta en proyectos de infraestructura. La inversión directa en infraestructura se genera a través de la compra de instrumentos de deuda o acciones emitidas por las empresas concesionarias de los proyectos de infraestructura. La inversión indirecta se da a través de los siguientes mecanismos: (i) compra de cuotas de participación en fondos de inversión especializados en infraestructura; y (ii) compra de instrumentos de deuda o acciones emitidas por empresas relacionadas o que intervienen en proyectos de infraestructura⁶⁹.

El efecto de la política de límites cuantitativos sobre la rentabilidad ha sido estudiado a profundidad, tanto en el Perú como en otros países. La evidencia indica que, al ser restricciones, los límites disminuyen las posibilidades de diversificación y con ello desplazan hacia adentro la frontera eficiente de las inversiones (Shah, 2009; Musalem y Pasquini, 2012). En el Perú, Mendoza (2014) concluye, utilizando varios criterios de eficiencia, que la normatividad de inversiones es subóptima, alejándose del criterio de eficiencia construido por el autor entre 17% y 23%, según tipo de fondo. Pereda (2007) concluye que la rentabilidad potencial promedio anual del portafolio se redujo en 2.5 puntos porcentuales debido a los límites cuantitativos⁷⁰.

Figura No. 4: Categorías de Instrumentos Alternativos permitidos en el SPP



Fuente: SBS

⁶⁷ En relación con los títulos de valores en el exterior la normativa exige a la AFP contar con los seguros necesarios para eventos de pérdidas, de tal manera que se garantice la conservación e integridad de los instrumentos u operaciones de inversión bajo custodia (Masías, 2015).

⁶⁸ Desde el año 1998 los fondos de pensiones invierten en real estate reconociéndose dentro la clase de activo "renta variable"; sin embargo, a partir del 2012 se creó una nueva clase de activo "Instrumentos Alternativos" permitida para los Fondos Tipo 2 y 3.

⁶⁹ En 2009 las AFP crearon un "fideicomiso de infraestructura" como patrimonio autónomo para inversión en instrumentos de deuda de proyectos de infraestructura, previamente inscritos en el Registro de la SBS. El fideicomiso fue refinanciado en 2013.

⁷⁰ Esto es consistente con la evidencia para otros países Musalem y Pasquini (2012).

Garantía de rentabilidad mínima

El otro elemento que caracteriza el régimen de inversiones de las AFP es la existencia de una garantía de rentabilidad mínima, y asociado con esta, la exigencia de que las AFP mantengan una reserva contable para dar soporte a tal garantía. Este elemento del diseño tampoco es único al Perú. Chile, Colombia, República Dominicana, El Salvador y Uruguay son algunos ejemplos de países en los que existen garantías relativas sobre las tasas de retorno. Una de las principales motivaciones para establecer estas garantías fue el tratar de evitar potenciales conflictos de interés en el manejo de las inversiones⁷¹. En el caso peruano, las AFP son responsables de que la rentabilidad real anual, calculada mensualmente, no sea menor a la que resulte inferior entre:

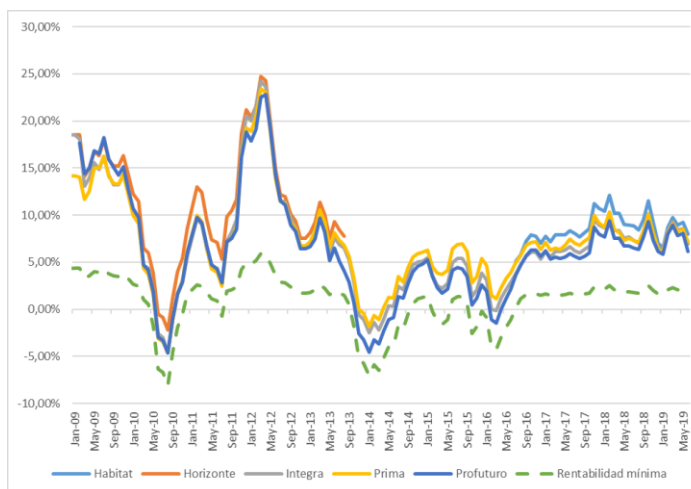
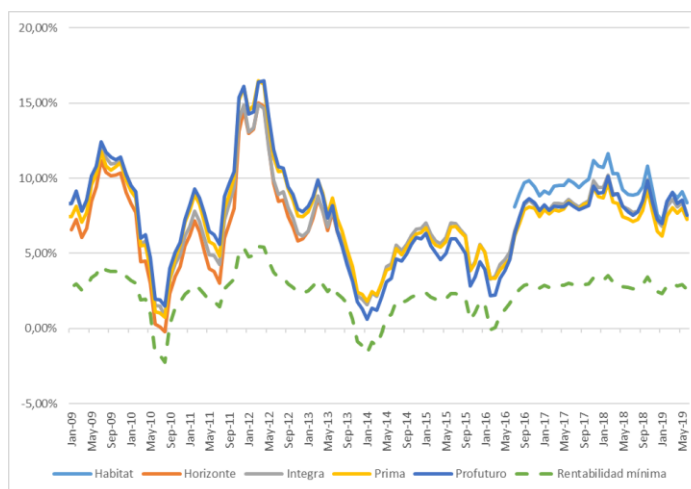
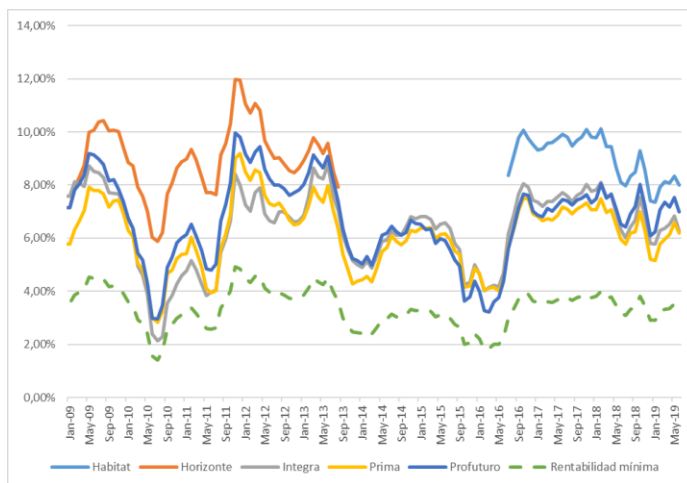
- **Fondo 1:** (i) la rentabilidad real anualizada promedio de los últimos 36 meses del Fondo 1, menos 2 puntos porcentuales; y (ii) el 50% la rentabilidad real anualizada promedio de los últimos 36 meses del Fondo 1.
- **Fondo 2:** (i) la rentabilidad real anualizada promedio de los últimos 36 meses del Fondo 2, menos 3 puntos porcentuales; y (ii) el 35% la rentabilidad real anualizada promedio de los últimos 36 meses del Fondo 2.
- **Fondo 3:** (i) la rentabilidad real anualizada promedio de los últimos 36 meses del Fondo 3, menos 4 puntos porcentuales; y (ii) el 25% la rentabilidad real anualizada promedio de los últimos 36 meses del Fondo 3.

Para soportar esta garantía el encaje legal corresponde a 0.9% del fondo administrado. Para el afiliado, la garantía tiene la intención de ser un seguro de rentabilidad, pero la evidencia indica que enfrenta temas de riesgo moral por parte del garante. En efecto, la evidencia empírica apunta a que la presencia de este tipo de garantías genera un comportamiento en manada—lo que se traduce en mayor volatilidad en el mercado local (Schmukler, 2015)⁷²— y menor competencia en la gestión de los fondos—que se traduce en una reducción del rendimiento, una falta de dinamismo, la ausencia de incentivos para la innovación en la gestión de la cartera (Schmukler, 2015). A su vez, la existencia de rentabilidad mínima no garantiza el que se invierta de acuerdo con los objetivos de largo plazo de los fondos (cortoplacismo en las inversiones), generándose eventualmente un equilibrio en que se asuma riesgo excesivo a nivel de industria o un equilibrio muy conservador (Berstein y Chumacero, 2012). En el caso del Perú, Gálvez (2017) encuentra que la garantía penaliza la diferenciación de portafolio, influye sobre la distribución de activos e induce efectos manada. El autor concluye además que la garantía de rentabilidad contribuye a la desalineación de intereses entre la gestión de las AFP y las preferencias de los afiliados: “los afiliados esperarían que las AFP maximicen el retorno y minimicen el riesgo; sin embargo, el costo de la GRM estaría provocando, que además de estos dos objetivos, las AFPs estén maximizando la correlación entre su portafolio y el portafolio benchmark.” El juego de gráficos 16 presenta el comportamiento de los rendimientos por tipo de fondo.

⁷¹ Esta no es la única razón para introducir una garantía, pero sí una de las principales. Para profundizar sobre este tema ver Shah (1997, 2009) y Antolín, Payet, Whitehouse, y Yermo. (2011).

⁷² Es importante considerar que el comportamiento de manada se observa inclusive cuando no existen benchmarks exógenos o en ausencia de una penalidad al salirse de un benchmarks exógenos como los que existen en Perú. Ver la evidencia presentada en Blake et al (2002) para el caso del Reino Unido, por Del Guercio and Tkac (2002) para los Estados Unidos y recientemente, para Países Bajos, en donde el regulador no impone benchmarks exógenos a nivel sistema, por Broeders, Chen, Minderhoud, y Schudel (2016) y sin embargo existe evidencia de “herding”. La existencia de un benchmarks exógenos puede ser el método de segundo mejor para tratar un problema de principal-agente complejo (Stracca, 2006).

Gráfico No. 16: Rentabilidad mínima y rendimientos por multifondo en Perú
(Fondos Tipo 1, 2 y 3, de arriba hacia abajo, respectivamente)



Fuente: SBS

Las AFP y la gestión de las inversiones

Además de diseñar el régimen de inversiones y la familia de fondos, la SBS supervisa el proceso de inversión, desde la toma de decisiones realizada en los comités de inversiones y de riesgos, hasta la ejecución de las operaciones, el registro, la custodia y guarda física de los instrumentos de inversión, y el seguimiento continuo de los riesgos de las inversiones, incluyendo la participación de auditorías internas y externas (Masías, 2015). La SBS requiere que las AFP elaboren códigos de ética y mantengan estándares de conducta profesional que sean de aplicación obligatoria por parte del personal encargado del proceso de inversión. También requiere que los funcionarios que laboran en las áreas de inversiones y de riesgos aprueben al menos el examen correspondiente al nivel inicial de una certificación internacionalmente reconocida que demuestre que cuenta con un adecuado nivel de competencia profesional en materia de inversiones y riesgos. La normativa exige que la AFP designe un oficial de cumplimiento normativo, que le reporta directamente al presidente del Consejo de Administración.

Además de los cambios en el régimen de inversiones ya mencionados anteriormente, destacan los siguientes cambios recientes en materia del proceso de gestión de las inversiones y riesgos (SBS, 2015, 2016, 2017, 2018).

1. **Reducción de costos de transacción:** Se estableció un límite de inversión de hasta 1% para que las AFP inviertan en instrumentos que cumplan los requerimientos definidos en las políticas de inversiones de cada tipo de fondos, sin autorización previa de la SBS. En el caso de instrumentos alternativos y derivados, se creó el proceso ágil de autorización general por tipo de instrumento (conjunto de instrumentos). Además, recientemente se ampliaron los tipos de operaciones con instrumentos derivados para la cobertura de riesgos que no requieren de autorización de la SBS, incluyendo a los contratos de futuros y de opciones sobre renta variable; se autorizó la cobertura de riesgo de moneda sobre inversiones indirectas, fondos de inversión tradicionales, mutuos y alternativos.
2. **Mayor transparencia en la gestión de las inversiones:** Se estableció la obligación para las AFP de publicar mensualmente la composición específica de la cartera por instrumento u operación de inversión en monto y unidades, con un rezago de cuatro meses.
3. **Fortalecimiento de la responsabilidad fiduciaria de las AFP:** la SBS reglamentó la participación de los representantes designados por las AFP a efectos de que ejerzan, a nombre de los fondos de pensiones, los derechos y obligaciones que se deriven de las inversiones realizadas con los recursos de dichos fondos⁷³.
4. **Mejoras en el gobierno corporativo de las AFP:** con la elección de un miembro del directorio como presidente del comité de riesgos de inversión⁷⁴.

III.F.3 Ahorro voluntario en el SPP

Con el fin de complementar los aportes obligatorios, el SPP brinda la posibilidad de realizar ahorro voluntario a través de las cuentas individuales en las AFP. Entre 2014 y 2019 el ahorro voluntario creció 264% pasando de 194 millones de dólares (mdd) a 709 mdd. Sin embargo, el ahorro voluntario representa solo 1,5% de la cartera total administrada por las AFPs (ver Gráfico 17A).

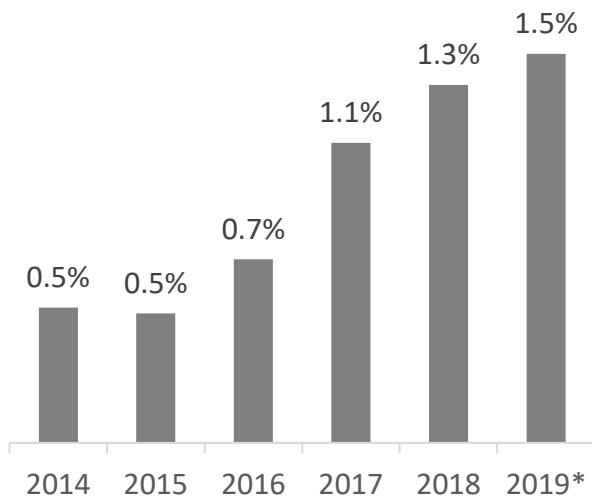
Existen dos tipos de aportes voluntarios en el SPP: con fin previsional y sin fin previsional. Los aportes voluntarios con fin previsional tienen como objetivo complementar los aportes obligatorios e incrementar el saldo de la cuenta individual del afiliado para que pueda alcanzar un monto mayor de pensión de jubilación. Los aportes voluntarios sin fin previsional son una alternativa de ahorro personal y no necesariamente buscan incrementar el monto futuro de la pensión. Como se puede observar en el

⁷³ Resolución SBS N°5025-2017.

⁷⁴ Resolución SBS 2809-2018.

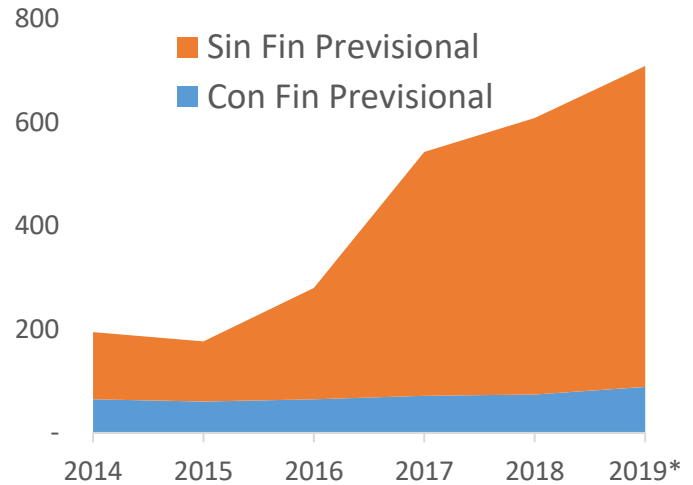
Gráfico 17B, el ahorro sin fin previsional casi se cuadruplicó entre 2014 y 2019, y representa actualmente 87% del total del ahorro voluntario. Por su parte, el ahorro con fin previsional se ha mantenido relativamente estancado.

Gráfico No. 17A. Evolución del Ahorro Voluntario (% de la cartera total administrada por AFPs)



*Datos a abril de 2019.
Fuente: Elaboración propia con datos de la SBS.

Gráfico No. 17B. Composición del Ahorro Voluntario (millones de dólares)



*Datos a abril de 2019.
Fuente: Elaboración propia con datos de la SBS.

Los dos tipos de ahorro voluntario con y sin fin previsional tienen características de elegibilidad, tributarias, y de liquidez muy distintas (ver Cuadro 4). El ahorro voluntario sin fin previsional es líquido, lo que lo constituye como una alternativa de ahorro a corto o mediano plazo. La liquidez incrementa su atractivo lo que puede explicar su crecimiento en comparación al ahorro con fin previsional. Por su parte, el ahorro con fin previsional tiene beneficios como ser inembargable, exonerado de pagar el impuesto sobre la renta, y contribuir a incrementar el beneficio de la pensión futura.

Cuadro No. 4. Características del Ahorro Voluntario Con y Sin Fin Previsional

	Sin fin	Con Fin
Objetivo	Son una alternativa de ahorro a corto, mediano o largo plazo.	Incrementar tu cuenta para obtener una mejor pensión de jubilación.
Elegibilidad	Para hacer este tipo de aportes debes tener cinco años en el SPP o tener mínimo 50 años.	Haber realizado aportaciones obligatorias
Beneficios	Tiene libre disposición sobre los aportes, tanto en montos de retiro como en número de operaciones. Los ahorros de esta cuenta pueden constituir herencia en caso de fallecimiento. Pueden convertirse en ahorro con fin previsional. No está sujeto a límite.	Son inembargables. Están exonerados de pagar el Impuesto a la Renta. Pueden realizarse por terceros a favor del afiliado.
Restricciones	Embargables en caso exista una sentencia que recaiga en una causa judicial. No se pueden realizar por terceros a favor del afiliado. Se aplica el impuesto a la Renta desde enero 2010, en el momento de retiro del fondo.	Se pueden retirar hasta los 65 años o al momento de jubilarte. El aporte no puede superar el monto del aporte obligatorio.

Pese a los beneficios que ambos tipos de ahorro voluntario ofrecen a los afiliados, una limitante para su promoción son las fuertes restricciones de elegibilidad para poder hacer aportes voluntarios en el SPP. Por un lado, poder realizar aportaciones voluntarias con fin previsional está condicionado a que el afiliado cumpla primero con el pago de sus aportaciones obligatorias. Esto constituye una barrera al ahorro previsional, ya que inhibe la posibilidad de que los trabajadores ahorren un monto acorde con sus posibilidades económicas, el cual puede ser inferior al que se exige en el régimen obligatorio. De igual manera, poder realizar aportaciones voluntarias sin fin previsional está condicionado a que el afiliado tenga 5 años en el SPP o más de 50 años. Lo anterior restringe la posibilidad de promocionar este mecanismo de ahorro de manera generalizada, ya que las AFP primero deben controlar si el afiliado cumple con los requisitos de elegibilidad para poder realizar este tipo de aportaciones. Este tipo de barreras regulatorias no se observan en la experiencia internacional (ver por ejemplo la experiencia chilena en el Recuadro No. 2). La experiencia chilena también indica que restringir la oferta de ahorro voluntario solamente a la industria de las AFP podría ser restrictivo.

Recuadro No. 2. El ahorro voluntario en Chile

El Estado chileno ofrece incentivos fiscales para promover cotizaciones voluntarias para quienes deseen una pensión superior a la que correspondería con los ahorros obligatorios. El ahorro voluntario (AV) se compone de tres tipos de planes:

Tipos de planes de ahorro voluntario⁷⁵

1. *Ahorro Previsional Voluntario (Cuenta APV1)*. Los afiliados pueden aportar libremente hasta 50 unidades indexadas a la inflación (UFs) por mes, exentas de impuestos, a sus cuentas individuales. El saldo no se tiene en cuenta para los derechos del pilar solidario. Los retiros se permiten en cualquier momento, pero deben pagar impuestos a la renta. Los trabajadores pueden efectuar sus cotizaciones voluntarias en cualquiera de los cinco fondos administrados por una AFP sin ningún tipo de restricción por edad o para los pensionados. Además, pueden mantenerlo en un tipo de fondo distinto respecto de la cuenta de capitalización individual obligatoria. Por otra parte, al igual que en el caso de las cotizaciones obligatorias, los afiliados pueden traspasar sus saldos por cotizaciones voluntarias libremente entre los fondos de una misma AFP.
1. *Ahorro Previsional Voluntario Colectivo (APVC)*. Se trata de un plan de contribuciones voluntarias organizado por el empleador con la característica que los empleadoresorean las contribuciones de sus empleados hasta un límite establecido por Ley (600 UF)⁷⁶. La estructura es similar a los planes 401(k) en los Estados Unidos. La afiliación al plan establecido por el empleador es voluntaria y las condiciones deben ser similares para todos los trabajadores⁷⁷. La Ley también establece que el mínimo de trabajadores que se deben adherir para abrir el plan no puede ser inferior al menor valor entre el 15% del total de trabajadores y 100 trabajadores. El requisito mínimo debe mantenerse durante toda la vigencia del o los contratos que mantenga el empleador y en el evento que pase a ser menor, el empleador tiene un plazo de 12 meses para cumplir con el número o porcentaje que represente el requisito mínimo. Los trabajadores tienen derecho de propiedad sobre sus propias contribuciones, pero las contribuciones del empleador se adquieren sólo después de un período (“vesting period”)⁷⁸. El régimen fiscal de las aportaciones de los trabajadores a un plan es el mismo que el que se aplica a las del APV1, mientras que las contribuciones del empleador son tratadas como cualquier otro gasto.
2. *Cuenta de Ahorro Voluntario (Cuenta APV2)*. Son un complemento a la CI donde los miembros pueden optar por realizar depósitos con plena liquidez, aunque la normativa establece que no se podrán realizar más de seis retiros al año. Todos los retiros realizados antes de la edad de jubilación están sujetos al impuesto sobre la renta.

Estructura industrial

Los trabajadores pueden optar a una amplia gama de instituciones del mercado de capitales e instrumentos financieros para la administración de los fondos correspondientes a cotizaciones voluntarias y depósitos convenidos. Las instituciones autorizadas y sus participaciones de mercado al cierre del 2018 son: AFP (51.8%), Fondos Mutuos (14.8%), Fondos de Inversión (0%), Fondos para la Vivienda (0%), Compañías de Seguros de Vida (21.4%), Bancos

⁷⁵ Además de los tres tipos de planes de ahorro voluntario mencionados en el recuadro, la reforma de pensiones del 2008 habilitó la creación de una cuenta obligatoria a personas no afiliadas al sistema de pensiones. Mediante esta figura, por ejemplo, se permite que cónyuges descuenten por planilla de su pareja cotizaciones para su cuenta.

⁷⁶ El empleador puede comprometerse a aportar incluso si los trabajadores no aportan.

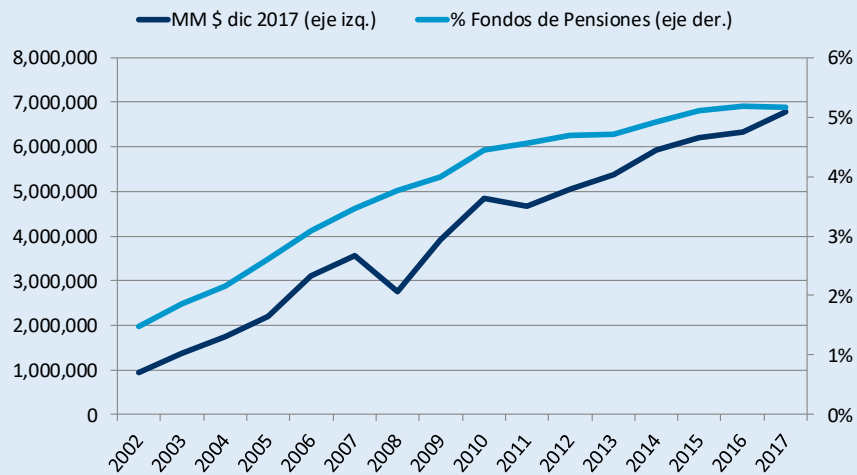
⁷⁷ Aunque existe la opción por norma de diferenciar los aportes del empleador según antigüedad del trabajador.

⁷⁸ Para contratos suscritos antes de junio 2011: 24 meses desde el primer aporte. Para contratos posteriores a junio 2011: 24 meses para cada aporte del empleador. A los 60 meses, trabajador adquiere la totalidad de los aportes del empleador y todos los aportes futuros de manera inmediata.

(0%), Intermediarios de Valores (11.1%). El objetivo de esta medida es poner al alcance de las personas una amplia gama de alternativas para la inversión de su Ahorro Previsional Voluntario con diversas combinaciones de retorno esperado y riesgo, además de incentivar un mayor ahorro. Finalmente, es importante mencionar que, en virtud de esta estructura industrial, la regulación y fiscalización de las entidades autorizadas requiere la coordinación de la Superintendencia de Pensiones y la Comisión para el Mercado Financiero.

Resultados a la fecha. El ahorro voluntario representa no más del 5% de los activos del sistema (ver Gráfico 18). Estos no son resultados alentadores, por lo que existe un consenso en Chile de que este es un tema que debe revisarse a profundidad.

Gráfico 18. Ahorro voluntario en Chile (todos los tipos de ahorro)



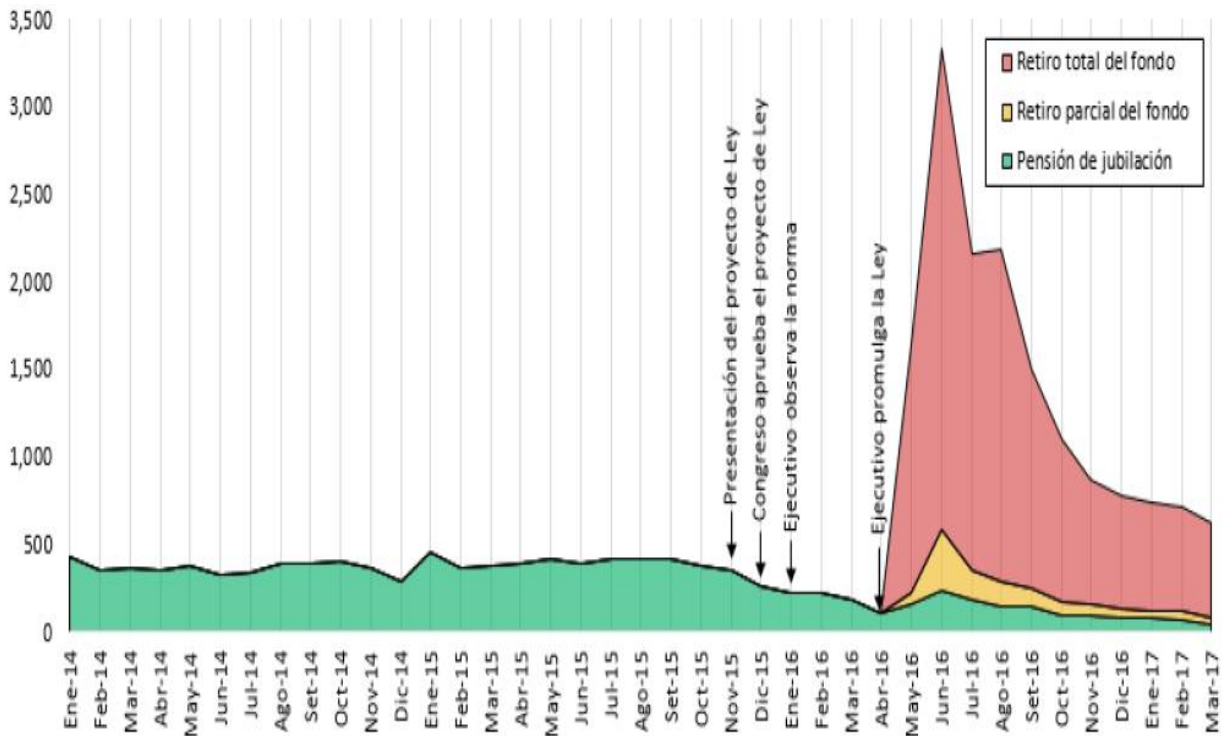
Fuente: Superintendencia de Pensiones

II.G Análisis de los efectos de las leyes 30425 y 30478

II.G.1 Análisis de la población que retiró hasta el 95.5%

En abril de 2016, el Congreso peruano aprobó la Ley N° 30425 que, entre otras disposiciones, permite a los afiliados al SPP, que cumplan con los requisitos de jubilación, de disponer de hasta el 95,5% de los fondos de su cuenta individual de ahorro para el retiro. El 4,5% restante de los fondos es retenido por las AFP y transferido directamente a EsSalud para financiar la cobertura de salud de estas personas.

Gráfico No. 19. Demanda por productos de pensión 2014-2017
(cantidad de personas)



Fuente: Base de datos de AFP Intgra. Elaboración: Macroconsult.

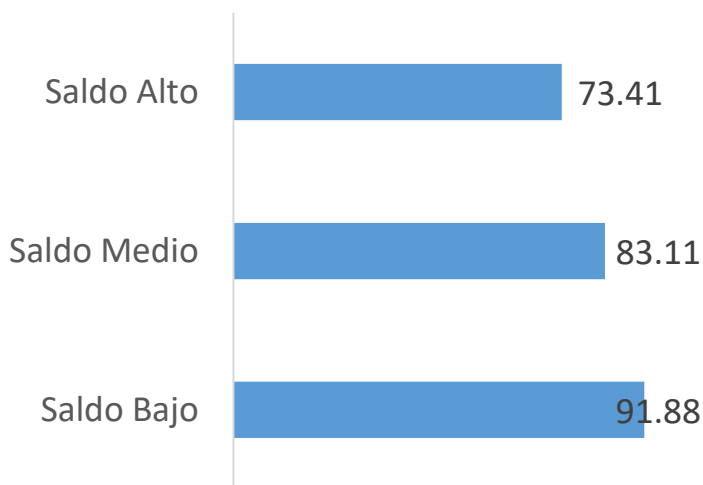
Esta política pública plantea varias preguntas acerca de su impacto en el bienestar de los afiliados a mediano y largo plazo. Específicamente, optar por recibir una suma alzada en vez de elegir un retiro programado o una renta vitalicia puede generar pérdidas de bienestar si es que el uso de los fondos genera un bienestar menor a lo que hubiera logrado con un producto para el retiro que proporciona algún tipo de seguro de longevidad. Problemas como la miopía, el sobreoptimismo y otras tendencias psicológicas, documentadas extensamente por la literatura de la economía del comportamiento, hacen prever un resultado como el anterior. La gravedad de las consecuencias, en un contexto de envejecimiento de la población, hace necesario generar evidencia que permita medir los impactos de la norma sobre el bienestar futuro de los adultos mayores.

Con el fin de realizar un diagnóstico inicial de esta política el BID comisionó una encuesta para recoger información para caracterizar a la población expuesta al cambio de la norma y explorar los motivos detrás de las decisiones de retirar o no retirar sus fondos de pensiones. La encuesta fue aplicada entre septiembre de 2017 y mayo de 2018 a 1.816 afiliados jubilados de una de la AFP Intgra. La muestra incluyó afiliados entre 65 y 80 años residentes de los municipios de Lima y Callao y que al momento de jubilarse o tomar la decisión de retiro tenían como saldo en su cuenta entre 20 mil y 500 mil soles (aproximadamente entre 6 mil y 157 mil dólares). Además, se dividió la muestra en dos grupos funcionales: el grupo pre-ley (afiliados que se jubilaron antes del anuncio de la Ley) y el grupo pos-ley (afiliados que solicitaron algún producto pensionario luego de la entrada en vigor de la Ley). Si bien la muestra del estudio no es necesariamente representativa del universo de afiliados próximos a jubilarse en el SPP, la AFP que participó en el estudio agrupa a una fracción sustancial de todos los afiliados del sistema.

Tras la entrada en vigor de la Ley, en mayo de 2016, el retiro de al menos una parte de los ahorros pensionales se convirtió en el principal mecanismo de desacumulación. Según datos de la AFP Intgra, en los primeros tres meses de 2017, de todos los afiliados solicitando algún producto

pensionario, 88% optaron por el retiro total, 8% por un retiro parcial y 4% por una renta vitalicia (gráfico 19). La popularidad del retiro total también se ve reflejada en los resultados de la encuesta. Entre los encuestados, 86% del grupo “pos-ley” reportó haber hecho uso del retiro total, 8% optaron por el retiro parcial y 7% por la pensión convencional. Al dividir la muestra por nivel de saldo de ahorro pensional, se observa que el 92% de los afiliados con saldos de ahorro pensional bajos (entre 6 mil y 20 mil dólares) retiraron la totalidad de los fondos, mientras entre los afiliados con saldos medios (entre 20 mil y 50 mil dólares) y afiliados con saldos altos (entre 50 mil y 156 mil dólares) 83% y 73% tomaron esta decisión, respectivamente (gráfico 20). Además, cabe destacar que la Ley no solo impactó a quienes, por edad, se iban a retirar después de la entrada en vigor de la Ley, ya que se observó una reducción de 50% en el número de rentas vitalicias emitidas en los 6 meses entre el anuncio y la entrada en vigor de la Ley.

Gráfico No. 20. Porcentaje de personas retirando la totalidad de sus fondos, según el nivel del saldo



Fuente: Elaboración propia

Por otra parte, los resultados de la encuesta también reflejan una fuerte inercia en la toma de decisiones. La Ley estipula que, aquellas personas que ya se habían pensionado en el momento de la promulgación de la ley y que, al hacerlo, habían optado por el producto de retiro programado, también pueden disponer del total (95,5%) o de una parte del balance restante de su cuenta individual. La información administrativa de la AFP revela que solamente un 33% de los 1.098 afiliados que se jubilaron por edad legal entre enero de 2015 y mayo de 2016 e hicieron uso de un retiro programado, retiró el total de sus fondos, mientras menos de 2% optó por un retiro parcial.

Si bien un alto porcentaje de afiliados dio un uso único a sus fondos retirados, la mitad de las personas ha dado usos mixtos a los fondos retirados. La encuesta indagó sobre los destinos que las personas dieron a los fondos, en particular cuánto ahorraron y en dónde, cuánto gastaron o invirtieron, y cuánto usaron voluntariamente en la compra de seguros para la vejez, como una renta vitalicia. El 12% todavía no había hecho ningún uso de los fondos, el 13% ya se había gastado la totalidad de los fondos retirados, el 15% lo había ahorrado todo activamente, mientras el 9% lo invirtió todo. Virtualmente ninguno pasó la totalidad de su ahorro a una aseguradora. Un 50% de las personas que hicieron un retiro total o parcial de los fondos había dado varios usos a los fondos retirados, por ejemplo, ahorró una parte y gastó otra.⁷⁹

Al momento de la encuesta, más del 50% de los afiliados que retiraron sus fondos estaba consumiendo sus fondos a un ritmo mayor al que le habría permitido una renta vitalicia. La

⁷⁹ En la encuesta, se contemplaron 4 categorías de usos de los fondos: ahorro, gasto, inversión y traslado a una aseguradora. El grupo encuestador fue instruido con el fin de asistir al encuestado en la clasificación de los usos que reportaba en una de estas 4 categorías.

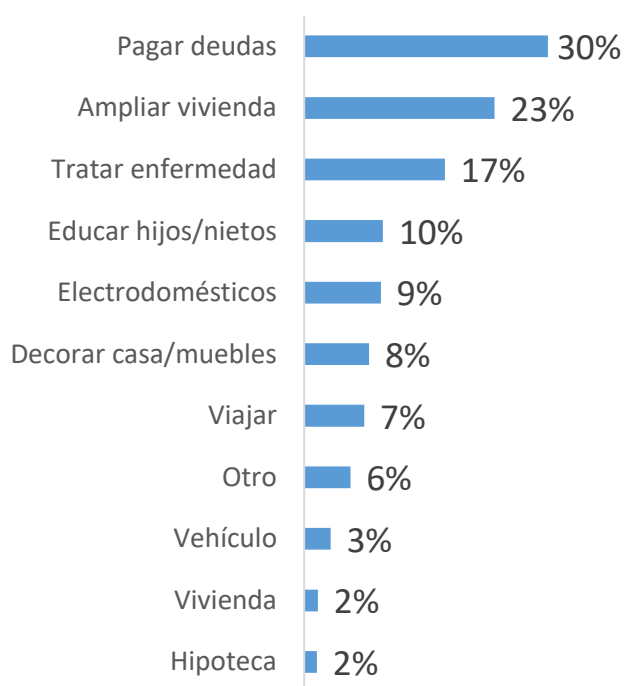
tendencia de un uso acelerado de los fondos está particularmente marcada entre las personas con saldos bajos o medios en sus cuentas. Específicamente, mientras los afiliados con saldos altos están gastando los fondos retirados a un ritmo aproximadamente a la par con lo que hubieran recibido por una renta vitalicia del mercado⁸⁰ (16% del valor de su saldo en la cuenta al momento de retirar los fondos desde la recepción de los fondos hasta el momento de la encuesta), los afiliados con saldos bajos habían gastado el 34% del valor de su fondo frente a un 17% que hubieran recibido a través de una renta vitalicia. Por otro lado, 8% de las personas con saldos altos y el 16% de las personas con saldos bajos ya se habían gastado la totalidad de su fondo al momento de aplicar la encuesta.

El pago de deudas, la vivienda y la inversión en negocios propios se encuentran entre los principales destinos de uso de los fondos. La encuesta permitía reportar todos los tipos de gasto o inversión que hizo el afiliado con sus fondos retirados. Respecto a destinos de gasto, el 30% reportó haber usado al menos una parte de sus fondos en el pago de deudas, mientras el 23% lo usó para ampliar la vivienda y el 17% lo utilizó para tratar una enfermedad (Gráfico 21A). Por su parte, ampliar una vivienda (26%), invertir en un negocio propio nuevo o ya existente (26%) o efectuar inversiones varias (15%) son las principales categorías de inversión de los fondos (Gráfico 21B).

Aproximadamente uno de cada cuatro (28%) había ahorrado una parte o la totalidad de los fondos retirados. Sin embargo, de quienes habían ahorrado, el 46% lo había hecho de una manera pasiva, es decir, había dejado los fondos en la cuenta en la que los había recibido de la AFP. En cambio, sólo el 54% había depositado los fondos retirados en una cuenta en una institución financiera formal (principalmente un banco) o estaban ahorrando en casa.

⁸⁰ Para cada persona se realizó el cálculo de la renta vitalicia que hubiera recibido dado su género, el valor del fondo al momento de hacer el retiro, y su edad, con base en los factores actuariales calculados por Bertolotto (2015). Luego, se tomó el valor total de los ingresos que hubiera recibido de esa renta vitalicia, desde el momento que retiró el fondo hasta el levantamiento de la encuesta, y ese ingreso total se dividió sobre el valor total del fondo. Este porcentaje se compara con el porcentaje del fondo que reportan haber gastado hasta el momento. En el cálculo de la renta vitalicia se tuvo en cuenta la garantía de pensión mínima para quienes hayan aportado más de 19 años y contarán con un capital insuficiente.

Gráfico No. 21A. Principales Rubros de Gasto para Afiliados que Retiraron Fondos (respuesta múltiple)



Fuente: Elaboración propia

Gráfico No. 21B. Principales Rubros de Inversión para Afiliados que Retiraron Fondos (respuesta múltiple)



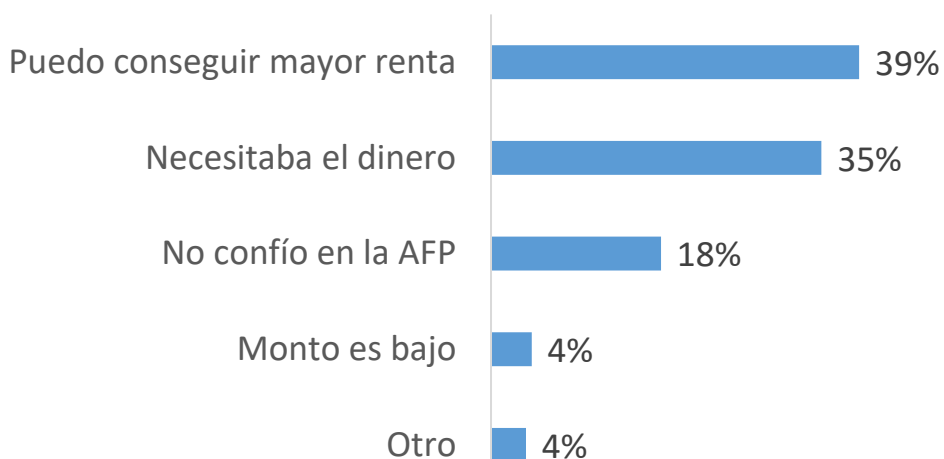
Fuente: Elaboración propia⁸¹

En más de la mitad de los casos las personas retiraron sus fondos debido a desconfianza en las AFPs, ya sea generalizada o en su capacidad de otorgarle buenos rendimientos (gráfico 22). Segundo, está la necesidad económica o el considerar que la oferta de la renta vitalicia es muy baja, y solo en muy pocos casos se dan otras razones para retirar los fondos. En particular, 39% manifestaban creer que ellos podían conseguir una mayor renta con los montos, mientras que 35% dicen que los retiraron debido a que necesitaban el dinero (35%). Sin embargo, se debe considerar que creer que se puede lograr una mayor renta puede deberse a que (i) efectivamente las personas logran conseguir mayores rendimientos al invertir, (ii) los rendimientos dados por las AFP son bajos y fácilmente superados en el mercado, o (iii) las personas tienen una confianza excesiva en su capacidad de generar rendimientos.

Los resultados de la encuesta ponen en duda la capacidad de los afiliados de generar rendimientos mayores a los recibidos por un producto previsional. De los 450 afiliados que habían ahorrado activamente, dos de cada tres o desconoce el interés percibido (30%) o no recibe ningún interés por su ahorro (38%). Por otro lado, de los 265 que habían realizado alguna inversión, tres de cada cuatro personas o no han evaluado el retorno (41%), o no saben que retorno reciben (25%), o no están recibiendo ningún retorno (14%).

⁸¹ Algunas categorías fueron consideradas tanto para gastos como para inversiones, notablemente las ampliaciones a la vivienda. Se le instruyó al encuestado a diferenciar entre gastos e inversiones, dependiendo de si esperaban un retorno sobre el dinero usado. Por ejemplo, usar fondos para mejorar la vivienda sin esperar retorno alguno (que le permitiera generar un flujo de ingresos posterior) se sugería como un gasto, mientras que ampliaciones de una vivienda con el fin de arrendarla o venderla se sugería como una inversión. Es cierto, que estas categorías no representan realmente el uso que posteriormente se da a esos gastos (alguien consideró un el uso de fondos como gasto, puede que consiga generar un flujo adicional a través de arrendamiento o venta), pero sí que capturan la motivación del afiliado en el momento de utilizar los fondos.

Gráfico No. 22. Razones para retirar el 95.5% de su fondo



Fuente: Elaboración propia

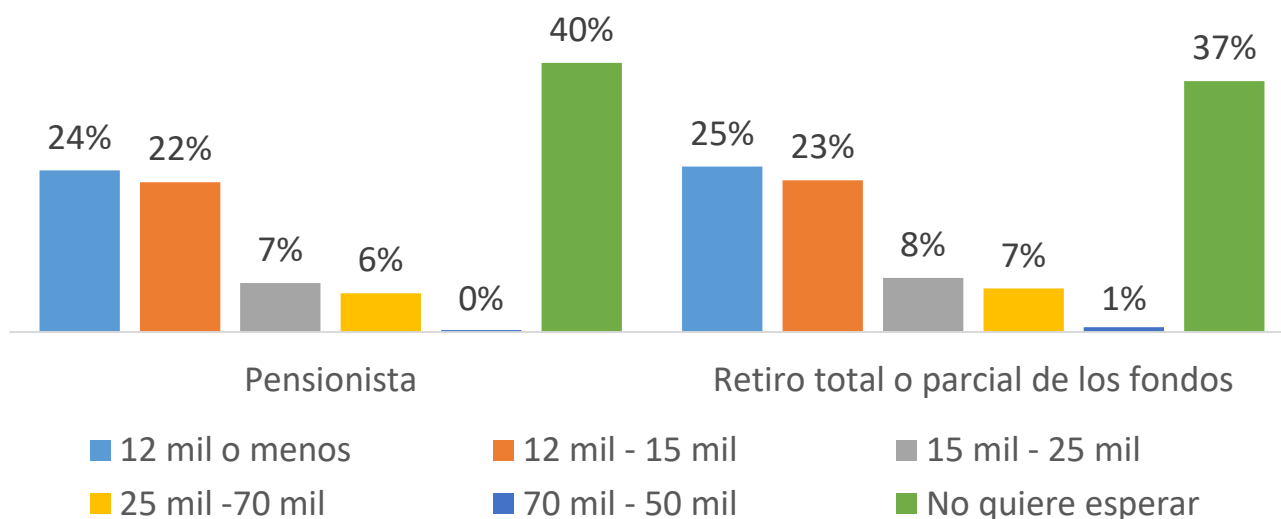
El alto porcentaje de afiliados que optó por un retiro total de los fondos refleja una elevada impaciencia o preferencia por liquidez de los peruanos en edad de retiro. Al preguntarles cuál sería una cantidad de dinero por la que estarían dispuestos a retrasar un año un ingreso de 10 mil soles hoy (poco más de 3 mil dólares), un 40% indica que no hay ningún monto por el que estarían dispuestos a esperar (ver gráfico 23). Esto evidencia un nivel muy alto de impaciencia entre los encuestados, y muy probablemente entre los adultos mayores del país. Es más, la población peruana en general es relativamente impaciente, como se evidencia en el estudio de Falk et al (2018) donde, esta vez en un ejercicio incentivado, la muestra de Perú se encuentra clasificada como impaciente estando sobre la mediana de una muestra de más de 76 países. Los altos niveles de impaciencia evidenciados por la encuesta ciertamente ponen en entredicho la efectividad de subsidios financieros como herramienta de política para convencer a los peruanos de no retirar su fondo o revertir la decisión de hacerlo, ya que estos subsidios parecen tener que demasado altos para ser de interés para la población en cuestión.

Al permitir que los afiliados peruanos puedan retirar la totalidad de sus fondos de pensiones, se ha trasladado una decisión muy compleja a la ciudadanía. Es posible que algunas personas vayan a lograr mejores resultados manejando sus fondos por su propia cuenta. Sin embargo, bajos niveles de educación financiera⁸², además de sesgos conductuales como la miopía intertemporal y el sobreoptimismo, pueden resultar en un uso de los fondos que perjudica el bienestar de largo plazo de muchas personas. Algunos resultados de la encuesta acerca del uso de los fondos retirados –por ejemplo, de la velocidad del gasto del fondo y la inversión de los fondos en vehículos con retornos menores a la inflación– indican que estas preocupaciones tienen una alta validez.

Finalmente, también cabe resaltar que, a pesar de estas complejidades y las contradicciones entre los motivos para el retiro y el uso final de los fondos retirados, en el momento de la aplicación de la entrevista (2 años desde de la introducción de la ley), el 94% de las personas que hicieron un retiro parcial o total de los fondos no se arrepiente de su decisión.

⁸² De acuerdo con información de la encuesta global sobre conocimiento financiero de Standard & Poor's, solamente el 28% de la población peruana adulta puede ser considerada poseer conocimientos financieros básicos, en el sentido de que puedan contestar correctamente tres preguntas sobre conceptos financieros básicos (interés compuesto, inflación, y diversificación de riesgos).

Gráfico No. 23. Indicadores de Paciencia
Mínima cantidad de soles que requiere para esperar un año sobre 10 mil soles hoy



Fuente: Elaboración propia.

II.G.2 Simulando los efectos en las tasas de reemplazo de retirar el 25%

Con base en Altamirano, Berstein, Bosch, García-Huitrón y Oliveri (2018), simulamos los cambios esperados en las tasas de reemplazo derivados de permitir que los afiliados al SPP retiren hasta 25% del capital ahorrado en las cuentas individuales. Inicialmente, asumimos dos escenarios, en el primero el trabajador retira los 25% al cumplir 40 años (20 años de ahorro efectivo), y en el segundo lo hace a los 55 años (35 años de ahorro efectivo).⁸³ Estos trabajadores estilizados se jubilan a los 65 años con dos niveles de densidad de cotización posibles: 50% y 100%.

El retiro anticipado reduce significativamente las tasas de reemplazo procedentes de las rentas vitalicias. Con un supuesto de rentabilidad del 3,5% (Gráfico 24A), retiros del 25% a los 40 años pesan menos que aquellos realizados a los 55 años luego de haber realizado 35 años de contribuciones en las cuentas individuales. Esto se explica porque la base sobre la cual se realizan los retiros crece con la edad, y en esa misma medida se reduce el número de años de ahorro futuro previos a la edad de retiro. Por lo tanto, la edad en la que se ejecuta el derecho al retiro del 25% juega un papel más importante que el interés compuesto, esto es, en escenarios moderados de rentabilidad.

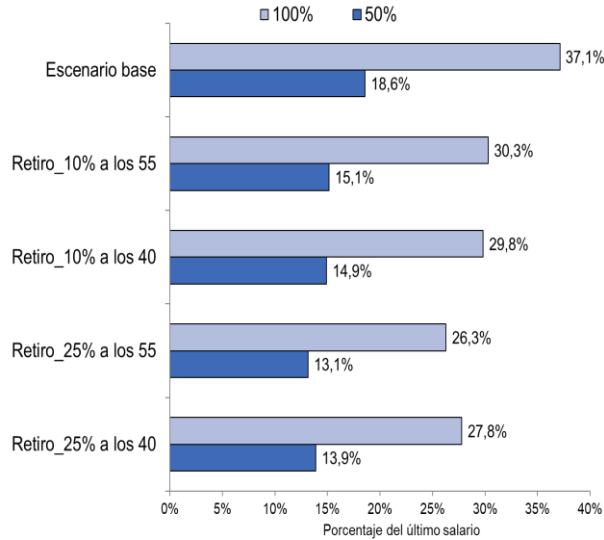
Para escenarios de mayor rentabilidad, por ejemplo, del 8% real (Gráfico 24B), el interés compuesto juega un rol protagónico en el largo plazo, penalizando más a trabajadores que realicen retiros en edades tempranas. Por otro lado, el interés compuesto en escenarios de alta rentabilidad compensaría pérdidas de capital de las cuentas individuales en un plazo menor, impidiendo que la pérdida de ahorro resulte en tasas de reemplazo muy bajas. Sin embargo, es poco plausible que los rendimientos históricos del SPP se mantengan en las próximas décadas, con lo cual el escenario más probable es el descrito en el párrafo anterior.

⁸³ El ejercicio asume que el único producto de retiro es una renta vitalicia. El escenario base utiliza una tasa de rentabilidad real de 3,5% anual, interés de rentas vitalicias del 2%, crecimiento salarial anual de 2%. Con expectativas de vida diferenciadas por género, para individuos casados (incorporando reversión al cónyuge).

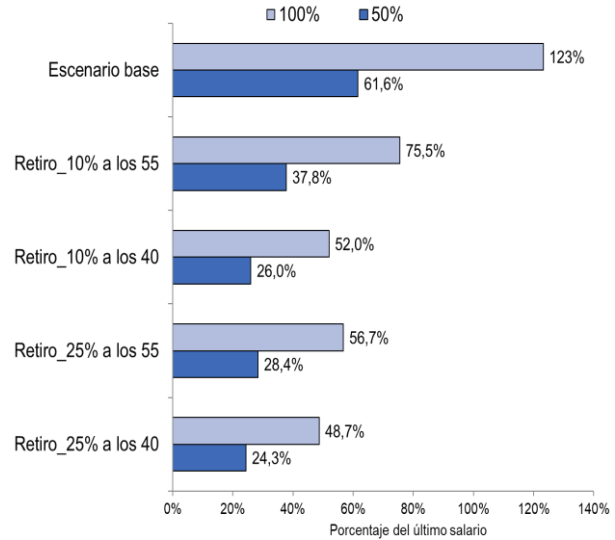
Gráfico No. 24. Tasas de reemplazo en escenarios de retiro de ahorros prejubilación

Hombres y mujeres de 1 salario formal medio

A. Tasa de interés real de 3,5%



B. Tasa de interés real de 8%



Fuente: Cálculos propios con base en Altamirano, Berstein, Bosch, García-Huitrón y Oliveri (2018).

Un escenario adicional resulta de reducir el nivel de esta opción de liquidez de 25% a 10%. Esto se traduce una reducción menor de tasas de reemplazo, aunque siempre significativa si tomamos en cuenta que se tratan de rentas vitalicias. En escenarios de mayor rentabilidad, estas pérdidas no resultan en tasas de reemplazo excesivamente bajas debido principalmente al poder del interés compuesto. Finalmente, las diferencias por género -no detalladas en los gráficos- son bajas, y se explican por diferencias en la expectativa de vida, una vez que la edad de retiro está fija en 65 años para ambos géneros.

III. Avenidas de reforma

Las secciones anteriores expusieron los retos que, en materia de coherencia en el diseño, cobertura, inequidad, sostenibilidad, así como en cuanto a la articulación del entramado institucional relacionadas con el sistema pensional enfrenta el Perú. Para abordar estos retos es imprescindible que el país establezca una visión integral de largo plazo sobre qué es lo que se requiere del sistema pensional: ¿Cuánto ahorro se necesita?, ¿Qué nivel pensional se desea?, ¿Cuánta solidaridad es deseable?, ¿Cuánto es un aceptable costo fiscal? Esa visión ahora mismo no existe en Perú y debería ser construida. Las medidas que se tomen en Perú para construir esta visión a largo plazo deberían tener consenso dentro de la sociedad peruana dado que va a requerir, **no una única reforma sino un proceso de medidas a lo largo de los años y probablemente décadas siguientes**. Por ello también es importante, no solamente discutir la visión, sino el sendero de reformas y detalles de las transiciones requeridas. Esta nota sugiere los siguientes cuatro ejes transversales para mejorar los resultados del sistema pensional peruano.

1. **El primer eje corresponde a reformas que mejoren el diseño de los beneficios y de gobernanza del sistema**, tales como la creación de un esquema multi-pilar, así como de la institucionalidad que debería acompañar este cambio de cara a un futuro marcado por el acelerado envejecimiento poblacional y el cambio tecnológico.
2. **El segundo eje corresponde a medidas para mejorar la cobertura presente y futura**, incluyendo ampliar la cobertura de las pensiones solidarias y políticas para incorporar a colectivos no cubiertos.
3. **El tercer eje contiene medidas para mejorar la sostenibilidad a corto y mediano plazo de los sistemas de beneficio definido existentes**.
4. **El cuarto eje afronta la capacidad del SPP para brindar mejores pensiones**, entre las cuales destacan medidas para revertir o estrategias para mitigar los efectos de las leyes 30425 y 30478, la optimización de la organización industrial y la regulación, la alineación de los intereses de los afiliados con las estrategias de inversión, y el fortalecimiento del pilar de ahorro voluntario.

Es importante entender que la creación de un sistema multi-pilar (eje 1) es un objetivo deseable para la generación de un sistema pensional integral, pero que las recomendaciones en los otros ejes son también aplicables en un escenario donde no se transita a un eje multi-pilar y se continua en una institucionalidad segmentada entre la SNP y el SPP y el pilar no contributivo (Pensión 65).

III.A Eje 1: Reformas para mejorar el diseño de los beneficios y la gobernanza del sistema

III.A.1 Crear un esquema multi-pilar integrado

El objetivo de transitar hacia un esquema multipilar integrado tiene beneficios en cuatro áreas:

- **Equidad y transparencia:** Todos los peruanos compartirían un sistema de pensiones integrado con la misma cobertura de riesgos y el mismo esquema complementario de beneficios e incentivos. En este sentido los subsidios que el sistema de pensiones otorgue, ya sea a través de una pensión no contributiva, una pensión mínima u otro mecanismo serían más transparentes y disponibles (bajo unos criterios de elegibilidad) a todos los afiliados.
- **Eficiencia.** Algunos procesos se beneficiarían de la escala que da un único sistema, por ejemplo, el recaudo único, administración única (pública o privada), y el afrontar los riesgos del sistema como el de invalidez y vida o longevidad con una escala mayor. La escala facilitará también la disminución de comisiones en el componente de capitalización individual.

- **Provisión de riesgo de longevidad:** En el contexto de la ley un sistema multipilar podría ofrecer un seguro de longevidad mínimo (a través de la pensión no contributiva o del pilar de beneficio definido) sin necesariamente eliminar el derecho a la retirada de fondos que hoy en día otorga el SPP.
- **Implantación de una política de pensiones integral:** La integración de pilares obliga a la creación de instituciones que los articulen y por lo tanto facilita la implementación de una política pensional integral que tenga en cuenta la interacción entre todos los pilares. Para crear un esquema multi-pilar es necesario poner en marcha lo siguiente: (i) establecer un pilar solidario plenamente integrado en el nuevo esquema multi-pilar;⁸⁴ (ii) eliminar la competencia entre el SPP y el SNP.

Un esquema multipilar integrado ofrecería a los peruanos un único sistema pensional con la misma estructura de beneficios, subsidios y fuentes de financiamiento. Esto implica, por una parte, afrontar el rediseño del sistema contributivo, eliminando, en la medida de lo posible, la naturaleza competitiva entre el SNP y el SPP, y, por otra parte, integrar el sistema contributivo resultante con el pilar no contributivo.

A. Crear un pilar no contributivo integrado al pilar de ahorro obligatorio

Un elemento esencial en el diseño pensional para eliminar la pobreza en la vejez es considerar un pilar no contributivo (también llamados “pilar solidario” o “pilar cero”), especialmente en el contexto de países con mercados laborales altamente informales como el peruano. Uno de los objetivos principales del componente no contributivo es la prevención de la pobreza en la vejez, respetando los incentivos al ahorro en el segundo pilar⁸⁵, motivando a la población a mantenerse en el sector formal de la economía⁸⁶ y asegurando su sostenibilidad fiscal⁸⁷. Como tal, el diseño debe reemplazar al programa Pensión 65 e integrarse con un nuevo diseño de pensión mínima.

Existen dos dimensiones que deben considerarse en el diseño de un Pilar Cero o Pilar Solidario. La primera es si el beneficio es universal o focalizado para algunos beneficiados considerando criterios como ingreso y/o si habita en zonas rurales o urbanas. La segunda es si el nivel de beneficio otorgado debe variar conforme a la capacidad de generar ahorro o ingresos de la persona. La interacción de esas dos dimensiones con la demografía son las fuerzas principales que determinan el costo del programa y su evolución.

Las simulaciones de costos muestran que, si se decide universalizar el beneficio actual de Pensión 65, ante un creciente envejecimiento de la población, los costos alcanzarían 0,58% del PIB en 2050 (Gráfico 25). Esta decisión tendría la ventaja de universalizar la cobertura pasiva del sistema. Sin embargo, no alcanzaría el objetivo de prevenir la pobreza en la vejez, ya que el monto actual del beneficio se encuentra por debajo de la línea de pobreza.

⁸⁴ Este elemento también es parte de los objetivos del Eje 3: Optimizar la capacidad del SPP para producir mejores pensiones, porque incluye el fortalecimiento del pilar de ahorro voluntario. Este último tema se atiende en este apartado para concentrar este en el pilar no contributivo.

⁸⁵ Habría que distinguir dos efectos relacionados. En primer lugar, en la medida en que las pensiones no contributivas reducen la participación laboral, también pueden disminuir las cotizaciones previsionales de los trabajadores. Esto ocurre si los trabajadores que deciden reducir su participación laboral estaban cotizando al sistema de pensiones. En segundo lugar, en los países de la región la división entre trabajo formal e informal obliga a la pregunta sobre si las pensiones no contributivas tienen el potencial de disminuir el incentivo de contribuir (de ser formal) durante la vida laboral de las personas. En este punto el diseño de la pensión no contributiva juega un papel crucial. Desde el punto de vista teórico, uno de los parámetros fundamentales es cómo cambia el subsidio que brinda el Estado (en forma de pensión no contributiva) cuando se aporta al sistema contributivo. Si al aportar al sistema contributivo se reduce el monto del subsidio esto otorga un beneficio por que el ahorro aumenta, pero también impone una especie de impuesto a la contribución. Para más detalles ver Bosch, Melguizo y Pagés (2013), Poblete (2005) y Valdés (2002).

⁸⁶ Al disponer de un ingreso adicional, el beneficiario de una pensión no contributiva considera menos atractiva la opción de participar en el mercado laboral. Esto es lo que normalmente se denomina un *efecto ingreso*. Todas las pensiones no contributivas, al margen de su diseño, generan algún tipo de efecto ingreso, que va a derivar en una reducción de la oferta laboral del beneficiario. Hay evidencia, documentada de manera bastante amplia, de que los beneficiarios de las pensiones no contributivas dejan de trabajar en mayor o menor medida al ser elegibles este tipo de subsidios. Para más detalles ver Bosch, Melguizo y Pagés (2013) y Valdés (2002).

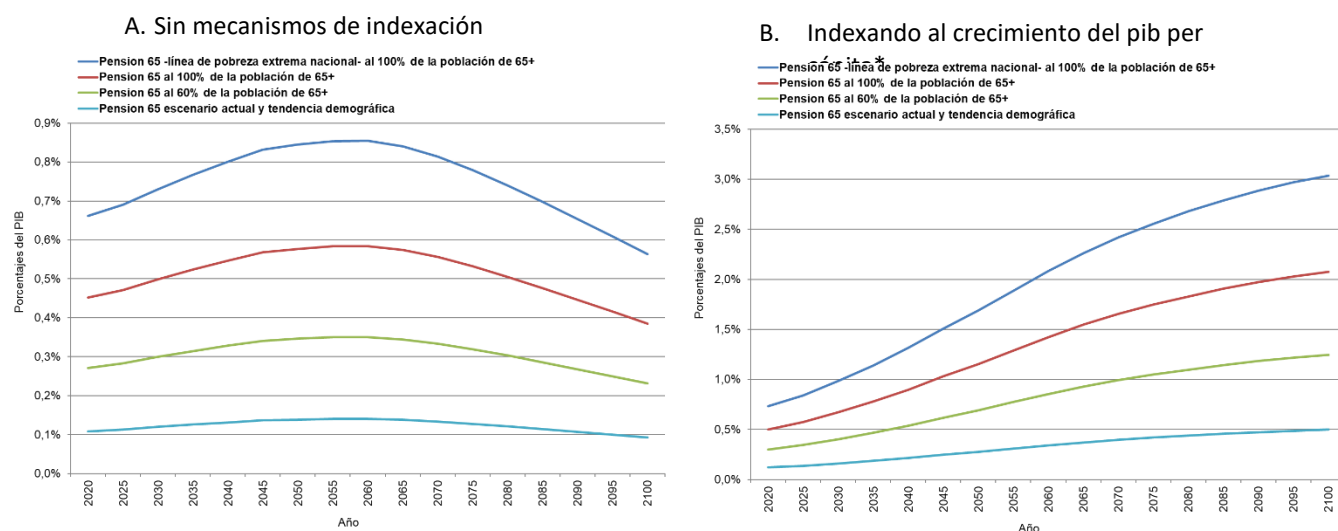
⁸⁷ Las tres fuerzas principales que van a determinar la evolución del costo de las pensiones no contributivas con respecto al PIB: (i) el factor demográfico, (ii) la focalización de la pensión y (iii) la generosidad de la pensión con respecto al PIB per cápita. Para más detalles ver Bosch, Melguizo y Pagés (2013).

Universalizar la pensión no contributiva al nivel de la línea de pobreza⁸⁸ implicaría un esfuerzo fiscal considerable, especialmente si su nivel se indexa al crecimiento per cápita del país. Una pensión no contributiva universal que cubra la línea de pobreza extrema costaría 0,65% del PIB hoy y 0,85% en el 2050. Por otro lado, si la Pensión 65 se indexa al crecimiento del PIB per cápita, el proceso de envejecimiento demográfico elevaría substancialmente el costo de este programa no contributivo (Figura 24B) llegando a entre 1 y 3 puntos del PIB dependiendo de su diseño.

En ausencia de espacio fiscal para nivelar este beneficio, la alternativa es focalizar el beneficio en un porcentaje mayoritario de la población más pobre —por ejemplo, el 60%— asegurando recursos con ello para la nivelación del beneficio a la línea de pobreza. El resto de la población podría acceder a las nuevas garantías mínimas incorporadas en el segundo pilar descritas en las siguientes secciones.

Sería importante considerar una disminución del beneficio conforme se acumule ahorro (o cotizaciones) en el pilar contributivo para asegurar el objetivo de respetar los incentivos al ahorro en el segundo pilar. Basado en las simulaciones de Poblete (2005) y en la experiencia chilena, la tasa de reducción del subsidio debería establecerse en un rango de entre 25% y 35%, aunque este es un tema técnico que puede modelarse específicamente para el caso peruano.

Gráfico No. 25. Costo de la pensión no contributiva, escenarios para Perú



Fuente: cálculos propios. * Asumimos un crecimiento del PBI per cápita anual de 2%.

Otra decisión importante es si el esquema va a ser financiado como una promesa al final de la vida laboral o va a ser pre-financiado durante la vida laboral. En caso de ser post-financiado, la promesa tiene las características de un beneficio definido cuyo financiamiento típicamente proviene de los impuestos generales. Para ello es necesario generar las proyecciones de gasto de pensión esperados para las diferentes generaciones y establecer las partidas presupuestales correspondientes. Chile es un ejemplo del caso post-financiado⁸⁹. El pre-financiamiento puede realizarse de varias maneras. Una es mediante el establecimiento de un fondo soberano creado para financiar total o parcialmente el pago de los beneficios esperados por el pilar solidario y la garantía de pensión mínima. Si el pre-financiamiento es parcial, los impuestos generales típicamente cubren la diferencia. La otra posibilidad es la utilización de la infraestructura de las cuentas individuales para abonar una aportación

⁸⁸ El INEI estima la línea de pobreza extrema de 2018 en 183 soles por persona por mes a nivel nacional.

⁸⁹ Chile cuenta con un fondo soberano, por lo que el esquema también se encuentra parcialmente pre-financiado.

durante la vida laboral que participará de los intereses financieros generados por la gestión financiera⁹⁰. Existen múltiples ejemplos de fondos soberanos en el mundo, entre ellos Chile y Noruega. En cambio, no existe aún ningún país que haya adoptado un diseño completamente pre-financiado a través de las cuentas individuales. La propuesta más avanzada en esta materia en la región es la de Antón, Hernández y Levy (2011) para el caso de México.

Las alternativas expuestas requieren una revisión de la institucionalidad asociada a la administración del pilar solidario relativo a la actual administración de Pensión 65. Mantener una visión integral del sistema debería ser un objetivo primordial en el establecimiento de dicha institucionalidad, además de eficacia y eficiencia en la operación. Por otro lado, las alternativas que a continuación se enlistan para eliminar la competencia entre el SNP y el SPP abren espacios para que la ONP se convierta en la entidad que administra el pilar solidario del nuevo esquema multi-pilar, aprovechando su infraestructura y experiencia en el ramo.

Adicionalmente, sería importante emular la experiencia internacional en cuanto al establecimiento de un comité consultivo. El rol de este comité es el de asesorar a las autoridades con respecto a la sustentabilidad del pilar solidario, por ejemplo, en cuanto a modificaciones legales de los parámetros, modificaciones a los reglamentos, incluyendo los métodos, criterios y parámetros generales que incidan en el otorgamiento, revisión, suspensión y extinción de los beneficios, establecimiento y seguimiento de modelos actuariales, entre otras importantes funciones.

E. Eliminar la competencia entre el SPP y el SNP

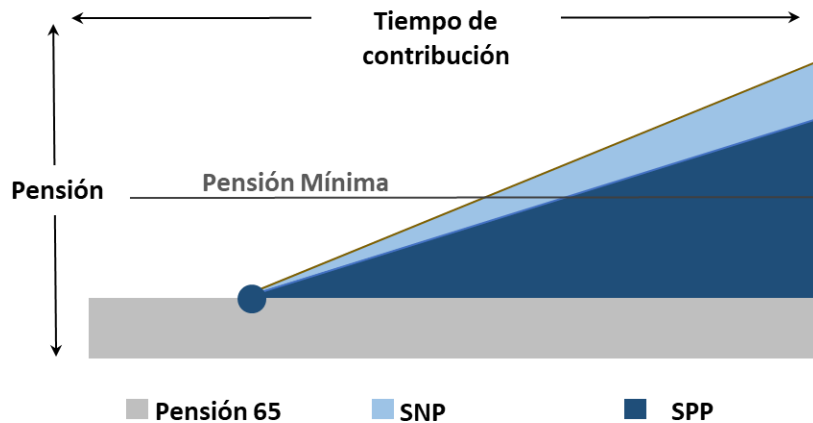
La eliminación de la competencia entre el SNP y el SPP puede realizarse de varias maneras. Aquí se seleccionan dos escenarios de un número amplio de posibilidades que podrían estudiarse, por poseer características atractivas, como la de evitar los llamados “costos de transición” que otro tipo de reformas implicarían para el Estado en el corto, mediano y largo plazos.

Escenario 1. Transitar hacia un sistema mixto: todos los afiliados contribuyen a ambos sistemas y parte de las cotizaciones actuales se dirigen al SNP y otra parte al SPP (Figura 5).⁹¹ En este esquema, la ONP sería encargada de administrar un esquema que en principio puede obedecer al diseño actual de beneficios definidos con los ajustes en beneficios pertinentes o transitar hacia un sistema de cuentas nocionales donde al afiliado se le capitalizan los aportes de manera nocional (la figura 5 ilustra el diseño de los beneficios). Dado que el cálculo de beneficios en sistemas de cuentas nocionales es actuarialmente justo, no es necesario predefinir beneficios máximos. En este diseño mixto se podría introducir una pensión mínima, pero tendría que ser considerada en conjunto con el pilar no contributivo y habría que hacer una estimación del costo fiscal.

⁹⁰ Para este efecto el Estado podría negociar la comisión que se cobraría para este segmento de las cotizaciones, lo que presumiblemente resultaría en una comisión muy baja. También sería posible establecer que estas cotizaciones vayan a una sub-cuenta específica en cada cuenta individual y que sigan un régimen de inversión establecido especialmente para tal efecto.

⁹¹ El recuadro 3 muestra otras maneras de organizar las contribuciones en un sistema mixto.

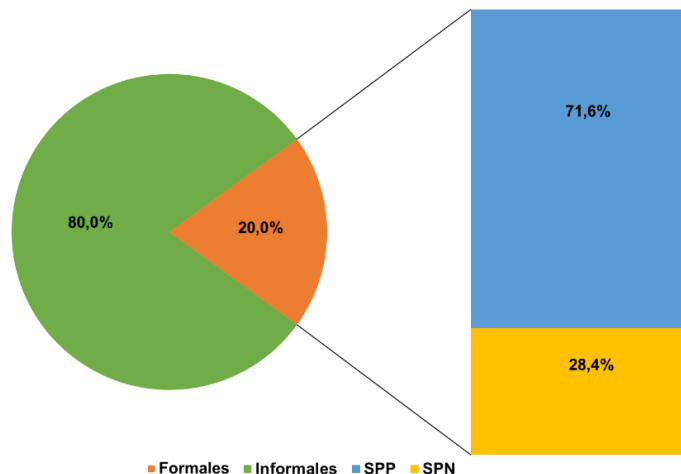
Figura No. 5. Integración de beneficios en un esquema mixto para el Perú



Fuente: Elaboración propia

En este primer escenario podría ser deseable mantener la distribución de los flujos de contribuciones entre ambos sistemas. Es decir, distribuir los aportes de forma en que los subcomponentes del nuevo sistema mixto mantengan una dotación similar de recursos. El punto de partida del ejercicio es estimar la distribución total de aportes. Esta depende en primer lugar de la distribución de la masa salarial formal, y luego de la carga contributiva de cada sistema (10% en el SPP, y 13%⁹² para el SNP). El gráfico 26 muestra que, dentro del universo de trabajadores formales, cerca de $\frac{3}{4}$ partes de la recaudación contributiva total se canaliza al SPP y el resto a los dos subsistemas del SNP (Ley 19990 y Ley 20530). De forma análoga, en un primer escenario los trabajadores podrían contribuir con 72%⁹³ de una tasa de contribución de 10% al SPP y el resto al SNP. Esto resulta en aproximadamente 3% del salario mensual destinado al componente de beneficio definido por cuentas nacionales, y 7% al componente de contribución definida.

Gráfico No. 26. Distribución del trabajo formal e informal y aportes a la seguridad social entre trabajadores ocupados



Fuente: con base en la ENAHO 2018.

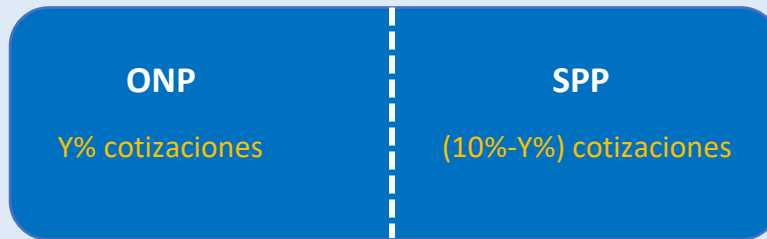
⁹² De los cuales aproximadamente 10 puntos se destinan exclusivamente al pago de pensiones.

⁹³ Este dato hace referencia a la masa salarial, y no a la distribución del empleo formal. Es decir, resulta de dividir el total de contribuciones provenientes de la masa salarial formal entre contribuciones hechas al SNP y al SPP.

Recuadro No. 3. Diseño conceptual de sistemas mixtos

Las figuras 6A y 6B muestran dos posibles diseños conceptuales del escenario 1. La figura 6A toma como referencia la tasa de contribución actual del SPP de 10%, distribuyéndola entre ambos subsistemas. Este tipo de diseño es común en países europeos como Suecia, y en la región se introdujo en Costa Rica en 1995.

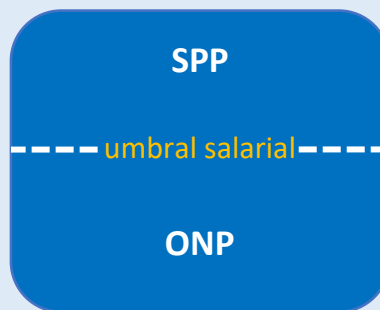
Figura No. 6A. Eliminación de la competencia entre la SNP y el SPP a través de un esquema mixto de parcela de tasas de contribución



Fuente: Elaboración propia

Un diseño alternativo puede establecer un umbral salarial a partir del cual los trabajadores contribuyen el excedente al SPP (Figura 6B). En América Latina este diseño mixto hace parte del sistema de seguridad social de Panamá y Uruguay, con umbrales definidos en aproximadamente US\$ 500 y US\$ 1.500, respectivamente.

Figura No. 6B. Eliminación de la competencia entre la SNP y el SPP a través de un esquema mixto con umbral salarial



Fuente: Elaboración propia

Manteniendo constantes los parámetros y criterios pensionales vigentes del SNP y del SPP, simulamos tasas de reemplazo para el esquema actual, y en paralelo simulamos tasas de reemplazo para el régimen mixto de la Figura 5⁹⁴. Así, el cuadro 5 ilustra las tasas de reemplazo simuladas del sistema actual para distintos tipos de trabajadores y bajo distintas tasas de rentabilidad frente a las tasas de reemplazo en un sistema multipilar integrado con beneficio no contributivo universal (la actual pensión 65), y donde una tercera parte (3 puntos porcentuales) de la cotización va a un sistema de cuentas nocionales administrado por la ONP (con un rendimiento nocional del 3.5%) y el resto (7 puntos porcentuales) al SPP en su configuración actual.

⁹⁴ Específicamente, simulamos rentas vitalicias para trabajadores hipotéticos que comienzan a trabajar formalmente a los 20 años y contribuyen a la seguridad social hasta los 65 años (con 3 niveles de densidad de aportes y 3 niveles salariales).

Cuadro No. 5. Simulación de tasas de reemplazo del esquema actual y de un escenario de esquema mixto para el Perú
% del último salario

Nivel salarial	Densidad de aportes	Esquema actual					Esquema mixto					Total (SNP+SPP+P65)		
		SNP (13%)*	SPP (10%)			Pension 65	SNP (3%)*	SPP (7%)			Pension 65	t.i. = 3,5%	t.i. = 5,5%	t.i. = 8%
			t.i. = 3,5%	t.i. = 5,5%	t.i. = 8%			t.i. = 3,5%	t.i. = 5,5%	t.i. = 8%				
1 salario mínimo	30%	0,0%	11,4%	18,8%	37,7%	16,7%	3,4%	7,9%	13,2%	26,4%	16,7%	28,0%	33,3%	46,5%
	50%	55,8%	18,9%	31,4%	62,8%	16,7%	5,6%	13,3%	22,0%	44,0%	16,7%	35,6%	44,2%	66,2%
	80%	97,1%	30,3%	50,2%	100,5%	16,7%	8,9%	21,4%	35,2%	70,4%	16,7%	47,0%	60,8%	96,0%
1 salario formal medio	30%	0,0%	11,4%	18,8%	37,7%	6,9%	3,4%	7,9%	13,2%	26,4%	6,9%	18,3%	23,5%	36,7%
	50%	47,4%	18,9%	31,4%	62,8%	6,9%	5,6%	13,3%	22,0%	44,0%	6,9%	25,8%	34,5%	56,5%
	80%	47,4%	30,3%	50,2%	100,5%	6,9%	9,0%	21,3%	35,2%	70,4%	6,9%	37,2%	51,0%	86,2%
3 salarios formales medios	30%	0,0%	11,4%	18,8%	37,7%	2,3%	3,4%	7,9%	13,2%	26,4%	2,3%	13,7%	18,9%	32,1%
	50%	15,8%	18,9%	31,4%	62,8%	2,3%	5,6%	13,3%	22,0%	44,0%	2,3%	21,2%	29,9%	51,9%
	80%	15,8%	30,3%	50,2%	100,5%	2,3%	9,0%	21,3%	35,2%	70,4%	2,3%	32,6%	46,4%	81,6%

Fuente: Cálculos propios. Notas: Para todos los escenarios se asume una tasa descuento del 2% para anualidades, crecimiento salarial anual de 1%, para individuos casados (incorporando reversión al cónyuge). Estos trabajadores hipotéticos empiezan a trabajar formalmente a los 20 años y se retiran a la edad mínima de jubilación (65). Se usan tablas de mortalidad diferenciadas por género y los resultados se presentan como promedios entre hombres y mujeres. *Se aplica una tasa nacional de 3,5%.

Entre las potenciales ventajas de este diseño de beneficios se encuentran los siguientes:

- **Una mejor cobertura de riesgo de para los trabajadores de bajos ingresos con bajas densidades de contribución. Al integrar la Pensión 65 con los regímenes contributivos, el esquema mixto reduce (mas no elimina) los riesgos de pobreza en la vejez para la población adulta mayor más vulnerable.** En la actualidad los trabajadores de bajas densidades de cotización (alrededor del 30%) no obtienen ningún beneficio en el SNP y las tasas de reemplazo son bajas en el SPP (entre el 11 y el 38% dependiendo de la tasa de retorno). En un sistema multipilar integrado estas tasas estarían entre 28% y 46%). Estas ganancias vienen, en parte por la eliminación del requerimiento de 20 años de cotización para adquirir un beneficio en el SNP y por complementar la pensión con el pilar no contributivo, que como vimos en la sección anterior, acarrearía costos fiscales importantes.
- **La generación de un seguro de longevidad para todos los trabajadores fundamentado en los pilares no contributivos y de beneficio definido/cuentas nocionales (SNP).** En todos los casos, independientemente de si se deroga o no la ley 30425 todos los peruanos tendrían acceso a un seguro de longevidad que se comprende del pilar no contributivo y de la acumulación en las cuentas nocionales del SNP. Este seguro de longevidad podría generar una tasa de reemplazo de entre 5 y 20 puntos porcentuales dependiendo del ingreso promedio y las densidades de contribución de los trabajadores
- **Una contención de los riesgos fiscales en el largo plazo al otorgar el SNP beneficios actuarialmente justos.** Los costos fiscales del SNP y de la pensión no contributiva pueden compensarse parcialmente con la introducción de cuentas nocionales para el componente de reparto, una vez que este tipo de esquema ajustaría los beneficios tanto por aumentos en la expectativa de vida como por las condiciones de la coyuntura económica.

Entre los potenciales retos que plantea este diseño están los siguientes:

- **El financiamiento del pilar no contributivo.** Una parte crucial de este diseño es la integración de los pilares contributivos y no contributivos, así como su extensión a una parte importante (si no universal) de la población peruana. Como vimos en la sección anterior esto tiene un coste de entre 0,5 y 1 punto del PIB dependiendo de su generosidad, cobertura e indexación.
- **La integración de la actual pensión mínima que otorga el SNP en este diseño.** Un elemento a considerar es como se integra la pensión mínima actual existente en el SNP en este diseño. No

existe ningún problema en introducir un componente adicional de subsidios (a través de una pensión mínima) a este diseño, pero supondría un coste fiscal adicional que habría que cuantificar.

- **Para algunos trabajadores el desvío de fondos de capitalización (SPP) hacia un mecanismo de beneficio definido/cuentas nocionales (SNP) reduciría la pensión a recibir (especialmente en escenarios de alta rentabilidad del SPP).** La distribución de aportes entre el SPP y el nuevo SNP por cuentas nocionales puede penalizar a trabajadores con carreras formales más completas en escenarios de tasas de rentabilidad más elevada, porque este esquema limita las ganancias que obtendrían del régimen de capitalización. Por ejemplo, un trabajador de altos ingresos con una densidad del 80% obtendría en el SPP una tasa de reemplazo cercana al 100% con una rentabilidad del 8%. Sin embargo, en un sistema multipilar la tasa de reemplazo bajaría hasta el 80%.

Recuadro No. 4. Las cuentas nocionales como avenida de reforma

Los gobiernos tradicionalmente abordan los problemas de sostenibilidad financiera de los sistemas públicos de pensiones a través de reformas paramétricas (edad, beneficios). Estas reformas a menudo no logran los ahorros necesarios a largo plazo, o en otros casos son derogadas por administraciones futuras. Una segunda estrategia ha sido transferir parte de las contribuciones a cuentas individuales obligatorias (sistemas de contribución definida) mediante la introducción de sistemas multipilar. Esta segunda opción conlleva costos de transición significativos, ya que una generación tendrá que pagar tanto las pensiones de sus padres como las propias bajo el nuevo sistema de cuentas individuales (WB, 2005).

Los sistemas de cuentas nocionales han sido una alternativa sobresaliente de reforma por dos razones principales: (i) al mantener el financiamiento de reparto, reducen parte de los costos de transición del nuevo sistema, y (ii) al calcular los beneficios considerando la expectativa de vida evitan los problemas particularmente nocivos del envejecimiento poblacional.

Los defensores de tal sistema a menudo dicen que las cuentas nocionales mejoran aún más la sostenibilidad financiera al: i) usar el salario promedio de toda la vida en lugar de los últimos años trabajados, ii) definir explícitamente el rendimiento a las contribuciones, e iii) implementar mecanismos automáticos de ajuste de beneficios. Sin embargo, se puede argumentar que estas características podrían establecerse dentro de los sistemas tradicionales de beneficio definido⁹⁵. Ver, por ejemplo, el eje 3, donde para el SNP simulamos escenarios de indexación de la edad de retiro a los aumentos esperados en la expectativa de vida. Además, Valdés Prieto (2000) muestra que incluso en el mejor diseño de cuentas nocionales, el equilibrio financiero no es automático, ya que depende de condiciones adicionales del mercado laboral y de la demografía⁹⁶.

A pesar de esa observación, vale la pena explorar con un poco de detalle algunos de los resultados esperados de la introducción de un sistema de cuentas nocionales. En primer lugar, el uso del salario promedio de toda la vida para el cálculo de la pensión reduce una de las características más regresivas observadas en los sistemas tradicionales de beneficio definido, ya que son los trabajadores de mayores ingresos quienes generalmente tienen una curva salarial más oblicua. Esto también evita que los trabajadores sub-reporten sus ingresos al inicio de carrera, o que se retiren una vez alcancen su pico salarial (Whitehouse, 2010).

En los sistemas de cuentas nocionales el valor de las pensiones dependerá de: i) las contribuciones individuales, ii) la tasa de interés nocional asociada en última instancia al crecimiento económico, y iii) la esperanza de vida del grupo de edad particular. El primer punto fomenta el ahorro individual porque los trabajadores con mayor capital al final de la vida obtendrán pensiones más altas. En los cuatro países revisados por Holzmann et al (2012), la introducción de sistemas de cuentas nocionales ha resultado en aumentos en las edades efectivas de jubilación. A su vez, el establecimiento de una tasa de interés nocional protege las pensiones contra la caída de las tasas de interés del mercado financiero. Sin embargo, el envejecimiento reduciría las tasas de reemplazo porque el capital acumulado tendría que distribuirse durante un mayor número de años. El último punto promueve la sostenibilidad financiera parcial a largo plazo, porque los beneficios se ajustan dinámicamente con la esperanza de vida, pero implícitamente define la necesidad del establecimiento de pensiones mínimas que protejan a los trabajadores más vulnerables.

⁹⁵ En Brasil, como veremos posteriormente, los esquemas de jubilación por tiempo de contribución y por acumulación de puntos poseen características de ajuste automático similares a las observadas en un sistema de cuentas nocionales.

⁹⁶ Al respecto, Valdés-Prieto (2002) advierte que las condiciones teóricas del equilibrio financiero son tan exigentes que en la práctica ningún sistema puede satisfacerlas.

Escenario 2 Creación de un seguro de longevidad: Una alternativa sería que todos los afiliados utilizaran el SPP en la etapa de acumulación, y que durante esta etapa se la mayor proporción (Y) de las cotizaciones se dirigen al SPP y el resto es administrado por la ONP, para uso exclusivo del financiamiento de una renta vitalicia diferida que inicia pagos a los 80 o 85 años. Determinar el nivel de cotizaciones que se destinan a financiar un seguro de longevidad (Y) depende de una diversidad de factores y para establecer un número sería necesario realizar una simulación que esta fuera del alcance de la nota técnica. Una referencia inicial corresponde a fijarlo de tal forma que se respete el estatus quo de los flujos que recibe la ONP y el SPP. Más adelante se profundiza en la propuesta de la renta vitalicia diferida en la sección de productos de retiro.

Figura No. 7A. Integración de beneficios en un esquema mixto para el Perú

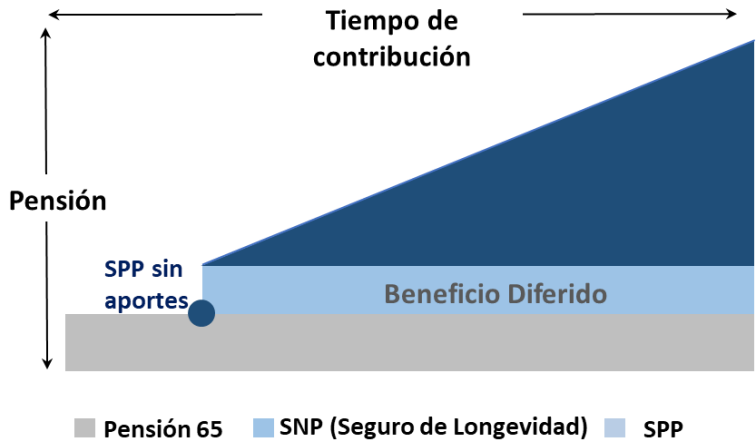


Figura No. 7B. Eliminación de la competencia entre la SNP y el SPP a través de un esquema complementario de seguro de longevidad



Fuente: Elaboración propia

El costo de un seguro de longevidad que se compra a los 65 años varía dependiendo de la edad en que este inicie (80, 85, 90 años), del género, de la existencia o ausencia de beneficiarios. De acuerdo con las estimaciones de Berstein, Morales y Puente (2015), sería razonable recuperar el 10% del saldo al momento del retiro para la compra del seguro de longevidad. De esta forma, la configuración quedaría como sigue: el 85,5% se podría retirar a suma alzada, el 10% se destinaría obligatoriamente a la compra de un seguro de longevidad y el 4,5% a los servicios de salud. En el diseño multi-pilar en el que la ONP se convierte en el administrador de las cotizaciones para el seguro de longevidad, los costos en términos de cotización durante la vida laboral por género, edad de inicio del seguro y tasa de reemplazo cubierta respecto de la pensión iniciales estimadas por Berstein, Morales y Puente (2015) se muestran en el Cuadro 6.

Cuadro No. 6. Costos del seguro de longevidad

Costo del Seguro Caso Hombre de 20 años en 2015 sin beneficiario e Impacto en RV a los 65			
TR Cubierta por el Seguro respecto de Pensión Inicial	Inicio Seguro de Longevidad		
	A los 80	A los 85	A los 90
	Cotización Adicional como porcentaje del salario durante vida activa		
30%	0.91	0.51	0.24
50%	1.52	0.86	0.41
70%	2.13	1.20	0.57
100%	3.05	1.71	0.81

Costo del Seguro Caso Mujer de 20 años en 2015 sin beneficiario e Impacto en RV a los 65			
TR Cubierta por el Seguro respecto de Pensión Inicial	Inicio Seguro de Longevidad		
	A los 80	A los 85	A los 90
	Cotización Adicional como porcentaje del salario durante vida activa		
30%	1.07	0.65	0.34
50%	1.78	1.09	0.57
70%	2.49	1.52	0.80
100%	3.56	2.17	1.14

Costo del Seguro Caso Hombre de 20 años en 2015 con beneficiario e Impacto en RV a los 65			
TR Cubierta por el Seguro respecto de Pensión Inicial	Inicio Seguro de Longevidad		
	A los 80	A los 85	A los 90
	Cotización Adicional como porcentaje del salario durante vida activa		
30%	0.91	0.51	0.24
50%	1.52	0.86	0.41
70%	2.13	1.20	0.57
100%	3.05	1.71	0.81

Costo del Seguro Caso Mujer de 20 años en 2015 con beneficiario e Impacto en RV a los 65			
TR Cubierta por el Seguro respecto de Pensión Inicial	Inicio Seguro de Longevidad		
	A los 80	A los 85	A los 90
	Cotización Adicional como porcentaje del salario durante vida activa		
30%	1.07	0.65	0.34
50%	1.78	1.09	0.57
70%	2.49	1.52	0.80
100%	3.56	2.17	1.14

Fuente: Berstein, Morales y Puente (2015)

C. Reforzar la institucionalidad regulatoria

En un sistema multipilar integrado, la nueva institucionalidad regulatoria deberá tener las herramientas regulatorias y capacidades para regular y supervisar a los tres pilares y a los sistemas. Asimismo, se deberían establecer mecanismos formales de coordinación con todas las entidades relacionadas al sistema de pensiones. Un modelo para este mecanismo son los llamados

Consejos para la Estabilidad Financiera establecidos en diversos países. Estos consejos son instancias en las que instituciones, que son independientes en cuanto a sus decisiones y labor operativa, se reúnen con una periodicidad preestablecida para discutir temas también previamente establecidos de importancia común, en este caso sobre la estabilidad financiera de un país. Normalmente se encuentran en la misma mesa el Banco Central, el Ministerio de Hacienda y otros organismos con diversos grados de autonomía e independencia como las Superintendencias de Seguros, Valores, Fianzas, Pensiones, etc. Una adaptación de este modelo podría funcionar bien para el tema de pensiones.

III.B Eje 2: Reformas para ampliar la cobertura presente y futura

En el corto plazo la única manera de incrementar la cobertura pasiva del sistema es a través de pensiones no contributivas. Como mencionamos arriba, el diseño recomendado es uno integrado entre el régimen contributivo y el nuevo pilar solidario.

El aumento de la cobertura futura requiere de acciones decididas en el mercado de trabajo para incrementar el porcentaje de trabajadores que cotizan a pensiones. No ha sido el objetivo de esta nota entrar a detalle en este tema, otros documentos recogen recomendaciones extensas de cómo afrontar de manera integral el problema de la formalidad en el Perú (CPS, 2016 y MEF, 2019), pero algunas de las medidas específicas a considerar serían (a) cambios en la legislación laboral encaminados a reducir los costos no laborales, (b) mejorar la fiscalización laboral, e (c) incluir a todos los colectivos de trabajadores en los esquemas de aseguramiento social incluyendo a los independientes. El recién publicado *Plan Nacional de Competitividad y Productividad 2019* contiene medidas específicas referentes a la modernización del marco laboral, impulso al empleo formal y fortalecimiento de la fiscalización laboral.

Recientemente el esquema para incorporar a los trabajadores independientes no tuvo viabilidad política, por lo que va a ser muy complejo retomar la obligatoriedad de un solo golpe. Habría entonces que idear un esquema secuencial que tome en consideración este historial. Un punto de partida en el corto plazo consiste en facilitar el ahorro voluntario para este colectivo de trabajadores. En el Eje 4, en las recomendaciones relacionadas a reforzar el ahorro voluntario, se sugieren algunas medidas.

Recuadro No. 5. Una mayor fiscalización para una mayor cotización

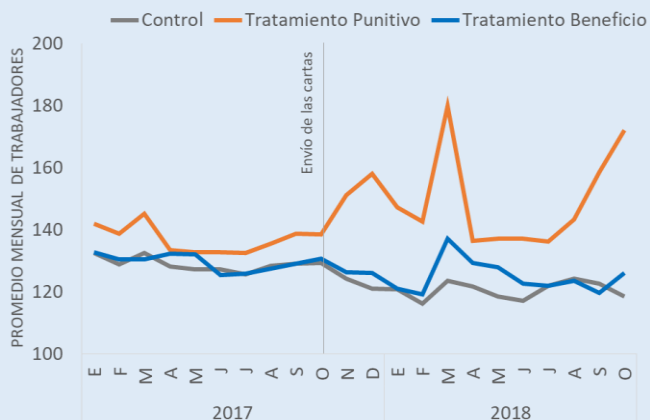
La informalidad laboral es elevada en Perú ya que afecta a un 72% de los trabajadores (ENAH0, 2017). De estos, 76% trabaja en el sector informal, es decir en unidades productivas no registradas, y el resto en el sector formal (MTPE, 2018). La fiscalización laboral tiene un rol muy importante en promover el cumplimiento de la obligación de las empresas de inscribir a sus trabajadores a la seguridad social. Si bien la SUNAFIL ha tenido importantes avances para mejorar el alcance y la eficiencia de las inspecciones laborales, aún tiene una baja capacidad de fiscalización. Esto se ve reflejado en una limitada capacidad para inspeccionar al universo de empresas y una inspección reactiva en lugar de proactiva o preventiva. Perú tiene 0,2 inspectores por cada 10 mil trabajadores comparado con 1,7 en Chile o 0,8 en Uruguay (ILOSTAT, 2018). En consecuencia, entre 2014 y 2017, sólo unas 20 mil empresas recibieron una visita de inspección de la SUNAFIL, a pesar de que, tan solo el segmento de microempresas asciende a 3.7 millones (PNCP, 2018). En 2017, el 60% de las inspecciones fueron destinadas a inspecciones por denuncias en el sector formal (CPC, 2019).

Fortalecer la inspección laboral es importante para incrementar la cobertura del sistema y las densidades de contribución. Por ello es importante identificar instrumentos que se puedan escalar de manera costo efectiva y complementar así la tarea fiscalizadora. En la última década ha crecido la investigación aplicada en el campo del comportamiento y el cumplimiento tributario. Existe evidencia empírica que los recordatorios (cartas), mensajes disuasorios y las normas sociales y morales mejoran el cumplimiento de las obligaciones tributarias de individuos y empresas (Schwartz y Orleans 1967; Coleman 1996; Wenzel y Taylor 2004; Hasseldine et al 2007; Kleven et al 2011).

Construyendo sobre esta literatura, Bosch, González y Silva-Porto (2019) analizan el rol de un incremento en la percepción de la fiscalización en el cumplimiento de regulaciones laborales en Perú. En un primer experimento, envían aleatoriamente 697 cartas oficiales de la SUNAFIL a empresas peruanas formales de más de 50 trabajadores, indicándoles su obligación de inscribir a los trabajadores en los sistemas de aseguramiento social (salud y pensiones). En el segundo experimento envían a otro subconjunto de 1000 empresas formales cartas indicándoles la obligatoriedad de cumplir con la cuota de empleo de trabajadores con discapacidad. En ambos casos se envían dos tipos de cartas: La primera testea el enfoque punitivo, en el que se enfatiza que no inscribir a los trabajadores a la seguridad social o no cumplir con la cuota de empleo de personas con discapacidad es una infracción grave y resalta el costo del castigo asociado (multa). La segunda, testea el enfoque de que

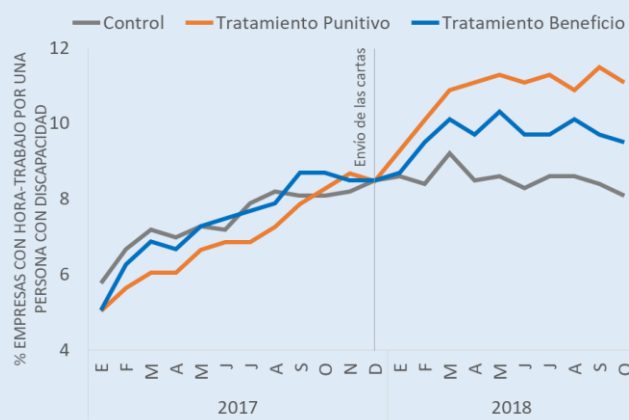
las empresas están dispuestas a cooperar de manera voluntaria se diseñó otra carta denominada beneficio o compromiso social. Un año después del envío de las cartas incrementa significativamente tanto el número de trabajadores inscritos en la seguridad social (9,1% en promedio) como en el porcentaje de empresas que contratan a trabajadores con discapacidad (de 7% a 10%). Las cartas punitivas, que alertan sobre las multas por incumplir con la normativa laboral, tienen mayor impacto en incrementar el número de trabajadores formalizados y la probabilidad de que empresas tengan al menos una hora trabajada por personas con discapacidad (ver Gráficos 27 y 28).

Gráfico 27. Trabajadores formales en empresas participantes en experimento de formalización



Fuente: Bosch, González y Silva-Porto (2019).

Gráfico 28. Porcentaje de empresas con al menos una hora de trabajo de personas con discapacidad



Fuente: Bosch, González y Silva-Porto (2019).

Esta evidencia sugiere que existe un margen de mejora del cumplimiento de las regulaciones laborales a través de una fiscalización más proactiva. El PNCP 2019 incorpora acciones que permitirán modernizar el sistema de inspección de trabajo, focalizar y ampliar sus competencias, con la finalidad de cubrir de mejor forma el amplio número de micro y pequeñas empresas.

Para incrementar la cobertura de los trabajadores independientes o asalariados informales en el corto plazo, se puede fortalecer el ahorro voluntario como un primer paso para incentivar su participación en el sistema de pensiones. En el Eje 4 se sugieren algunas medidas para su desarrollo en el contexto de Perú.

III.C Eje 3: Reformas para mejorar la sostenibilidad financiera de los regímenes de reparto

III.C.1 Asegurar la sostenibilidad financiera de la ONP y los regímenes especiales

Se podría considerar una **ley marco** que establezca criterios que todos los programas de pensiones del país deban de cumplir. Esta ley podría incluir reglas para la homologación de parámetros o su equivalencia (i.e. salarios de cálculo, porcentajes de cotización, edades de retiro) con los cuales se pueda dar el paso hacia la portabilidad completa de beneficios. Adicionalmente, la ley puede ser el instrumento para consolidar el pasivo pensionario de todos los sistemas, pues puede ser el mecanismo legal para reconocer los derechos adquiridos de todos los sistemas y registrarlos -no necesariamente monetizarlos- de manera inmediata. Con ello se tendría la certeza del costo fiscal total derivado de pensiones para los siguientes años.

Así mismo, para asegurar la sostenibilidad de estos regímenes, el gobierno podría considerar una serie de mecanismos de ajuste automático: (i) introducir un factor de sostenibilidad, que modifique los beneficios y/o la edad de jubilación conforme aumente la esperanza de vida; y/o (ii) transitar del esquema actual de beneficios definidos y reparto hacia un esquema de cuentas nocionales

individuales o a un esquema híbrido. Cada una de estas opciones tiene ventajas y desventajas que deben estudiarse a profundidad. En la medida en que se decida mantener un esquema mixto, como el mencionado antes, es también posible pensar en una integración de estos sistemas de reparto en un esquema único administrado por la ONP.

Recuadro No. 6. El factor previdenciario y la jubilación por sistema de puntos en Brasil

El Régimen General de Previsión Social (RGPS) de Brasil permite que los trabajadores del sector privado se jubilen por edad mínima (65 hombres y 60 mujeres, y 15 años de contribución ambos) o por tiempo de contribución (35 años de aportes hombres y 30 años mujeres⁹⁷)⁹⁸. Para desalentar jubilaciones anticipadas, las pensiones del esquema de jubilación por tiempo de contribución son penalizadas usando un factor de ajuste actuarial, llamado *factor previdenciario*.

Para su composición, este factor considera la edad del trabajador al momento del retiro (I_d), la esperanza de vida en esa edad (E_s), el tiempo de contribución en ese momento (T_c), y la tasa de contribución (a). Para trabajadores de un salario formal medio, con carreras formales completas, y que decidan retirarse a los 55 años hombres y 50 años mujeres, por ejemplo, esta fórmula resulta en factores previdenciarios de entre 0,77 y 0,56. Es decir, dada la demografía actual y sus trayectorias laborales, las pensiones integrales que estos trabajadores hipotéticos recibirían en el esquema de jubilación por edad mínima se reducirían en aproximadamente 23% para hombres y 44% para mujeres. El Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE) revisa y publica anualmente las tablas con los factores previdenciarios a ser aplicados en cada escenario.

$$f = \frac{T_c}{E_s} * \left[\frac{(I_d + T_c * a)}{100} \right]$$

La modalidad de retiro por tiempo de contribución es relativamente popular en Brasil. De acuerdo con la Secretaría de Previdencia, en los últimos años alrededor de 40% de los nuevos jubilados urbanos se han pensionado bajo esa modalidad. Este fenómeno crea serias distorsiones en el mercado laboral porque reduce la oferta laboral de grupos etarios relativamente jóvenes (Gráfico 29). En 2015 el gobierno de Dilma Rousseff introdujo un sistema de puntos⁹⁹ como alternativa al factor previdenciario, pero bajo la misma modalidad de jubilación por tiempo de contribución. Inicialmente denominado regla 85/95, este sistema exige de la aplicación del factor previdenciario a aquellos trabajadores cuya suma de edad y tiempo de contribución fuera igual o superior a 85 para mujeres y 95 para hombres. A partir de diciembre de 2018 este puntaje aumentó a 86 y 96 puntos respectivamente, con la estipulación en Ley de aumentos graduales cada dos años hasta 2026¹⁰⁰. La propuesta de reforma actual (PEC 06/2019) prevé un período de transición de 10 años en el cual el sistema de puntos aumentará en 1 punto por año hasta converger con la edad legal de retiro del esquema de jubilación por edad mínima.

Gráfico No. 29: Distribución de la edad efectiva de retiro en el RGPS bajo la modalidad de jubilación por tiempo de contribución

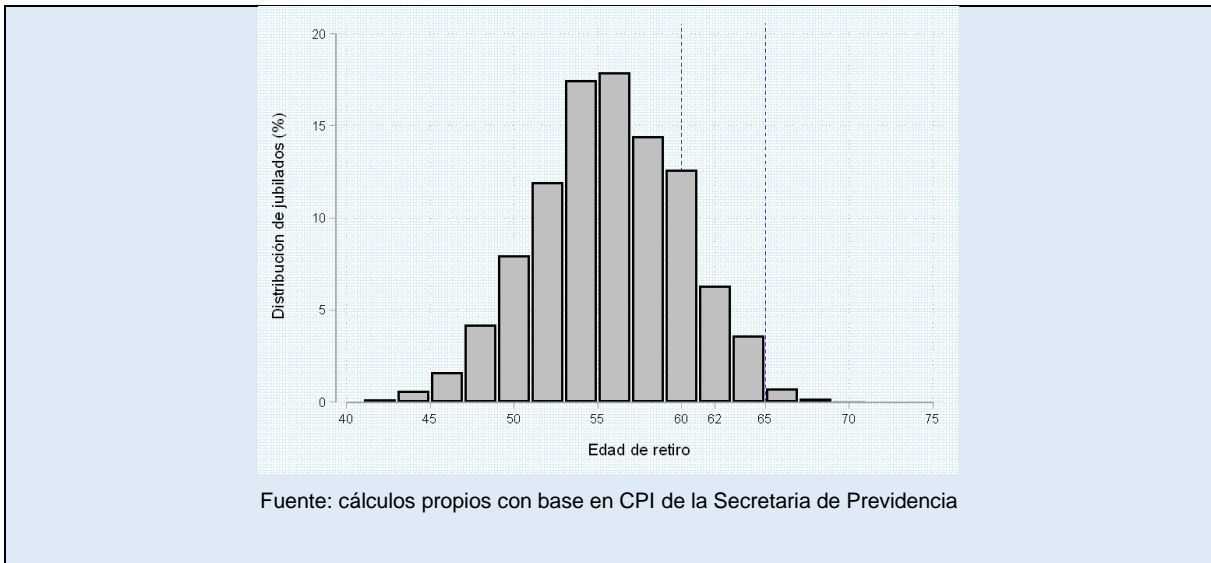
Personas jubiladas en 2016

⁹⁷ Para profesores y profesoras de primaria y secundaria existe una reducción de 5 y 10 años en este requisito, mientras que para profesiones expuestas a sustancias tóxicas o labores de riesgo este requisito tiene un rango de 15 a 25 años.

⁹⁸ En la actualidad Brasil discute una reforma de pensiones que propone, entre otras cosas, la eliminación de la modalidad de retiro por tiempo de contribución, así como aumentos en la edad legal de retiro de las mujeres (62 años) y mecanismos de indexación de la edad de retiro para ambos géneros.

⁹⁹ Los sistemas de puntos se han implementado en al menos 5 países europeos como una alternativa a la introducción de sistemas de cuentas notacionales. Para una comparación de las propiedades y diferentes mecanismos de ajuste automático o discrecional dentro de estos sistemas, ver (Boulhol, 2019).

¹⁰⁰ La Ley N° 13.183 además exige bajo este sistema el requisito de 30 y 35 años de contribución para mujeres y hombres respectivamente.

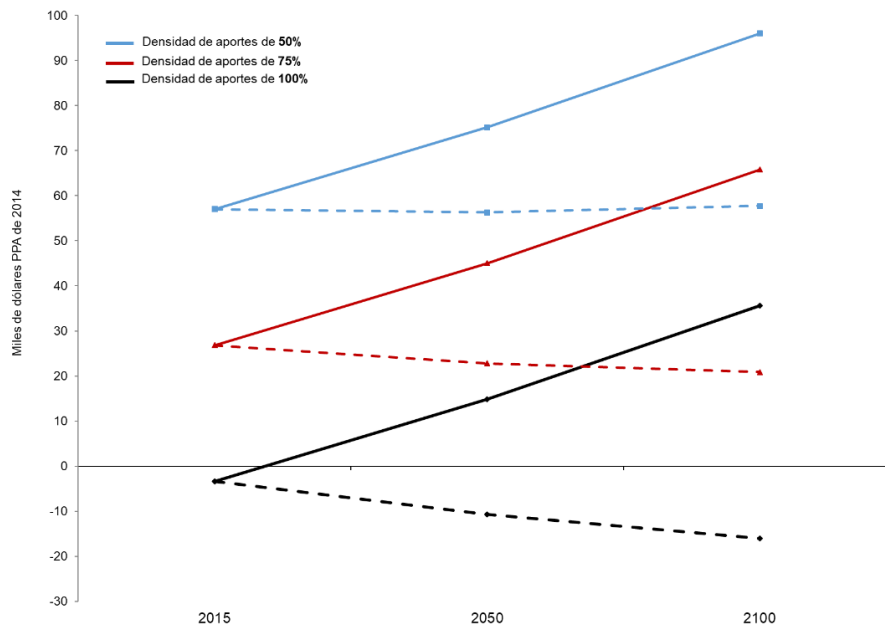


La introducción de ajustes automáticos contribuiría a reducir los patrones de inequidad dentro del SNP. Una forma podría ser indexando la edad de retiro a los aumentos esperados en la expectativa de vida. Este mecanismo forma parte de la actual reforma de pensiones en Brasil (PEC 06/2019), y es común en sistemas de cuentas nocionales, además de ser una característica inherente de los regímenes de contribución definida (individual o colectiva).

De acuerdo con la división de población de las Naciones Unidas, hasta 2050, la expectativa de vida para mujeres y hombres de 65 años en Perú aumentará en 3,2 y 3,9 años respectivamente. Para 2100 el aumento respectivo será de 7 y 7,5 años.

Gráfico No. 30: Subsidios monetarios implícitos con y sin indexación de edad legal de retiro y según densidad de aportes

Promedio simple hombres y mujeres de 1 salario formal medio



Fuente: Elaboración propia con base al modelo desarrollado por Altamirano, Berstein, Bosch, García-Huitrón y Oliveri (2018).

Los efectos de indexar la edad de retiro con esos aumentos esperados en la expectativa de vida se ilustran en el Gráfico No. 30 sobre subsidios implícitos por nivel de densidad de contribuciones. El gráfico muestra que para individuos que contribuyen en el SNP durante toda su carrera, la indexación de la edad legal de retiro aumenta el nivel de *impuestos* implícitos explicados por el techo de la pensión máxima. Para trabajadores con carreras formales menos completas (densidades de 50% o 75%), los subsidios son más elevados, pero entrarían en trayectorias decrecientes con la introducción de mecanismos de indexación de la edad legal de retiro.

Recuadro No. 7. Ajustes automáticos, el caso español

El avance del proceso demográfico ha llevado a los países europeos a experimentar con diversos mecanismos para ajustar las pensiones en la medida que crece la esperanza de vida y la natalidad alcanza mínimos históricos. Veamos el ejemplo de España, donde la economía política relativa a la seguridad social ha limitado la puesta en práctica de instrumentos destinados a proveer sostenibilidad financiera y equidad intergeneracional.

El sistema de pensiones español, de beneficio definido por reparto, es deficitario desde 2011. Ramos (2014) atribuye el déficit a la caída de la natalidad, el aumento de la esperanza de vida, y a saldos migratorios negativos a raíz de la crisis de 2009. Entre 2011 y 2013 el gobierno español promulgó reformas para aumentar la edad legal de retiro (de 65 a 67 años), elevar el requisito de años de contribución (37 años para la pensión integral) y el periodo de referencia para el cálculo de beneficios (25 años)¹⁰¹.

Adicionalmente, la Ley 23/2013 introdujo un índice de revalorización para ajustar anualmente las pensiones en función de la restricción presupuestaria del sistema (antes de 2014, bajo el pacto de Toledo, las pensiones estaban indexadas a la inflación). Como muestra la siguiente fórmula, esta restricción resulta de restar del crecimiento de los ingresos del sistema (\bar{g}_{In}): el crecimiento del número de pensiones (\bar{g}_P), el efecto sustitución o aumento de la pensión media¹⁰² (\bar{g}_S), y de un componente de corrección presupuestaria (Ingresos – Gastos / Gastos) que cada año corrige en 25% el desequilibrio entre ingresos y gastos ($\alpha = 0.25$). Se estableció además un incremento mínimo anual de 0,25% del crecimiento del índice de precios al consumidor (IPC) y un máximo igual al crecimiento del IPC más 0,5%.

$$IRP = \bar{g}_{In,t+1} - \bar{g}_{P,t+1} - \bar{g}_{S,t+1} \pm \alpha \left[\frac{I_t^* - G_t^*}{G_t^*} \right]$$

En la práctica, el índice tuvo vigencia desde 2014 hasta 2017, resultando en el uso del incremento mínimo anual de 0,25%. A pesar de mantener vigencia en Ley, en 2018 y 2019 el gobierno ajustó las pensiones discrecionalmente en 1,6% (3% para las pensiones mínimas). Para 2020 se espera que las pensiones se ajusten nuevamente por inflación.

La Ley 23/2013 introdujo además un *Factor de Sostenibilidad* de las pensiones, una medida que esencialmente reduciría el monto de los beneficios conforme aumente la esperanza de vida de sus receptores. Este factor se revisaría cada cinco años, e inicialmente estaría representado por la siguiente fórmula. Es decir, las pensiones para quienes se jubilaran a partir de 2019 se ajustarían por el cociente de la expectativa de vida de una persona con 67 años en 2012 sobre la expectativa de vida de una persona de la misma edad en 2017 (elevado a una fracción de 1/5).

$$FS_t = \left[\frac{e_{67}^{2012}}{e_{67}^{2017}} \right]^{\frac{1}{5}}$$

Este factor promueve la equidad intergeneracional porque las pensiones de los jubilados futuros serán menores, pero serán otorgadas durante un plazo mayor, dada la mayor esperanza de vida de las generaciones más jóvenes. La ley de 2003 estipulaba que este factor entraría en vigor el primero de enero de 2019, pero en julio de 2018 el gobierno español determinó que este factor solamente entrará en vigor el 1ero de enero de 2023.

¹⁰¹ Otras reformas incluyeron medidas para favorecer la continuidad laboral de los adultos mayores, elevando los requisitos de edad para el acceso a jubilaciones parciales y anticipadas (Real Decreto-ley 5/2016).

¹⁰² Definido como el incremento de la pensión media derivado del hecho que las pensiones de los nuevos jubilados suelen ser más elevadas que las de cohortes de pensionistas de mayor edad.

III.C.2 Establecer mecanismos de ajuste automático

Tanto en el Estatus quo como el diseño multipilar propuesto no están exentos de una necesidad continua de actualización de los parámetros dado el envejecimiento demográfico. La tabla 2 muestra cual va a ser el impacto del envejecimiento demográfico en las tasas de reemplazo que otorgue el sistema actual y el sistema multipilar. En promedio, en el SPP las tasas de reemplazo van a bajar entre 2 y 18 puntos porcentuales. En el SNP no bajan debido a que los beneficios no están indexados a la esperanza de vida, lo que se va a traducir en mayores costos fiscales (ver sección II.D). En el diseño multipilar las tasas de reemplazo bajarán entre 3 y 20 puntos porcentuales¹⁰³. En este caso los beneficios del SNP están también indexados al envejecimiento demográficos al proporcionar beneficios actuarialmente justos a través de cuenta nocionales (ver recuadro 4).

Cuadro No. 7. Simulación de tasas de reemplazo del esquema actual y de un escenario de esquema mixto para el Perú en 2100
% del último salario

Nivel salarial	Densidad de aportes	Esquema actual (en 2100)					Esquema mixto (en 2100)							
		SNP (13%)*	SPP (10%)			Pension 65	SNP (3%)*	SPP (7%)			Pension 65	Total (SNP+SPP+P65)		
			t.i. = 3,5%	t.i. = 5,5%	t.i. = 8%			t.i. = 3,5%	t.i. = 5,5%	t.i. = 8%		t.i. = 3,5%	t.i. = 5,5%	t.i. = 8%
1 salario mínimo	30%	0,0%	9,3%	15,5%	30,9%	16,7%	2,5%	5,9%	9,8%	19,7%	16,7%	25,1%	29,0%	38,9%
	50%	55,8%	15,5%	25,8%	51,6%	16,7%	4,2%	9,9%	16,4%	32,8%	16,7%	30,8%	37,3%	53,7%
	80%	97,1%	24,9%	41,2%	82,5%	16,7%	6,7%	15,8%	26,2%	52,5%	16,7%	39,2%	49,6%	75,9%
1 salario formal medio	30%	0,0%	9,3%	15,5%	30,9%	6,9%	2,5%	5,9%	9,8%	19,7%	6,9%	15,3%	19,2%	29,1%
	50%	47,4%	15,5%	25,8%	51,6%	6,9%	4,2%	9,9%	16,4%	32,8%	6,9%	21,0%	27,5%	43,9%
	80%	47,4%	24,9%	41,2%	82,5%	6,9%	6,7%	15,8%	26,2%	52,5%	6,9%	29,4%	39,8%	66,1%
3 salarios formales medios	30%	0,0%	9,3%	15,5%	30,9%	2,3%	2,5%	5,9%	9,8%	19,7%	2,3%	10,7%	14,6%	24,5%
	50%	15,8%	15,5%	25,8%	51,6%	2,3%	4,2%	9,9%	16,4%	32,8%	2,3%	16,4%	22,9%	39,3%
	80%	15,8%	24,9%	41,2%	82,5%	2,3%	6,7%	15,8%	26,2%	52,5%	2,3%	24,8%	35,2%	61,5%

Fuente: Cálculos propios. Notas: Para todos los escenarios se asume una tasa descuento del 2% para anualidades, crecimiento salarial anual de 1%, para individuos casados (incorporando reversión al cónyuge). Estos trabajadores hipotéticos empiezan a trabajar formalmente a los 20 años y se retiran a la edad mínima de jubilación (65). Se usan tablas de mortalidad diferenciadas por género y los resultados se presentan como promedios entre hombres y mujeres. *Se aplica una tasa nocional de 3,5%.

Perú debería encontrar un proceso ágil para revisar periódicamente los parámetros de los sistemas pensionarios en un contexto de envejecimiento acelerado. La economía política de la reforma de pensiones es muy compleja, así se trate de pequeños cambios. De cara a los retos actuales y futuros, sería importante establecer mecanismos de ajuste que vayan respondiendo a los cambios demográficos. Algunos ejemplos de estos ajustes automáticos son que la edad de retiro se vaya ajustando gradualmente conforme aumente la esperanza de vida y que en caso de desajuste fiscal se establezcan los criterios de cómo se van a modificar los parámetros del sistema para reequilibrarlo. Países con instituciones pensionales avanzadas como Canadá, Dinamarca, Finlandia, Holanda y Suecia ya lo hacen. En ausencia de estos mecanismos, las reformas de pensiones van a depender de políticos muy responsables o de crisis fiscales o sociales.

III.D Eje 4: Reformas para optimizar la capacidad del SPP para producir mejores pensiones

Establecer un objetivo de pensión y diseñar mecanismos de ajuste automático de los parámetros fundamentales del sistema para asegurar su cumplimiento. Una de las razones por las que los sistemas de contribución definida en la región están otorgando pensiones por debajo de las expectativas de los ciudadanos es que nunca se explicitó formalmente la pensión objetivo del sistema. Sería deseable que se esa pensión objetivo se haga explícita bajo una serie de parámetros realistas y se comunique a la población afiliada. Esto es lo que se ha llamado en algunos países ambición definida (Bovenberg y

¹⁰³ Las diferencias de tasas de reemplazo entre el sistema mixto rentabilizado al 3,5% y el esquema actual del SPP se explican por una mayor tasa de reversión al cónyuge en el componente nocional (SNP) del sistema mixto en relación con la del SPP (50% vs 42%).

Nijman, 2018; OECD, 2019). Por ejemplo, según nuestros cálculos un trabajador formal de ingresos medios y una densidad de cotización del 80%, con unos retornos del 5,5% anuales tendría una tasa de reemplazo hoy del 50,2% (**ver cuadro 7**). Establecer una pensión objetivo tiene grandes ventajas. Aquí mencionamos tres de ellas.

- **La posibilidad de informar al afiliado a lo largo del tiempo** de la probabilidad de alcanzar esa pensión objetivo y los mecanismos accionables que tiene a su alcance para aumentar esa probabilidad.
- **Es posible diseñar un régimen de inversiones cuyo objetivo sea maximizar la probabilidad de alcanzar ese objetivo (por lo menos en la estrategia por defecto)**. Un esquema de inversión con objetivo de pensión evitaría las fricciones inherentes a los esquemas de ciclo de vida de tipo multifondos, aumentando la eficiencia en la función de inversiones; e impulsaría las inversiones con perfil de largo plazo. Más aún, el diseño con objetivo de pensión puede sentar las bases para integrar las etapas de acumulación y desacumulación y para introducir productos de retiro más eficientes. En efecto, una característica fundamental de los esquemas de inversiones basados en un objetivo de pensión es la incorporación de los riesgos de tasa de interés y (parcialmente) de longevidad en las decisiones de inversión durante la etapa de acumulación.
- **Un esquema con pensión objetivo se puede dotar de un mecanismo de ajuste de parámetros semi automáticos para que esa pensión objetivo no se altere a lo largo del tiempo**. Esto es especialmente relevante dado que, conforme aumente la esperanza de vida dada una edad de jubilación, el nivel de pensión va a disminuir. Por ejemplo, para un trabajador como el anteriormente descrito la mayor esperanza de vida disminuirá su tasa de reemplazo en el 2100 a 41,2% si todos los parámetros se mantienen constantes (**ver cuadro 7**).

III.D.1 Generar eficiencias y reducir de costos en la administración de ahorros

En materia de competencia y reducción de comisiones, el SPP podría continuar el camino ya iniciado de políticas de mercado, regulación y reconfiguración de la industria para lograr aún mejores resultados. No hay una única manera de consolidar los éxitos ya logrados en materia de disminución de comisiones. A continuación, se sugieren varias avenidas de reforma para potenciar los resultados del SPP, que construyen sobre el paquete regulatorio actual.

Potenciar los resultados de las subastas de afiliados para seguir promoviendo menores comisiones, la subasta podría incorporar otros elementos regulatorios dinámicos, basados en mecanismos de mercado. Una manera de implementar esto, aunque no la única, es suplementar el mecanismo de las licitaciones del flujo de nuevos afiliados con *asignaciones periódicas* de una parte del stock de afiliados¹⁰⁴. A continuación, se menciona un posible camino a seguir que construye sobre el estatus quo actual en el SPP, es relativamente simple y basado en las recomendaciones de la teoría económica¹⁰⁵. La interacción de ambos componentes en el tiempo es lo que llamamos un “esquema dinámico de regulación” basado en incentivos de mercado (subastas) y anclado en la teoría del diseño de mecanismos:

- **Subastas:** Las licitaciones de flujo se podrían seguir realizando cada dos años como hasta ahora

¹⁰⁴ Este tipo de asignaciones se realizan en México desde el 2010 (García-Huitrón y Seira, 2015). Sin embargo, el esquema aquí propuesto con dos componentes complementarios no existe en México ya que en ese país está ausente el componente de subastas que sí existe en Chile y Perú (ver Azuara, O, y M. Bosch, y M. García-Huitrón, y D. Kaplan y M. T. Silva-Porto, 2019).

¹⁰⁵ Con estos cambios la subasta se convertirá en el instrumento del regulador para seleccionar a las AFP de menores costos y premiarlas con mayor participación de mercado, como ha venido haciendo desde 2010. A la vez, la política de asignaciones recurrentes se convertiría en el instrumento para promover una dinámica competitiva en beneficio de los trabajadores. La asignación cada cierto número de años garantizaría que la potencial entrada de nuevas empresas esté sujeta a criterios de desempeño relevantes para el trabajador, al tiempo de establecer un mecanismo de disciplina para el mismo efecto en las AFP incumbentes.

(usando el criterio de mejor comisión y con un ganador único), o con un periodo extendido como se está proponiendo actualmente en Chile (ver Recuadro 1)

- **Asignaciones:** las subastas se podrían *complementar* con un esquema (dinámico) mediante el cual cada cierto número de años, por ejemplo, cada seis años (i.e. cada tercera subasta), se realice una asignación en lugar de licitación¹⁰⁶ con criterios adicionales a la comisión, como el desempeño de las inversiones u otros indicadores de valor agregado relevantes para el trabajador (como rendimientos netos y servicios). Las asignaciones también son compatibles con la posibilidad de tener dos o tres ganadores.

Un aspecto crucial de esta propuesta es el diseño del universo de afiliados “asignable.” Este debería definirse bajo criterios que sean razonables para el contexto peruano. Por ejemplo, un criterio podría ser que los afiliados que en un periodo razonable previo a la asignación han ejercido su derecho de elección fueran excluidos de la asignación. También es posible que el grueso de las asignaciones corresponda solamente al universo licitado en las subastas de flujo de nuevos afiliados anteriores a la fecha de la asignación, con la posibilidad de que el resto de los participantes se sumen voluntariamente con un cupo pre-definido y/o que del stock total de afiliados en el mercado el universo de la asignación se defina mediante una regla objetiva basado en atributos observables de los afiliados, tales como aquellos susceptibles de recibir un beneficio del pilar solidario, de bajos ingresos, o de menos activos acumulados en la cuenta individual.

De manera complementaria, para generar mayor espacio para disminuir comisiones y seguir facilitando la entrada de nuevas AFP, podrían profundizarse los esfuerzos de generación de ahorros a nivel industrial. Dadas las características económicas del SPP, el desempaquetamiento de algunas funciones de las AFP es un instrumento regulatorio para aumentar la eficiencia de del sistema y seguir promoviendo la entrada en la política de competencia en el SPP. Para avanzar en esta materia es deseable revisar la conveniencia de contar con dos recaudadores. Inclusive bajo el supuesto razonable de que AFPnet sea más costo-eficiente que la SUNAT, es deseable transparentar los costos unitarios y establecer reglas para que todas las empresas participantes actuales y potenciales tengan acceso a las economías en igualdad de condiciones. Esto incluye facilitar el ahorro de los independientes a través de la plataforma. Una manera de romper el umbral inferior estructural que, si nada cambia, enfrentarían las comisiones, es afectando la estructura de costos. Esto se puede lograr “desempaquetando” a las AFP, permitiendo que algunas de las actividades que son comunes a todas a ellas y que exhiben altas economías de escala se centralicen a nivel de la industria, típicamente mediante una proceso de competencia por el mercado (i.e. una licitación) de estos servicios; mientras que las funciones de menores economías de escala relativas, pero de alto valor agregado al cliente, como la administración financiera de las cuentas, se mantengan en el mercado en un ambiente competitivo descentralizado. En Perú este tema fue discutido en la Comisión de Pensiones creada en el Congreso Nacional en 2011 y en Comisión de Protección Social creada en 2016, y sin bien ha habido avances importantes, aún existen áreas de oportunidad¹⁰⁷. Hay dos avenidas para lograr esto.

- Mediante una licitación para generar competencia por el mercado. Un caso de referencia en esta materia en América Latina es el de México. Desde su inicio en 1997 el Sistema de Ahorro para el Retiro mexicano (SAR) adoptó un criterio de aprovechamiento de economías de escala y alcance mediante la centralización de las funciones de recaudación y registro de datos en la llamada Base de Datos del SAR (BND SAR). La función de recaudación es realizada por el instituto de seguridad social (IMSS), mientras que la administración de la BND SAR es licitada cada 10 años. La empresa PROCESAR, de propiedad de las AFP (afore) ha ganado dos veces la licitación. El costo promedio

¹⁰⁶ En el contexto de la reforma de pensiones en actualmente en discusión en Chile se discutieron otros diseños de mayor sofisticación, que implican realizar las asignaciones y las subastas de manera simultánea. La propuesta fue realizada por el experto en pensiones chileno Salvador Valdés. En este documento hemos favorecido un esquema más simple, pero alentamos al lector a estudiar otras propuestas y a los académicos a darse a la tarea de generar propuestas innovativas. La siguiente nota presenta un breve marco teórico del cual partir el análisis.

¹⁰⁷ La Comisión de Protección Social (ver Recuadro 1 del resumen ejecutivo) analizó este tema con insumos importantes de la SBS.

de ambas funciones asciende actualmente a 6 puntos base de los fondos de los trabajadores. Este costo es relativamente bajo y comparable con las mejores prácticas internacionales. Por ejemplo, el segundo pilar sueco, un costo comparable asciende a 8 puntos base (Collectum, 2018).

- Mediante la generación de un mercado de sociedades operadoras de cuentas. Esto se está discutiendo actualmente en Chile en el marco de la reforma de pensiones. En el caso chileno la propuesta consiste en autorizar a las AFP y a las instituciones autorizadas a ofrecer ahorro voluntario, para constituir filiales que sean Sociedades Operadoras de Cuentas o participar de su propiedad. Además, las Sociedades Operadoras de Cuentas pueden ser constituidas por otras personas naturales o jurídicas, distintas de las ya mencionadas. El giro de estas sociedades será prestar el servicio de administración de cuentas individuales de ahorro. En el mediano plazo se esperaría que los incentivos de mercado lleven a consolidar este mercado.

Las medidas anteriores deberían complementarse con una revisión de la arquitectura de elección (tanto de AFP, como de inversiones y productos de desacumulación) para empoderar al afiliado. El objetivo es favorecer las elecciones con un enfoque en el largo plazo (i.e. ancladas en el objetivo de pensión), basadas en economía del comportamiento y soportadas por la tecnología. En específico, las mejores prácticas internacionales adoptan una arquitectura de elección con tres componentes que avanzan en grados de sofisticación según grado de involucramiento del afiliado y al tipo de soporte e información que puede obtener a lo largo del “customer journey” del afiliado (Sunstein, Thaler, 2008; Bruggen, Post, y Heijden, 2017; Barr y Diamond, 2018).

- **Segmento inicial o “hazlo por mi”**: para un primer segmento de afiliados, el regulador debería enfocarse en el diseño de defaults conducentes a empujar (“nudge”) a la mayor parte de la población afiliada hacia las elecciones esperadas. En el caso del Perú los afiliados nuevos ya tienen un default designado mediante el mecanismo de subasta. El régimen de inversiones también exhibe un sendero por default.
- **Segmento intermedio o “hazlo conmigo”**: el default en el primer segmento no es suficiente, ya que hay un grupo de los afiliados que se autoseleccionaron para tomar una decisión en las dimensiones permitidas. Esto concierne a afiliados antiguos o bien nuevos para los que ya caducó el periodo de adjudicación de la ganadora de la subasta y en general para todos aquellos afiliados que puedan ejercer libertad de elección en diversos ámbitos permitidos por la regulación, tales como el cambio de AFP, cambio más allá del sendero default de las inversiones a lo largo del ciclo de vida, cambio de producto de retiro, etc.--. Para estos afiliados la regulación podría proporcionar el acceso a un *segundo default* en materia de acceso a un asesor previsional o un “robo-advisor” (más sobre esto en el siguiente párrafo) así como el soporte informativo necesario mediante una plataforma tecnológica.
- **Segmento final o “déjame a mi”**: Finalmente, la arquitectura de elección debe también proveer las herramientas necesarias para un grupo que desee tomar decisiones activas, pero que no desee recibir ayuda de un asesor previsional (es decir, que opte fuera del segundo default). Un esquema similar fue propuesto recientemente para el caso del *Premium Pensions* en Suecia por un grupo de economistas en el que participó el premio Nobel Richard Thaler (Lundbergh, 2017).

Lo anterior conlleva como corolario la necesidad de repensar el papel de las fuerzas comerciales y transitar hacia la creación de una industria paralela de asesores previsionales, independientes de las AFP. La experiencia internacional indica que la regulación debe prever varias cosas en la actividad del asesor previsional (tales como qué tipo de información el asesor puede presentar, que tipo de comisión puede cobrar) y asegurarse de establecer un estándar fiduciario robusto (Financial Conduct Authority, 2016). La puesta en marcha y regulación de robo-advisors requiere a creación de nuevas capacidades para el regulador (ver Baker y Dellaert, 2017).

El recuadro 8 explora paquetes regulatorios alternativos. El mensaje principal es que estos exhiben

marcados dilemas de política, pero podrían funcionar en su conjunto o algunos de sus elementos como una aproximación, en un ambiente de economía política compleja en el que las propuestas basadas en mecanismos de mercado no sean factibles.

Recuadro No.8. Esquemas regulatorios alternativos

Existen otras opciones para el SPP que podrían considerarse, sobre todo en un escenario en el que por razones de economía política alguno de los elementos críticos del esquema dinámico fuera imposible de implementar. Los dos elementos críticos a considerar son las comisiones y las licitaciones. Como se mencionó anteriormente, si se mantiene el sendero actual hacia una comisión por saldo la licitación actual podría perder la fuerza que ha tenido hasta ahora para disminuir las comisiones. Tendría que visualizarse un diseño alternativo en el que el criterio esté basado en la comisión por saldo o en una medida de rendimientos netos, pero al hacer esto se abandona el objetivo de la promoción de la competencia a través de la entrada de más participantes a la industria¹⁰⁸. Por lo mismo, el esquema se convertiría en una asignación, más que en una licitación formal. La política podría continuar, pero bajo un esquema de asignaciones de flujo con un esquema de comisiones compatible, pero probablemente menos efectivo que el ya existente.

Este esquema podría funcionar en un contexto de segundo mejor si se introducen elementos regulatorios tales como el establecimiento de un límite máximo de participación de mercado y un mecanismo de control de precios basado en criterios de eficiencia como los utilizados en las industrias de “utilities”¹⁰⁹. El límite máximo de concentración funcionaría solamente si la autoridad pensionaria trabaja en fuerte coordinación con la autoridad antimonopólica. En cuanto al control de precios, existen varias alternativas débiles y hasta contraproducentes, desde los procesos de negociación del regulador con cada empresa en lo individual, llamado informalmente, “persuasión diplomática,” utilizado por el regulador mexicano, los controles máximos utilizados en países de Europa del Este, los controles por tipo de fondo y descuentos negociados por el regulador sueco. La única opción robusta es establecer un mecanismo basado en un modelo de empresa ideal, que es el que se utiliza en las industrias reguladas de energía, electricidad, etc. (“utilities”). Inclusive éste último modelo de control de precios, que es el único basado en principios relativamente robustos de teoría económica, tendría un impacto negativo en los incentivos de las empresas a generar mejores rendimientos y consecuencias difíciles de proveer en la dinámica del mercado, relativo a un escenario en el que no hay control de precios, como en el paquete regulatorio dinámico expuesto arriba. Sin embargo, en un contexto de segundo mejor, debería considerarse este tipo de control en lugar de los prevalecientes actualmente en los segundos pilares.

Finalmente, si no es posible reformar la arquitectura de elección, se van a seguir observando guerras comerciales e incentivos al descreme y, por ende, la barrera a la entrada estratégica que esto significa no será solventada. La alternativa sería establecer una comisión eficiente (comisión fija más variable) o al menos la parte variable, ya que es el componente fijo lo que genera un dilema, al ser inequitativo. Por razones de coherencia con el resto del paquete regulatorio, una comisión sobre el flujo sería más apropiada, pero esto implica echar para atrás el cambio de comisión en curso. Otro camino es establecer un esquema de cuentas ciegas al estilo sueco. Este esquema ha sido problemático en la práctica y requiere de una ponderación tanto de la capacidad institucional del país como de la factibilidad a partir del estatus quo. La experiencia sueca muestra que esta medida debería ser acompañada de la creación y ordenamiento legal de una industria de asesores previsionales.

III.D.3 Mejorar rendimientos y alinear intereses

La regulación de las inversiones en el SPP peruana puede optimizarse, y con ello los resultados en materia de rendimientos netos pueden ser aún mejores, en beneficio de los afiliados. A continuación, mencionamos tres posibles avenidas para lograrlo.

Establecer carteras de referencia de retornos exógenas, observables, replicables, e invertibles, mediante los cuales se pueda medir el valor agregado de las AFP de manera inequívoca. La SBS se encuentra estudiando esta opción para el SPP¹¹⁰, al igual que el regulador mexicano, chileno y colombiano, con diferentes grados de avance. Esta es una buena noticia.

Transitar hacia un esquema de inversiones tipo fondos generacionales que lleven a un nivel de pensión objetivo. Siguiendo las mejores prácticas internacionales (Merton, 2019) aquí se propone que

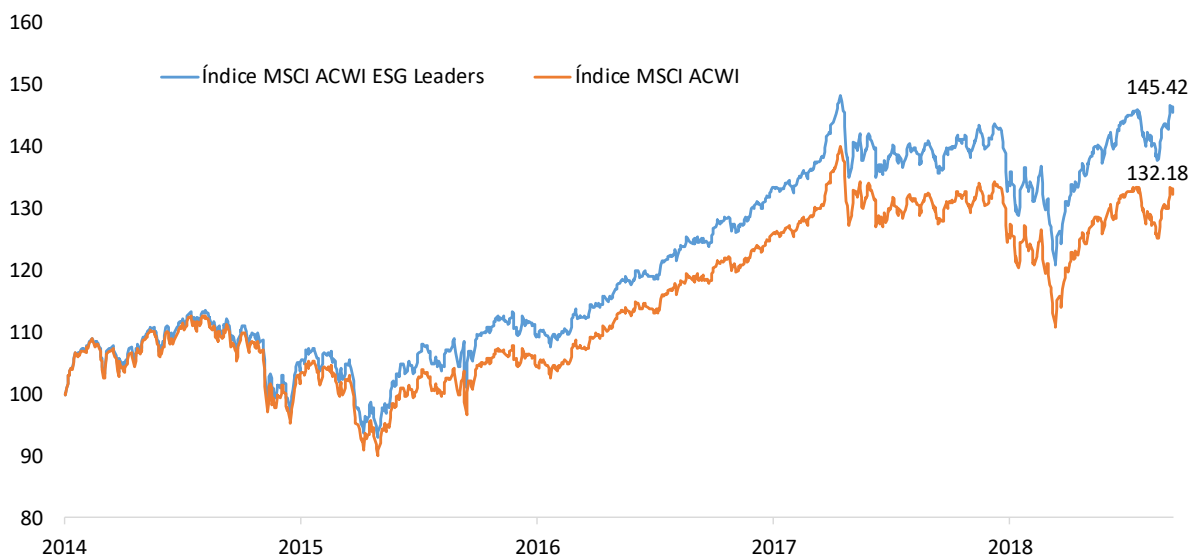
¹⁰⁸ Esto sucedió en México circa 2008. Este es precisamente lo que pretende evitar lo que hemos llamado anteriormente “esquema regulatorio dinámico.”

¹⁰⁹ Este grupo de políticas podrían enfrentar retos de implementación a nivel legal, ya que la constitución política del Perú establece que la economía peruana es de libre mercado.

¹¹⁰ La SBS encargó el estudio “Metodologías e Indicadores de Gestión de Portafolios de Inversión Aplicables a la Evaluación del Desempeño de los Fondos Privados de Pensiones Peruanos” a la empresa Risko.

el regulador estudie hacia la medición y la alineación de la regulación y las estrategias de inversión de las AFP al riesgo de no obtener una pensión adecuada. Para ello, es necesario consensar una pensión objetivo, y adaptar la regulación para que la regulación y las estrategias de inversión se anclen en maximizar la probabilidad de lograr tal objetivo. No existe una forma única de lograr esto. Por ello es relevante estudiar cual es el camino plausible en el caso del Perú, que tiene características idiosincráticas diferentes a las de otros países. El regulador mexicano recientemente dio pasos importantes en esa dirección, al mover su esquema multifondos hacia uno de fondos generacionales, mejor conocidos por su nombre en inglés: “Target Date Funds” (ver CONSAR, 2019). La CPS también ofreció una propuesta en esta materia inspirada en el fondo de pensiones NEST del Reino Unido. La implementación de ambas propuestas es diferente y ambas son diferentes al diseño que se observa en el mercado retail de los Estados Unidos, Inglaterra, en los productos del tipo “Target Annuitization Funds,” o en Holanda con los productos llamados de Ambición Definida. Podría decirse que esos diseños tienen sentido en el contexto de cada uno de esos países. Por ello es relevante realizar un estudio detallado de la implementación posible y razonable en el caso del Perú.

Gráfico No. 31. Rendimientos con y sin criterios ESG



Nota: se muestra la evolución de los Índices MSCI ACWI y MSCI ACWI ESG Leaders. Índice 100= 15-10-2014
Fuente: Presentación del Ministerio de Hacienda en el primer taller de la Mesa Público Privada de Finanzas Verdes de Chile

El régimen de inversiones del Perú también podría adoptar principios de inversión socialmente responsable, lo que le ayudaría a lograr mayor aceptación social, particularmente entre ciertos colectivos, como las generaciones jóvenes (i.e. millenials), algunos independientes (los emprendedores entre ellos), etc. La evidencia empírica indica una relación positiva o neutral entre el desempeño financiero y la consideración de los factores ESG (Friede et.al. (2015)). El gráfico 31 muestra evidencia consistente con este resultado. Se compara índice de acciones MSCI ACWI con su índice ESG, que registra un retorno anualizado de 4,93% desde el inicio de la medición mientras que el índice normal registra un 4,27%. Es importante mencionar que, si bien las inversiones socialmente responsables—es decir, aquellas que incorporan elementos de medio ambiente, sostenibilidad y gobernanza (ESG) en las decisiones de inversión—aún no tienen el estatus de mejor práctica, esto cambiará en el corto plazo. Los principales fondos de pensiones y administradores de activos a nivel mundial—como NEST en Reino Unido, Alecta en Suecia, APG en Holanda, el fondo de pensiones soberano noruego, Blackrock a nivel global, etc.—, ya han incorporado criterios de inversión socialmente responsable, particularmente los

relacionados con los criterios del compacto global de las Naciones Unidas y de cambio climático¹¹¹. La Unión Europea recientemente también publicó lineamientos para adaptar la regulación financiera para que las inversiones de los fondos institucionales (fondos soberanos, fondos de pensiones, fondos mutuos, etc.) se muevan a incorporar principios de inversión sustentable, con enfoque en el largo plazo, con énfasis en los “Sustainable Development Goals” de Naciones Unidas¹¹². La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) también hizo lo mismo recientemente.

III.D.3 Fortalecer el tercer pilar de ahorro voluntario

Mejores pensiones requieren de más ahorro. Sin embargo, el margen para incrementar las tasas de contribución obligatorias puede ser limitado debido a factores políticos, sociales o económicos como la elevada informalidad laboral. En este contexto, el ahorro voluntario puede ser una manera de superar estas limitaciones. Tanto en el esquema actual como en uno multi-pilar, el ahorro voluntario complementa las aportaciones obligatorias con el objetivo de mejorar la pensión y cubrir periodos no cotizados. Adicionalmente, en un contexto en que las aportaciones previsionales no son obligatorias para los trabajadores independientes, el pilar de ahorro voluntario puede constituir una alternativa de ahorro pensional flexible que se adecue a las necesidades de este colectivo.

Un incremento de ahorro puede aumentar de manera importante las tasas de reemplazo, especialmente con densidades y retornos altos. Según nuestros cálculos (Cuadro 8), en un escenario de retornos medios, 5,5% anual real, incrementar las tasas de ahorro voluntario un punto porcentual incrementaría la tasa de reemplazo entre 2 y 5 puntos porcentuales, dependiendo de la densidad de contribución. Para retornos altos con densidades altas se podría alcanzar una tasa de reemplazo 10 puntos porcentuales mayor.

Sin embargo, ahorrar de manera voluntaria para el retiro no es fácil. Las personas tenemos que vencer diversos sesgos de comportamiento como el sesgo hacia el presente, las tentaciones para consumir hoy, la inercia y la procrastinación. Por ello, diversos países han establecido regulaciones favorables a la inscripción automática, en las que sin hacer nada, el trabajador está en una opción que por default le descuenta un porcentaje de su salario y lo destina a una cuenta de ahorro a largo plazo. Por ejemplo, en Estados Unidos el Pension Protection Act de 2006 permitió y proporcionó incentivos para que las empresas inscribieran a sus trabajadores de manera automática en los esquemas de ahorro para el retiro conocidos como 401K. De manera similar, el Pensions Act de 2008 en el Reino Unido, estableció la inscripción automática de los trabajadores a un plan de pensiones ocupacionales llamado *National Employment Savings Trust* (NEST). En ambos casos, los trabajadores inscritos de manera automática al esquema de ahorro tienen la opción de renunciar a este esquema, sin embargo, sólo alrededor de 10% se sale.

¹¹¹ En su última carta anual de los CEOs (2018), el Director General de Blackrock, Larry Fink apuesta a que circa 2023, todas las empresas en el mundo van a medir su aporte de valor a los accionistas con criterios de impacto social (ESG). Ver: <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>.

¹¹² Ver <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/eng/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>. Es notable que está firmado también por el Banco Central Europeo, y varios bancos centrales nacionales han declarado que van a considerar estos factores en sus inversiones y su política monetaria (ver por ejemplo Banco de Países Bajos y de Francia: <https://nordsip.com/2019/03/22/french-and-dutch-central-banks-commit-to-esg/>).

Cuadro No. 8: Incremento de tasas de reemplazo al incrementar el ahorro voluntario

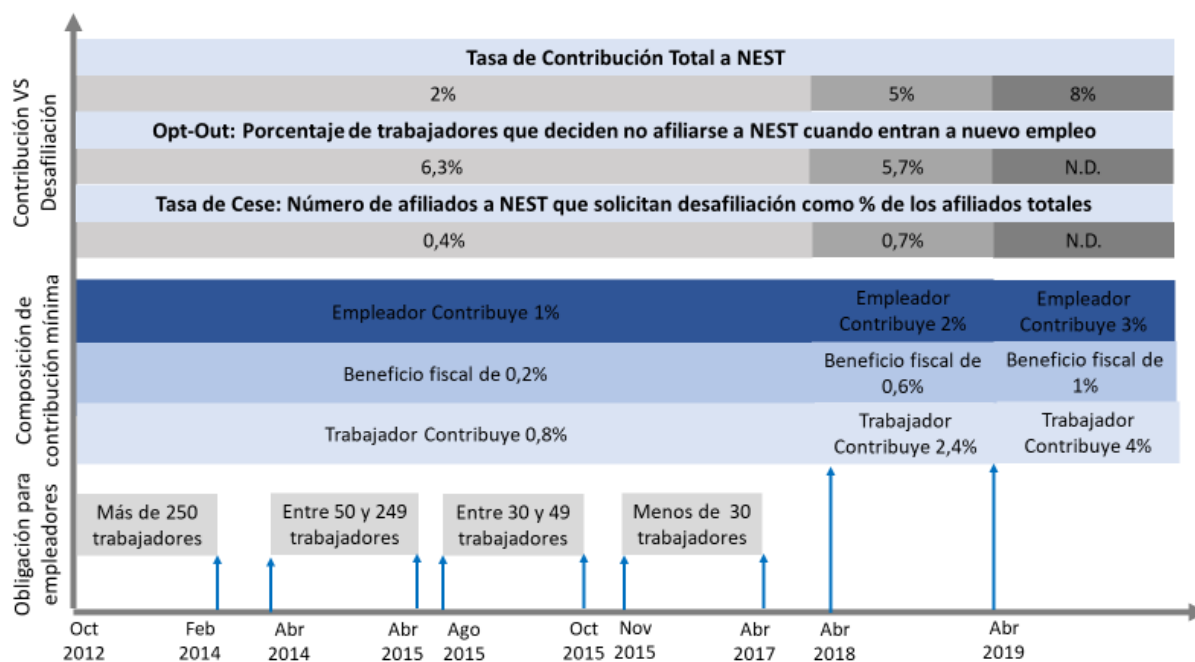
Nivel salarial	Densidad de aportes	Esquema actual			
		Δ de ahorro voluntario	Δ SPP (10%)		
			t.i. = 3,5%	t.i. = 5,5%	t.i. = 8%
Aumentos de ahorro voluntario para trabajadores de un salario formal medio (+1, +3, y +5 puntos porcentuales por mes)	30%	+1% →	1,1%	1,9%	3,8%
		+3% →	3,4%	5,7%	11,3%
		+5% →	5,7%	9,4%	18,8%
	50%	+1% →	1,9%	3,1%	6,3%
		+3% →	5,7%	9,4%	18,8%
		+5% →	9,5%	15,7%	31,4%
	80%	+1% →	3,0%	5,0%	10,1%
		+3% →	9,1%	15,1%	30,2%
		+5% →	15,1%	25,1%	50,3%

Fuente: Cálculos propios. Notas: Para todos los escenarios se asume una tasa descuento del 2% para anualidades, crecimiento salarial anual de 1%, para individuos casados (incorporando reversión al cónyuge). Estos trabajadores hipotéticos empiezan a trabajar formalmente a los 20 años y se retiran a la edad mínima de jubilación (65). Se usan tablas de mortalidad diferenciadas por género y los resultados se presentan como promedios entre hombres y mujeres.

La experiencia de NEST brinda interesantes lecciones de cómo un esquema de enrolamiento automático se puede implementar a nivel nacional en Perú. Primero, la puesta en marcha se puede desarrollar en fases, fijando desde un inicio la duración y los parámetros correspondientes de cada etapa a fin de dar transparencia y certidumbre. Para la cobertura del esquema se puede comenzar por lo más fácil: las empresas más grandes, después las medianas, y al final las pequeñas. Esto permite aprender y ajustar. En cuanto a la tasa de contribución se puede comenzar fijando una tasa pequeña que vaya incrementándose en el tiempo de manera predeterminada. Es decir, se consideran elementos de auto escalación del exitoso programa SMarT (por las siglas en inglés de Ahorra Más Mañana, o Save More Tomorrow). La evidencia de NEST hasta ahora muestra que incrementos en la tasa de contribución a NEST no han estado relacionados a mayores tasas de cese de afiliados existentes ni de mayor opt-out de nuevos trabajadores (Allport, Pagliaro y Sandbrook, 2019). Segundo, es interesante destacar que en NEST, el esfuerzo contributivo del trabajador es recompensado con una contribución de su empleador y del estado. Desde abril de 2019, el empleador contribuye 3% del salario del trabajador, el estado 1% y el trabajador 4%. De manera que, si el trabajador decide no contribuir, también pierde las contribuciones del estado y su empleador. Tercero, ahorrar en NEST es sencillo tanto para el empleado como para el empleador. Existe un fondo de ahorro para el retiro predeterminado al cual se destinan las contribuciones tripartitas. El 90% de los afiliados se quedan en el fondo default, pero tienen la opción de cambiar de fondo de acuerdo con sus preferencias de riesgo.

Es importante mencionar que a pesar de que NEST es una de las experiencias a escala más promisorias todavía existe un reto importante para incorporar a los cuenta-propia dado que estos no cuentan con el principal canal de afiliación a NEST; el empleador. En el Reino Unido menos del 20% de los trabajadores independientes ahorra para su pensión (Blakstad, 2019). Un reto para afiliar de manera automática a este colectivo de trabajadores es encontrar puntos en los que consuman, reciban ingresos o paguen impuestos, en los que se puedan establecer afiliaciones y contribuciones automáticas a su fondo de pensión.

Cuadro No. 9. Cronograma de Implementación de NEST en el Reino Unido



Fuente: Elaboración propia basada en Blackstad (2018) y Allport, Pagliaro y Sandbrook (2019).

Considerando estas mejores prácticas internacionales, para el caso de Perú algunas medidas para fortalecer y promover el ahorro voluntario previsional son:

- a. **Eliminar las restricciones para hacer ahorro voluntario.** Condicionar las aportaciones voluntarias con fin previsional a cumplir con las aportaciones obligatorias constituye una barrera al ahorro previsional, ya que inhibe la posibilidad de que los trabajadores ahorren un monto acorde con sus posibilidades económicas, el cual puede ser inferior al que se exige en el régimen obligatorio. De igual manera, condicionar las aportaciones voluntarias sin fin previsional a que el afiliado tenga 5 años en el SPP restringe la posibilidad de promocionar este mecanismo de ahorro. En este sentido se recomendaría permitir que cualquier persona que tenga una cuenta en una AFP pueda hacer aportaciones voluntarias con y sin fin previsional, independientemente de su edad, estatus laboral, antigüedad de afiliación, o aportación obligatoria. El Proyecto de Ley N° 2049/2017-CR, que cuenta con el respaldo de la SBS, el MEF y fue aprobado en la Comisión de Economía en abril de 2018, elimina estas restricciones. Sin embargo, está pendiente su aprobación en la Comisión de Trabajo y votación en el Pleno del Congreso.
- b. **Establecer una regulación favorable para la inscripción automática al ahorro voluntario.** Poner en marcha esquemas de inscripción automática como NEST requiere de una regulación *ad hoc*. Algunos ejemplos de cómo se pueden establecer estas opciones por defecto para distintos colectivos de trabajadores son:
 - Para los trabajadores dependientes se puede establecer una opción por defecto de ahorro voluntario a través de la planilla de pago, adicional al 10% del ahorro obligatorio. Aquellos trabajadores que no quieran contribuir de manera voluntaria pueden salirse de este esquema de ahorro. Al igual que en NEST esta puesta en marcha se puede realizar en fases, comenzando por las empresas grandes, y con un incremento pequeño en la tasa de contribución, pero que pueda incrementarse en el tiempo.
 - Para los trabajadores independientes o más desligados de la formalidad se pueden aprovechar los espacios en que consumen o reciben ingresos. Por ejemplo, un creciente

número de trabajadores utilizan las plataformas digitales de intermediación como una fuente de ingresos principal o secundaria, lo cual tiene la ventaja de bancarizar transacciones que antes se realizaban en efectivo y en la informalidad. Los usuarios de dichas plataformas tienen el hábito de transaccionar de manera digital, abriendo la posibilidad de impulsar el ahorro voluntario por defecto o por elección activa a través de soluciones digitales.

- Tanto para trabajadores dependientes como independientes se pueden aprovechar momentos favorables para el ahorro (“savable moments”), como las devoluciones de impuestos. Diversos estudios en Estados Unidos han explorado esquemas que fomentan el ahorro en el momento en que los contribuyentes reciben sus devoluciones de impuestos. En 2013, Chile introdujo este esquema de ahorro para los trabajadores independientes que emiten facturas de honorarios, quienes al momento de presentar su declaración anual de impuestos tienen la opción, por defecto, de contribuir con el dinero de su devolución a su cuenta individual administrada por su AFP. Si no quieren realizar la aportación, pueden firmar una declaración jurada en la que señalan que no quieren aportar para su retiro (opt-out). La evidencia chilena muestra que alrededor del 30% de los trabajadores elegibles realiza cotizaciones previsionales a través de este canal. Siguiendo este modelo, Perú podría introducir una opción por defecto (opt-out) o elección activa (opt-in) de ahorro voluntario previsional cuando los contribuyentes presentan su declaración anual de impuestos. La tecnología actual para declarar en línea permitiría desplegar una ventana en la que el contribuyente al SUNAT que esté afiliado a una AFP elija el monto o porcentaje de su devolución anual que desea canalizar a su cuenta AFP.
- c. **Establecer un producto de ahorro voluntario base.** Para muchas personas escoger un multi fondo de ahorro voluntario puede ser una decisión abrumadora. Por ello, es importante contar con un producto de ahorro voluntario base o default al que se canalice el ahorro voluntario de las personas, a menos que ellas activamente elijan otra opción de ahorro voluntario. Esto también facilita la promoción de mecanismos de ahorro voluntario automático, ya que se preestablece un fondo al cual canalizar las aportaciones voluntarias. Por ejemplo, en México, cada Administradora de Fondos de Ahorro para el Retiro (AFORE) tiene distintos productos de ahorro voluntario con un portafolio variado de riesgo y maduración de las inversiones. Pero al mismo tiempo, tienen un producto de ahorro voluntario base (ahorro de corto plazo), al que se canalizan las aportaciones voluntarias que los trabajadores realizan a través de diversos canales de recaudación como son redes comerciales o AFOREMóvil (un aplicativo móvil que permite la afiliación y aportaciones a la cuenta individual en el sistema de pensiones). En el caso de Perú se podría definir como base o default el fondo en el que el afiliado tiene su ahorro obligatorio o el de menor riesgo, y mantener la alternativa de que el afiliado escoja otro fondo de su preferencia.
- d. **Desarrollar un ecosistema de ahorro voluntario que haga este mecanismo de ahorro accesible y asequible para todos los afiliados del sistema.** Accesible ya que permite realizar aportaciones a través de múltiples canales como pueden ser: débito automático, sucursales bancarias y de las AFPs, aplicativos móviles, redes comerciales (supermercado, farmacia, gasolinera). Asequible ya que permite hacer aportaciones de pequeños montos y con la frecuencia que mejor convenga al afiliado.

Más aún, normalmente los incentivos deben ser acompañados de un impulso a la cultura previsional, y de educación en torno a la importancia de la planeación financiera para la población afiliada. La Ley de Reforma del SPP ya prevé un mecanismo para revisar el tema de cultura y participación del ciudadano y la SBS está estudiando el mecanismo de implementación. Profundizar en cómo estos esfuerzos de educación previsional pueden llegar masivamente a la ciudadanía es uno de los retos pendientes de las instituciones de seguridad social en la región.

III.D.4 Mitigar los efectos asociados a las leyes 30425 y 30478

Probablemente el riesgo más agudo al que la reciente Ley que permite el retiro a suma alzada del 95.5% del saldo en la cuenta individual al momento de la jubilación expone a los afiliados es el de que estos sobrevivan a sus ahorros y caigan en una situación de pobreza. El riesgo de que esto suceda es particularmente agudo a partir de los 80 años, cuando las capacidades laborales se ven significativamente reducidas. Tres maneras de mitigar esta situación son:

- (i) estudiar la factibilidad de introducir un esquema fiscal especial para quien decida retirar a suma alzada del tipo TET; a ser revisado por las autoridades tributarias,¹¹³ y/o,
- (ii) incorporar un diseño al retiro a suma alzada, de modo que solamente este permitido parcialmente para rangos de saldo en la cuenta individual ya sea muy bajos o bien por encima del saldo necesario para comprar un producto de retiro; o,
- (iii) reducir el porcentaje del que se puede disponer a suma alzada y mandar la compra un seguro de longevidad con el monto liberado¹¹⁴.

La primera medida sigue las mejores prácticas internacionales en materia de diseño de este tipo de prestaciones a suma alzada. La segunda introduciría criterios de optimalidad en el diseño del retiro parcial. La tercera medida traería consigo varias ventajas. La primera es asegurar a los individuos contra el riesgo de sobrevivir a sus ahorros. Con ello se mitiga uno de los principales riesgos que la nueva Ley generó. Paralelamente se disminuye el riesgo fiscal contingente que el potencial aumento de la pobreza en la vejez significaría para el país. Por el contrario, esta medida acarrearía beneficios en términos de cobertura pasiva y suficiencia (Berstein, Morales y Puente, 2015). Además, la compra obligatoria de un seguro de longevidad vuelve irrelevante la existencia de otros productos de retiro que han generado complicaciones políticas, tales como el retiro programado, en su definición actual. Al existir un seguro de longevidad que toma la forma de una renta vitalicia diferida, el producto que toma relevancia es la renta temporal ajustada al horizonte temporal de inicio del seguro de longevidad. Esto descomprime la discusión política sobre las tablas de mortalidad.

Con respecto a la Ley 30478, que permite al afiliado disponer de hasta el 25% del saldo en la cuenta individual durante la etapa de acumulación, resulta importante alinear el diseño con las prácticas internacionales. La revisión de la medida que permite el uso de hasta el 25% del saldo en la cuenta individual para fines de la compra de una primera vivienda o inmueble o para amortizar una hipoteca a la luz de la evidencia internacional sugiere que el porcentaje es excesivo y que una buena medida de política consistiría en reducir el porcentaje disponible de 25 a un porcentaje no mayor al 15. Adicionalmente, es deseable adoptar un diseño de *préstamo y reembolso* como el existente en los planes 401(k). Si no es políticamente factible reducir el porcentaje, una alternativa es reducir la definición de la base sobre la cual se aplica este de una forma que además aliente a los *individuos* a mantenerse cotizando. Por ejemplo, podría definirse que el 25% se va a referir a las cotizaciones de los últimos 60 meses calendario. El nuevo esquema de préstamo-reembolso debería imponer una tasa de interés similar a la rentabilidad del fondo de pensiones en el que el individuo tiene el resto de su saldo, más un costo de administración. Si el individuo no repaga su préstamo, este no podrá acceder a más préstamos durante su vida laboral.

¹¹³ En los países en donde se permite un pago a suma alzada, este pago típicamente conlleva una penalidad adicional en términos de impuesto a la renta. Un ejemplo es el Reino Unido, en donde el retiro a suma alzada está expuesto a un impuesto del 25%.

¹¹⁴ El mandato es necesario para lograr la escala o masa crítica necesaria para que haya oferta de este producto.

Bibliografía

- Adriaansen, H. (2014). Housing Wealth as a Supplement on Pension Savings. NETSPAR Master's Thesis.
- Agnew, J. (2013). "Australia's Retirement System: Strengths, Weaknesses, and Reforms", *Center for Retirement Research at Boston College*, April 2013, Number 13-5.
- Agnew, J., y H. Bateman., y S. Thorp. (2013). "Financial literacy and retirement planning in Australia" *Numeracy*: Vol. 6: Iss. 2, Article 7.
- Alessie, R., y M. van Rooij, y A. Lusardi. (2011). "Financial literacy, retirement preparation and pension expectations in the Netherlands." *De Nederlandsche Bank Working Paper No. 289 / March*.
- Alfaro Esparza, E. (2004) "El Sistema Previsional Peruano Y La Necesidad De Plantear Una Nueva Reforma" Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Allport, W., Pagliaro, C., y Sandbrook, W. (2019), How the UK Saves: the effects of phasing, Vanguard y NEST Insight. Disponible en: <http://www.nestinsight.org.uk/wp-content/uploads/2019/03/How-the-UK-Saves-the-effects-of-phasing.pdf>
- Almeida, R. y P. Carneiro. (2012). "Enforcement of labor regulation and informality". *American Economic Journal: Applied Economics*, 4(3): 64-89. 10.1257/app.4.3.64.
- Almenberg, J., y J. Säve-Söderbergh. (2011). "Financial literacy and retirement planning in Sweden". *Discussion Paper 01/2011-018*, January. Available at: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=114076>
- Alonso, J., R. Sánchez y D. Tuesta. "Un modelo para el sistema de pensiones en el Perú: diagnóstico y recomendaciones." *Banco Central de Reserva del Perú*. 2013
- Altamirano, A., M. Bosch, S. Berstein, M. García-Huitrón, M.L. Oliveri. (2018). *Presente y futuro de las pensiones en América Latina y el Caribe. Monografía*, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Andrade, A., M. Bruhn y D. McKenzie. 2012. "A Helping Hand or the Long Arm of the Law? Experimental Evidence on What Governments Can Do to Formalize Firms." Documento de trabajo de investigación de políticas Nro. WPS6435, serie evaluaciones de impacto Nro. IE 92. Washington, D.C.: Banco Mundial.
- Andrews, D., A. Caldera Sánchez y Å. Johansson (2011), "Housing Markets and Structural Policies in OECD Countries", OECD Economics Department Working Papers, No. 836, OECD Publishing.
- Antolín, P., y S. Payet, E. R. Whitehouse, y J. Yermo. (2011), "The Role of Guarantees in Defined Contribution Pensions", OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No. 11, OECD, Paris.
- Antón, A., F. Hernández, y S. Levy. (2011). "The End of Informality in Mexico?: Fiscal Reform for Universal Social Insurance". División de Mercados Laborales y Seguridad Social, *Banco Interamericano de Desarrollo*, Washington, DC.
- Azuara, O, y M. Bosch, y M. García-Huitrón, y D. Kaplan y M. T. Silva-Porto. (2019). "Diagnóstico del sistema de pensiones mexicano y opciones para reformarlo" Banco Interamericano de Desarrollo.
- Banco Mundial. (1994). *Envejecimiento sin crisis: políticas para la protección de los ancianos y la promoción del crecimiento*. Washington, D.C.: Banco Mundial.
- Banco Mundial. (2005). *Old-age income support in the 21st century: An international perspective on pension systems and reform*. Holzmann, R. y Hinz, R. Editores. Washington D.C.: The World Bank.
- Bando, R., S. Galiani, y P. Gertler. (2016). "The Effects of Non-Contributory Pensions on Material and Subjective Well". NBER Working Paper No. 22995.

- Banks, J. y Oldfield, Z. 2007. Understanding pensions: Cognitive function, numerical ability and retirement saving. *Fiscal Studies*, 28: 143–170. doi: 10.1111/j.1475-5890.2007.00052.
- Barr, N. and P. Diamond. (2008). *Reforming Pensions: Principles and Policy Choices*. Oxford University Press.
- Basu, A. Byrne, A. y Drew, M.E. (2011) 'Dynamic lifecycle strategies for target date retirement funds', *Journal of Portfolio Management* 37(2): 83–96.
- Berdejo, M. A., B. Galarza y J. Nagamine (2006): "Mecanismos para incentivar la competencia en los sistemas de pensiones basados en capitalización individual". Documento de Trabajo 01/2006, *Superintendencia de Banca, Seguros y AFP*, Perú.
- Bernal, N. (2016) "Public Pension Expenditures in Latin America and Projections to 2075: Evidence from Chile, Peru, Colombia and Mexico." *Apuntes* vol.43, n.79, pp.79-128. ISSN 0252-1865. <http://dx.doi.org/10.21678/apuntes.79.867>.
- Bernal, N. (2017) "Los Gastos Públicos en Pensiones en América Latina y sus Proyecciones al 2075: Evidencia de Chile, Perú, Colombia y México". Por publicarse en *Ideas para una reforma de Pensiones*. David Tuesta, Ángel Melguizo y Luis Carranza Editores, Universidad del Pacífico.
- Bernal, N., Muñoz, A., Perea, H., Tejada, J. y Tuesta, D. (2008) "Una mirada el Sistema Peruano de Pensiones". *Banco Continental (BBVA) – Centro de Estudios Económicos Research*.
- Berstein, S. M. y R. A. Chumacero. (2012). "VaR limits for pension funds: an evaluation," *Quantitative Finance*, Taylor & Francis Journals, vol. 12(9), pages 1315-1324.
- Berstein, S. y M. Bosch, y M. García-Huitrón y L. Oliveri. (2017). "Adecuación de beneficios y mecanismos de redistribución presentes en los sistemas de cobertura a la vejez en América Latina y el Caribe". Nota Técnica. Por publicarse en 2017. División de Mercados Laborales y Seguridad Social, *Banco Interamericano de Desarrollo*, Washington, DC.
- Berstein, S., M. Morales y A. Puente. (2015). "Rol de un seguro de longevidad en América Latina: casos de Chile, Colombia, México y Perú." Documento presentado en el XIII Seminario Internacional de la FIAP, *Los sistemas de pensiones multipilares: invirtiendo en el futuro*, 24 y 25 de septiembre, Montevideo.
- Berstein, S., O. Fuentes, y F. Villatoro (2013). "Default investment strategies in a defined contribution pension system: a pension risk model application for the Chilean case", *Journal of Pensions Economics and Finance*.
- Bertolotto, J. (2015). Cálculo de pensiones de jubilación en el Sistema Privado de Pensiones. *Revista de ciencias de la gestión*. Vol. I, N° 1 pp. 116-134
- Beshears J, Choi JJ, Hurwitz J, Laibson D, Madrian BC. (2015) "Liquidity in Retirement Savings Systems: An International Comparison." *American Economic Review Papers and Proceedings* 2015; 105(5):420-425.
- BID [Banco Interamericano de Desarrollo]. (2005). A quarter century of pension reform in Latin America and the Caribbean: Lessons learned and next steps, Crabbe, C. editor, *Banco Interamericano de Desarrollo*, Washington, DC.
- BID [Banco Interamericano de Desarrollo]. (2008). "Social Protection Surveys in Mexico and Peru." División de Mercados Laborales y Seguridad Social, *Banco Interamericano de Desarrollo*, Washington, DC.
- BID [Banco Interamericano de Desarrollo]. (2016) *Ahorrar para desarrollarse: Cómo América Latina y el Caribe puede ahorrar más y mejor*. Desarrollo en las Américas (DIA) Publicación insignia del BID, *Banco Interamericano de Desarrollo*, Washington, DC.

Bikker, J. y de Dreu, J. (2007). "Operating Costs of Pension Schemes." In Steenbeek, O. and Van der Lecq, F., Editores, *Costs and Benefits of Collective Pension Systems*, pages 51–74. Springer Berlin Heidelberg.

Blake, D. (2016) "We Need a National Narrative: Building a Consensus around Retirement Income" The Independent Review of Retirement Income.

Blake, D., B. Lehmann and A. Timmermann (2002) "Performance Clustering and Incentives in the UK Pension Industry" *Journal of Asset Management*, 3, 2002, p 173-194.

Blakstad, M. (2018), Behavioral innovation in UK Pensions, NEST Insight Unit, presentación realizada en el Seminario Internacional de AIOS y BID realizado en la Ciudad de Panamá en abril de 2018.

Blakstad, M. (2019), Encouraging and facilitating long-term savings among the self-employed population, NEST Insight Unit, presentación realizada en el Seminario Internacional de AIOS y BID realizado en la Ciudad de Montevideo en abril de 2019.

Boisclair, D., A. Lusardi, y P. Michaud. (2014). "Financial literacy and retirement planning in Canada," June. CIRANO. Available at: <<https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/education-financiere/etudes-sondages/FinancialLiteracyCanadafinalJune2014.pdf>>

Bosch, M., Á. Melguizo y C. Pagés. 2013. *Better Pensions, Better Jobs: Towards Universal Coverage in Latin America and the Caribbean*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.

Bosch, M., S. González, M.T. Silva-Porto. (2019). Intervención conductual y cumplimiento de la obligación de seguridad social y de cuota de empleo de personas con discapacidad: Evidencia de una Evaluación de Impacto en Perú. Publicación pendiente.

Bosch, M., S. Berstein, F. Castellani, M. Garcia-Huitrón y M. L. Oliveri. (2015). "Diagnóstico del sistema previsional colombiano y opciones de reforma." Nota técnica del BID no. 825. División de Mercados Laborales y Seguridad Social, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.

Bovenberg, L. and Petersen, C. (1992), "Public Debt and Pension Policy." *Fiscal Studies*, 13: 1–14. doi:10.1111/j.1475-5890.1992.tb00180.x

Bovenberg, L., y T. Nijman. (2019). "New Dutch pension contracts and lessons for other countries." *Journal of Pension Economics and Finance*, 18(3), 331-346. doi:10.1017/S1474747218000124

Broeders, D., D. Chen, P. Minderhoud, y W. Schudel. (2016) Pension funds' herding. De Nederlandsche Bank Working Papers No. 503.

Brüggen, E., y T. Post y K. van der Heijden. (2017). "Creating good choice environments: Insights from research and industry practice" Netspar Design Paper 88.

Brunner, G., Ri. Hinz, y R. Rocha (2008). *Risk-Based Supervision of Pension Funds: Emerging Practices and Challenges*. Washington D.C.: Banco Mundial.

Buchanan, J. M. (1968). "Social insurance in a growing economy: a proposal for radical reform". *National Tax Journal*, Vol. 21.

Carranza, L., A. Melguizo y D. Tuesta, (2012). "Aportaciones compartidas para pensiones en Colombia, México y Perú: Experiencias y perspectivas." Documentos de Trabajo, Número 12/34, *BBVA Research*.

Casalí, P., y O. Cetrángolo, y A. Goldschmit. (2015) "Análisis Integral de la Protección Social en el Perú". Organización Internacional del Trabajo y Ministerio del Trabajo y Promoción del Empleo, Perú.

Centre for Market Design. (2014). "Competitive mechanisms for allocating employees to default superannuation funds" University of Melbourne.

Chen, P., R. G. Ibbotson, M. A. Milevsky, y K. X. Zhu (2007). "Lifetime Financial Advice: Human Capital,

Asset Allocation, and Insurance.” CFA Research Foundation Publications.

Clements, B., D. Coady, M. Soto, F. Eich, A. Kangur, J. Kapsoli, K. Kashiwase, M. Nozaki, B. Shang y V. Thakoor. 2011. “The Challenge of Public Pension Reform in Advanced and Emerging Economies.” Documento. Departamento de Asuntos Fiscales, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.

Coleman, S. (1996), ‘The Minnesota Income Tax Compliance Experiment: State Tax Results’, MPRA Paper No. 4827, University of Munich.

CONSAR, (2019). “Fondos Generacionales,” Webinar de Octavio Ballinas a la Red PLAC, BID. Disponible en <https://www.iadb.org/en/sector/social-investment/plac-network/webinars>.

CPC [Consejo Privado de la Competitividad] (2019), Informe de Competitividad 2019, Lima, Perú.

Creedy, J., N. Gemmell y G. Scobie (2014) “Pensions, Savings and Housing: A Life-cycle Framework with Policy Simulations” Treasury Working Paper Series 14/14. New Zealand Treasury.

Cremer, H. y Pestieau, P. (2016). “Taxing Pensions”. *CESifo Working Paper Series* No. 5930.

Cronqvist, H. and Thaler, R. H. (2004). “Design Choices in Privatized Social-Security Systems: Learning from the Swedish Experience.” *American Economic Review*, 94(2):424–428.

Cruz-Saco, M.A., y J. Mendoza, y B. Seminario (2014) “El Sistema Previsional del Perú: Diagnóstico 1996-2013, Proyecciones 2014-2050 y Reforma” Documento de Discusión DD/14/11. Universidad del Pacífico.

Cui, J. (2008). DC Pension Plan Defaults and Individual Welfare. *NETSPAR Working Papers*, 09-2008(37).

Davidoff, T. (2009). Housing, health, and annuities. *Journal of Risk and Insurance*, 76(1).

Demaestri, E. y D. Sourrouille (2003). “Integrated Financial Regulation and Supervision: Experiences in Selected Countries.” Sustainable Development Department, Technical Papers Series, *Banco Interamericano de Desarrollo*, Washington, DC.

Diaz-Gimenez, J. (2016) “El ABC del ahorro para la jubilación.” Instituto BBVA de Pensiones. Documento de Trabajo: N° 13/2015 Madrid, agosto de 2015.

Donkers, B. y B. Dellaert, y M. Dai, y S. Wendel. (2016) “Consumer retirement planning over the life cycle: Normative and behavioral perspectives on assisting consumer decision-making.” NETSPAR Survey Paper 48 - December 2016. Interactive pension communication and decision making.

Dorfman, M. (2015). Pension patterns in Sub-Saharan Africa. Social protection and labor discussion paper; no. 1503. Washington, D.C.: World Bank Group.

Dutta, J., y S. Kapur, y Orszag, J. M., (2000), “A portfolio approach to the optimal funding of pensions,” *Economics Letters*, 69, issue 2, p. 201-206.

Elton, E.J., Gruber, M.J. y Blake, C. (2003). “Incentive Fees and Mutual Funds”, *Journal of Finance* 58, 779-804.

Estrada, J. (2014a) “Rethinking Risk.” *Journal of Asset Management*, Vol. 15, No. 4 (2014b), pp. 239-259.

Estrada, J. (2014b) “Rethinking Risk (II): The Size and Value Effects.” *The Journal of Wealth Management*, Winter (2014c), pp. 78-83

Fajnzylber, E., G. Plaza y G. Reyes. 2009. “Better-informed Workers and Retirement Savings Decisions: Impact Evaluation of a Personalized Pension Projection in Chile.” Research Working Paper Series Nro. 31. Santiago de Chile: Chilean Pension Supervising Authority.

- Falk, A., Becker, A., Dohmen, T., Enke, B., Huffman, D., y Sunde, U. (2018). Global evidence on economic preferences. *The Quarterly Journal of Economics*, 133(4), 1645-1692.
- FIAP. (2016). Libertad en el retiro de fondos de pensiones: Lecciones sobre la experiencia del Reino Unido. Nota de Pensiones N° 10. Santiago, Chile.
- Financial Conduct Authority. (2016). *Financial Advice Market Review*.
- FMI [Fondo Monetario Internacional] (2016). "Peru: 2016 Article IV Consultation-Press Release; and Staff Report"
- Fornero, Elsa and Monticone, Chiara, Financial literacy and pension plan participation in Italy (January 31, 2011). Netspar Discussion Paper No. 01/2011-019. Available at <http://ssrn.com/abstract=1810475> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1810475>
- Freudenberg, C, and F. Toscani. (2019). "Informality and the Challenge of Pension Adequacy: Outlook and Reform Options for Peru". IMF Working Papers, WP No. 19/149.
- Friede, G., y T. Busch, y A. Bassen. (2015) "ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies." *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5:4, 210-233, DOI: 10.1080/20430795.2015.1118917
- Frolich, M., Kaplan, D., Pages, C., Rigolini, J., and Robalino, D., editors (2015). Social Insurance, Informality, and Labor Markets: How to Protect Workers While Creating Good Jobs. Oxford University
- Fudenberg, D. and Tirole, J. (1984). "The Fat-Cat Effect, the Puppy-Dog Ploy and the Lean and Hungry Look", *American Economic Review*, 74: 361-366.
- Galarza, B. y J. Olivera (2001): "La industria en el sistema privado de pensiones de Perú". Documento de Trabajo 02/2001, *Superintendencia de Banca, Seguros y AFP*, Perú.
- Gálvez Quispe, R. (2017). "El efecto de la garantía de rentabilidad mínima sobre la selección de portafolio de las AFP." Tesis de Grado, PUCPC, Perú.
- Garabato Moure, N. (2016). "Financial literacy and retirement planning in Chile." *Journal of Pension Economics and Finance*, 15, pp 203-223. doi:10.1017/S1474747215000049.
- García-Huitrón, M. y E.H.M. Ponds (2016). "Participation and Choice in Funded Pension Plans: Guidance for the Netherlands from worldwide diversity" NETSPAR Design Paper. NETSPAR Industry Series.
- García-Huitrón, M., y E. Seira. (2015). "Consideraciones sobre la Evolución y Retos del Sistema de Ahorro para el Retiro." Fundación de Estudios Financieros, Instituto Tecnológico Autónomo de México, México City.
- García-Huitrón, M., y J. de Haan, y E. Montemayor y E.H.M. Ponds (2017) "Making Defined Contribution Schemes in Latin America work for the individual participant." Por publicarse en *Ideas para una reforma de Pensiones*. David Tuesta, Ángel Melguizo y Luis Carranza Editores, Universidad del Pacífico.
- Gill, I., y T. Packard y J. Yermo. 2004. *Keeping the Promise of Social Security in Latin America*. World Bank and Stanford University Press.
- González-Páramo, J. M. y A. Melguizo. 2013. "Who Bears Labour Taxes and Social Contributions? A Meta-Analysis Approach." *SERIEs - Journal of the Spanish Economic Association*, Vol. 4(3):247–271.
- Gunnar F., y T. Busch, y A. Bassen (2015) "ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies," *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5:4, 210-233, DOI: 10.1080/20430795.2015.1118917
- H. M. Treasury (2010). *Call for evidence on early access to pension savings*. Consultation was published under the 2010 to 2015 Conservative and Liberal Democrat coalition government.

- Hasseldine, J, James, S., and Toumi, M. (2007), 'Persuasive Communications: Tax Compliance Enforcement Strategies for Sole Proprietors', *Contemporary Accounting Research*, 24, 171–94.
- Henrique de Andrade, Gustavo; Bruhn, Miriam; McKenzie, David. 2013. A Helping Hand or the Long Arm of the Law? Experimental Evidence on What Governments Can Do to Formalize Firms. Policy Research Working Paper: No.6435. World Bank, Washington, D.C.
- Heuser, A. y J. Kwok y D. Snethlage y D. Watts, 2015. "Review of the KiwiSaver Fund Manager Market Dynamics and Allocation Assets". New Zealand Treasury Working Paper.
- Holzmann, R., Palmer, E., & Robalino, D. (Eds.). (2012). *Nonfinancial Defined Contribution Pension Schemes in a Changing Pension World: Volume 1: Progress, Lessons, and Implementation*. The World Bank.
- Impavido, G., Lasagabaster, E., and Garcia-Huitron, M. (2010). *New Policies for Mandatory Defined Contribution Pensions: Industrial Organization Models and Investment Products*. The World Bank, Washington, DC.
- Indian program for self-employed Available at: <http://www.pfrda.org.in/WriteReadData/Links/APY-Scheme%20details5895a705-71c8-4b1e-b533-9ba8ecce6138.pdf>.
- Karlan, D., M. McConnell, S. Mullainathan, and J. Zinman. (2012). Getting to the Top of Mind: How Reminders Increase Saving, NBER/Yale University Working Paper, available at: <http://karlan.yale.edu/p/Top%20of%20Mind%202012mar.pdf>
- Kast, F., S. Meier y D. Pomeranz. (2012). "Under-Savers Anonymous: Evidence on Self-Help Groups and Peer Pressure as a Savings Commitment Device." Documento de trabajo del NBER no. 18417. *National Bureau of Economic Research*, Cambridge, MA.
- Kingston, G. y J. Piggott. (1993). "A Ricardian Equivalence Theorem on the taxation of pension funds" *Economics Letters*, Volume 42, Issue 4, 1993, Pages 399-403
- Klapper, Leora F. and Panos, Georgios A. (2011). Financial literacy and retirement planning: The Russian case. University of Essex CER Working Paper No. 3, August. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1984059
- Kleven, HJ, Knudse, M, Thursturp Kreiner C, Pedersen S, and Saez E, (2011), "Unwilling or Unable to Cheat? Evidence from a Tax Audit Experiment in Denmark", *Econometrica*, 79, 651–92.
- Koh, B. (2014). Singapore's Social Security Savings System: Review and Reform. *In Reimagining Pensions: The Next 40 Years*, Olivia Mitchell y John Piggott Editores. Pension Research Council. Oxford University Press.
- Koh, B. S. K., Mitchell, O. S., Tanuwidjaja, T., y Fong, J. (2008). Investment patterns in Singapore's Central Provident Fund System. *Journal of Pension Economics and Finance*, 7:37–65.
- Landerretche, O. M. and Martínez, C. (2013). "Voluntary savings, financial behavior, and pension finance literacy: evidence from Chile." *Journal of Pension Economics and Finance*, 12, pp 251-297. doi:10.1017/S1474747212000340.
- Love, D. (2006). "Buffer stock saving in retirement accounts." *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, 53(7):1473–1492
- Lu, T., Mitchell, O. S., Utkus, S. P., and Young, J. A. (2014). "Borrowing from the Future. 401(k) Loans and Loan Defaults." PRC WP2014-01. Working Paper. *Pension Research Council*. Wharton School, University of Pennsylvania.
- Lundbergh, S. (2017). Pilot study of possible structural changes for a more secure and more efficient premium pension system. Ministry of Health and Social Affairs, Sweden.

Lusardi, A. and O.S. Mitchell (2007), "Baby Boomer retirement security: The roles of planning, financial literacy, and housing wealth", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 54, No. 1, pp. 205-224, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jmoneco.2006.12.001>.

Maceira, D. (2014). "Cuadrantes de análisis en los sistemas de salud de América Latina." Documentos de Trabajo CEDES 122/2014.

Maceira, D., Garlati, A., y Kweitel, M. (2010). *Estructura de costos en administradoras de fondos de pensiones en América Latina*. Reporte, Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS).

Martellini, L. (2016). "Mass Customization versus Mass Production in Investment Management: How An Industrial Revolution is about to Take Place in Investment Management and Why it Involves a Shift from Investment Products to Investment Solutions." EDHEC-Risk Institute Publication.

Masías, L. (2015). "Supervisión de las Inversiones con Recursos de los Fondos de Pensiones en Países de América Latina Miembros de AIOS". Documento de Trabajo, *Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS)*.

Masías, L. y Sánchez E. (2007). "Competencia y reducción de comisiones en el sistema privado de pensiones: el caso peruano". SBS Documento de Trabajo N° 2. Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones.

Mastrogiacomo, M y R. Alessi (2014), "Where are the retirement savings of self-employed? An analysis of 'unconventional' retirement accounts." Netspar DP 12/2014-058.

Mastrogiacomo, M. (2016). "Will we repay our debts before retirement? Or did we already, but nobody noticed?: A 'second and half' pillar for the self-employed?" Design Paper 64, Netspar.

Mastrogiacomo, M., Y. Li en R. Dillingh (2015), "Entrepreneurs without wealth? An overview of their portfolio using different data sources for the Netherlands." Netspar Design Paper 37.

Mckinsey Global Institute. (2016). "Diminishing Returns: Why Investors Need to Lower Their Expectations"

MEF [Ministerio de Economía y Finanzas]. (2018), Política Nacional de Competitividad y Productividad, Decreto Supremo N 345-2018-EF, Perú.

MEF [Ministerio de Economía y Finanzas]. (2019), Plan Nacional de Competitividad y Productividad, Decreto Supremo N 237-2019-EF, Perú.

Mendoza, R. (2014). "" Eficiencia financiera en los portafolios de inversión de las AFP en el Perú: Un enfoque Robusto de Multi-fondos." Documento de trabajo elaborado por el *Banco Central de Reserva del Perú*.

Merton, R.C. (2014) "The Crisis in Retirement Planning," *Harvard Business Review* August 2014.

Merton, R.C. (2019). "Next Generation Pension Design," Webinar para la Red PLAC, BID. La presentación y el audio del Webinar están disponibles en la página de la Red PLAC: <https://www.iadb.org/es/sectores/inversion-social/red-plac/webinars>

Mesa-Lago, C. (2012). *Reassembling Social Security, A Survey of Pensions and Health Care Reforms in Latin America*, Oxford University Press

Mitchell, O. and Piggott, J. (2011), "Turning Wealth into Lifetime Income: The Challenge Ahead". In Mitchell, Olivia et al (eds.), *Revisiting Retirement Payouts*, Oxford University Press, 2011, 1-12.

Moloché, G. (2012). "Política óptima de inversiones de las AFPs: Implicancias del marco regulatorio y los esquemas de comisiones." Informe Final, Consorcio de Investigación Económica y PUCP.

Mongrovejo (2016). "Hacia un nuevo y mejorado esquema regulatorio de inversiones: la visión del regulador." Presentación para el Seminario Inversiones en un mundo de bajas rentabilidades, FIAP-AAFP, Santiago, Chile.

Monterde A., y D. Valero. (2012). "Managing investment risk in Chilean pension funds". OECD. Disponible en http://www.oecd.org/findDocument/0,3770,en_2649_34853_1_119666_1_1_1,00.html

Musalem, A. R., R. Pasquini. (2012). "Private Pension Systems: Cross-Country Investment Performance." *Social Protection and Labor Discussion Paper*. No. 1214. World Bank, Washington, DC.

MTPE (2018), flujo del Empleo formal en Perú, Boletín Informativo Laboral N 80, agosto de 2018.

Musgrave, R. M. (1968) "The role of Social Insurance in an overall program for social welfare. Publicado en W. G. Bowen et. al. *The Princeton Symposium on the American System of Social Insurance* (New, York):23-40.

Naciones Unidas (2014). World Population Prospects: The 2012 Revision, Methodology of the United Nations Population Estimates and Projections. ESA/P/WP.235.

OECD (2013), *Pensions at a Glance 2013: OECD and G20 indicators*, OECD Publishing, Paris.

OECD (2013). "OECD Guidelines for Pension Fund Governance." OCDE, París. Disponible en <http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/34799965.pdf>.

OECD (2015a), "Reforming the pension system to increase coverage and equity". Capítulo 2 en *OECD Economic Surveys COLOMBIA*, enero 2015. OECD publishing. Paris

OECD (2015b), *Pensions at a Glance 2015: OECD and G20 indicators*, OECD Publishing, Paris.

OECD (2015c) *OECD Economic Surveys: United Kingdom 2015*, OECD Publishing, Paris.

OECD (2016), "Regulatory Policy in Peru." *OECD Reviews of Regulatory Reform*, enero 2015. OECD publishing. Paris

OECD. (2019). "Design of Pension Arrangements to Mitigate Longevity Risk". Working Party on Private Pensions. Forthcoming in 2019. OECD Publishing, Paris.

Olivera, J. (2010). "Estudio sobre el diseño y costo de una pensión no contributiva en Perú." Foro Envejecimiento con Dignidad: Por una Pensión No Contributiva. *Oficina Internacional del Trabajo*.

Olivera, J. (2015). "Perú." Capítulo 13 en *Beyond Contributory Pensions: Fourteen Experiences with Coverage Expansion in Latin America*. Rafael Rofman, Ignacio Apella and Evelyn Vezza Editores. World Bank, Washington, DC.

Olivera, J. (2016). Evaluación de una propuesta de sistema de pensiones multipilar para Perú. Apuntes, 43(78), 9-40.

Olivera, J. and B. Zuluaga (2014). "The ex-ante effects of non-contributory pensions in Colombia and Perú." *Journal of International Development* 26(7), 949–973.

Palacios, R. y R. Rofman (2001). "Annuity Markets and Benefit Design in Multipillar Pension Schemes: Experience and Lessons from Four Latin American Countries". World Bank, Working Paper Series WP 23159.

Palomino, M. (2015) "Perú: Múltiples experiencias, grandes desafíos" Capítulo X en *Cómo fortalecer los sistemas de pensiones latinoamericanos. Experiencias, lecciones y propuestas*. Tomo II. Rodrigo Acuña, Coordinador. Sura Asset Management.

Paz, J. y Ugaz, R. (2003). "Análisis del Sistema Privado de Pensiones desde un Enfoque de Costos Hundidos Endógenos." Consorcio de Investigación Económico y Social, Lima - Perú.

Pensions Policy Institute (2016a). "Lifetime ISAs: pension complement or rival?" Briefing Note 81.

- Pensions Policy Institute (2016b). "Lifetime ISAs - the international evidence" Briefing Note 82.
- Pereda, J. (2007) "Estimación de la Frontera Eficiente para las AFP en el Perú y el Impacto de los Límites de la Inversión: 1995–2004". Documento de trabajo elaborado por el *Banco Central de Reserva del Perú*.
- Poblete, D. (2005) "Grado de focalización óptimo de las pensiones no contributivas en el Tercer Mundo". *Tesis de Economía*, Instituto de Economía UC, Santiago.
- Raddatz, C., y S. Schmukler (2008). "Pension Funds and Capital Market Development: How Much Bang for the Buck?" Policy Research Working Paper 4787, World Bank, Washington, DC.
- Ramos, R. (2014). El nuevo factor de revalorización y de sostenibilidad del sistema de pensiones español. *Boletín Económico*, (JUL).
- Randle, A., Rudolph, H., (2014), 'Pension Risk and Risk-based Supervision in Defined Contribution Pension Funds', Working Paper WPS 6813, World Bank, Washington, DC.
- Robles, E. (2016). "Traspasos entre Administradoras de Fondos de Pensiones en América Latina" Mimeo.
- Rocha, R., y R. Hinz. (2007). "Mandatory Private Pension Systems: Can They Meet Expectations?" Presentado en el foro *Financial and Private Development Forum Finance and Markets for All: What, Why, When and How?* World Bank, April 25–26, Washington, DC.
- Romaniuk, K. (2013), "Pension fund taxation and risk-taking: should we switch from the EET to the TEE regime?" *Annals of Finance* 9:573-588.
- Schmukler, S. (2008). "Long-term Finance," *Global Financial Development Report, 2015-2016* World Bank, Washington, DC
- Schwartz, R. and Orleans, S. (1967), 'On Legal Sanctions', *The University of Chicago Law Review*, 34, 274–300.
- Sekita, S. (2011). financial Literacy and Retirement Planning in Japan Netspar Discussion Paper No. 01/2011-016. January.
- Shah, Hermant (1997). "Towards Better Regulation of Private Pension Funds." Economic Development Institute. World Bank, April.
- Shah, Hermant (2009). "Reglas de diversificación de cartera en planes de pensiones obligatorios de contribución definida." Seminario Internacional *El futuro de las pensiones: Desarrollo de los programas de capitalización individual*. Lima, Perú: Universidad del Pacífico. Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones.
- Stracca, L. (2006) "Delegated Portfolio Management: A Survey of the Theoretical Literature", *Journal of Economic Surveys*, Vol. 20, Issue 5 Page 823 December.
- Sun, W., R. K. Triest, and A. Webb. (2007). "Optimal Retirement Asset Decumulation Strategies: The Impact of Housing Wealth." Public Policy Discussion Paper 07-2, *Federal Reserve Bank of Boston*, Boston.
- Sunstein, C. y Thaler, R.H. (2008), *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*. New Haven, CT: Yale University Press.
- Sutton, J. (1996). "Game-theoretic Models of Market Structure" STICERD - Economics of Industry Papers 15, Suntory and Toyota International Centres for Economics and Related Disciplines, LSE.
- Sutton, John (1991), *Sunk Costs and Market Structure: Price Competition, Advertising, and the Evolution of Concentration*, MIT Press, Cambridge MA.
- Thaler, R. and Sunstein, C. (2009). *Nudge: improving decisions about health, wealth, and happiness*.

- Swedish Pensions Agency (2016). *The Orange Report: Annual Report of the Swedish Pension System*. Technical report.
- Thaler, R. H. y S. Benartzi. 2004. "Save More Tomorrow™: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving." *Journal of Political Economy* 112(S1) Febrero: S164–S187.
- Uccelli, F. (2016). "Peru Trip Notes: Postelection Challenges and Opportunities." *Latin America Emerging Markets Research*, J.P. Morgan.
- Valdés, S. (2002). "Políticas y Mercados de Pensiones." Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Valdes, S. (2014). Presentación ante Comisión Asesora Presidencial sobre el Sistema de Pensiones. Mimeo.
- Valdés-Prieto, S. (2000): "The Financial Stability of Notional Account Pensions". *Scandinavian Journal of Economics*, 102 (3), 395-417.
- VanDerhei, J., Holden, S., Alonso, L., and Bass, S. (2013). "401(k) plan asset allocation, account balances and loan activity in 2012." *EBRI Issue Brief*, (394).
- Weaver K. y A. Willen (2013). "The Swedish pension system after twenty years: Mid-course corrections and lessons" *OECD Journal on Budgeting* Volume 2013/3.
- Wenzel, M. and Taylor, N. (2004), 'An Experimental Evaluation of Tax-reporting Schedules: A Case of Evidence based Tax Administration', *Journal of Public Economics*, 88, 2785–99.
- Whitehouse, E. R. (2010). Decomposing notional defined-contribution pensions. *OECD Working Papers*.