

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ
FACULTAD DE CIENCIAS SOCIALES



**El efecto de la política que permite el retiro del fondo de pensiones
acumulado sobre el consumo privado de los hogares**

**TRABAJO DE INVESTIGACIÓN PARA OBTENER
EL GRADO DE BACHILLER EN CIENCIAS
SOCIALES CON MENCIÓN EN ECONOMÍA**

AUTOR

Santivañez Baca, Sonia

ASESOR

Olivera Angulo, Javier Efraín

2019

RESUMEN

El objetivo fundamental del sistema de pensiones consiste en evitar la pobreza en la vejez a través del suavizamiento del consumo. Sin embargo, a mediados del 2016 se aprobó la Ley N° 30425, que permite a los pensionistas del Sistema Privado de Pensiones (SPP) tener la opción de retirar el 95% de sus fondos a suma alzada; lo que podría afectar la finalidad de las pensiones previsionales en el Perú. Es por ello, que la presente investigación tiene como objetivo encontrar cuál es el impacto que tiene el retiro de fondos acumulados sobre el consumo privado de los hogares. El sustento teórico se basa en el Test de exceso de sensibilidad que prueba que el consumo es mucho más sensible al ingreso actual de lo que propuso la Hipótesis de Ingreso Permanente. Es decir, cambios previstos en el ingreso futuro tienen impacto en la variación del consumo. Algunas posibles explicaciones a ello son la miopía de los consumidores y la presencia de restricciones de liquidez. Para identificar este impacto se utiliza la Encuesta Nacional de Hogares (ENAH) del INEI entre los años 2012-2018 y se aplica la metodología de Diferencias en Diferencias para datos de corte transversal. La conclusión principal de la investigación es encontrar que el consumo privado de los hogares aumente en el corto plazo producto del retiro de los fondos acumulados.

Palabras clave: *consumo, pensiones, fondos previsionales, sistema privado de pensiones, diferencias en diferencias.*

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	1
2. MARCO TEÓRICO	3
2.1. TEORÍAS PREVIAS A LA HIPÓTESIS DE INGRESO PERMANENTE ...	3
2.2. LA HIPÓTESIS DE INGRESO PERMANENTE.....	5
2.3. TEORÍAS POSTERIORES A LA HIPÓTESIS DE INGRESO PERMANENTE.....	6
2.4. TEORÍAS DE LA ECONOMÍA CONDUCTUAL.....	9
3. REVISIÓN DE LITERATURA	11
3.1. ESTUDIOS MACROECONÓMICOS.....	11
3.2. ESTUDIOS MICROECONÓMICOS.....	13
4. HIPÓTESIS	28
5. HECHOS ESTILIZADOS	30
5.1. LEY N°30425	30
5.2. ESTADÍSTICAS SECUNDARIAS	30
6. DATOS	37
7. CONCLUSIONES	39
8. BIBLIOGRAFÍA	41

1. INTRODUCCIÓN

En abril del 2016, se aprobó la ley que permitía a los afiliados del Sistema de Pensiones Privado (SPP) poder retirar hasta el 95.5% de sus fondos al momento de jubilarse (Ley N° 30425). En cuestión de meses, la mayoría de los jubilados había optado por elegir retirar el 95.5% de sus fondos. Esto ocasionó dos tipos de reacciones identificadas por la prensa: (i) la solvencia de las aseguradoras y (ii) el manejo individual de los fondos por cada jubilado.

Por un lado, las aseguradoras cuentan con una menor disponibilidad de fondos para ser capitalizados lo que generaría una reducción en sus ganancias netas. Y, por otro lado, la disponibilidad de casi la totalidad de los fondos generaría que aumente el consumo presente de los jubilados, pero se halle en riesgo el consumo futuro.

Luego de dos años, se ha logrado obtener algunos indicios sobre las consecuencias de la Ley N° 30425: (i) las aseguradoras privadas lograron recuperarse ampliando su canasta de productos¹, mientras que, (ii) el 13% de los jubilados que retiraron el 95.5% de sus fondos ya se lo gastaron todo². Si bien el rol fundamental de las pensiones es el de “reducir la pobreza en la edad adulta y suavizar el consumo” (World Bank, 2019, p.3), la Ley N° 30425 pone en riesgo a los individuos debido al gasto apresurado que realizan. Aunque la cifra de los que se gastaron todos sus fondos en dos años puede parecer baja, es importante también considerar la porción de jubilados que aumentaron su consumo presente. Debido a que, no estarían suavizando su consumo en el tiempo.

¹ Medina, C. M. (21 de febrero del 2019). Aseguradoras se recuperan de retiros del 95.5% de las AFP. *Diario Correo*. Recuperado de <https://diariocorreo.pe/economia/aseguradoras-se-recuperan-de-retiros-del-955-de-las-afp-871963/>

² BID: el 13% de los que retiraron el 95.5% de su fondo de pensiones ya lo gastó. (11 de setiembre del 2018). *SEMANAeconomica.com*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/economia/afp/308525-bid-el-13-de-los-que-retiraron-el-95-5-de-su-fondo-de-pensiones-ya-lo-gasto/>

Un punto relevante a considerar es que la aprobación de la Ley N° 30425 amplió la prórroga de la Ley N° 29426 que permite que los afiliados al SPP puedan jubilarse anticipadamente si se encontraban desempleados por un año y cumplían la edad elegible: 50 años para el caso de mujeres y 55 años para el caso de hombres. En consecuencia, la mayoría de afiliados hizo uso de una combinación de ambas leyes: jubilarse antes de los 65 años y retirar el 95.5% de sus fondos de pensiones. Si el hecho de retirar casi todos los fondos a la edad de jubilación ponía en riesgo el rol fundamental de las pensiones, retirarlos a una edad más joven, aumentaba el riesgo y la preocupación sobre las consecuencias que conllevaría.

Finalmente, otra de las razones por la que es importante estudiar el impacto de la Ley N° 30425, es porque ningún otro país tiene una ley tan flexible para el retiro total de fondos de pensiones. Los casos más similares son los del Reino Unido y Australia. En ambos casos, se puede retirar una porción o todos los fondos de pensiones cuando se llega a la edad elegible: 55 años en Reino Unido y 60 años en Australia. No obstante, en el caso de Reino Unido, solo el primer tramo de 25% de los fondos no está sujeto a impuestos, y el restante que se retire está afecto a la imposición del impuesto a la renta³; mientras que en Australia, los fondos pueden ser retirados sin estar sujetos a impuestos en los casos que provengan de fondos gravados. De esta manera, se puede notar que los impuestos a los fondos retirados contrarrestan la elección del retiro de fondos en su totalidad.

El objetivo principal de este trabajo es el de determinar el impacto del retiro del capital acumulado de los fondos de pensiones sobre el consumo de los hogares en el Perú. Los objetivos secundarios serán la identificación de los grupos de tratamiento y control para el desarrollo de la metodología econométrica y, la examinación de los resultados en dos grupos de gasto: (i) consumo en bienes durables y (ii) consumo en bienes no durables.

³ Gov.uk. (Sin fecha). *Personal pensions*. Recuperado de <https://www.gov.uk/personal-pensions-your-rights/how-you-can-take-pension>.

2. MARCO TEÓRICO

Para el análisis de los efectos del retiro de fondos de pensiones en el consumo privado del hogar, por un lado, se revisarán las teorías del efecto de un shock de ingreso sobre el consumo. La primera sección presenta las teorías previas a la hipótesis de ingreso permanente: (i) el modelo del consumo intertemporal y (ii) la hipótesis del ciclo de vida. La segunda sección expone la hipótesis de ingreso permanente. Y, la tercera sección presenta las teorías posteriores a la hipótesis de ingreso permanente: (i) Certainty-Equivalence, (ii) ahorros precautorios y (iii) Buffer-Stock. Por otro lado, en la última sección, se revisarán dos teorías propuestas por la economía conductual: (i) la teoría de contabilidad mental y (ii) el descuento hiperbólico.

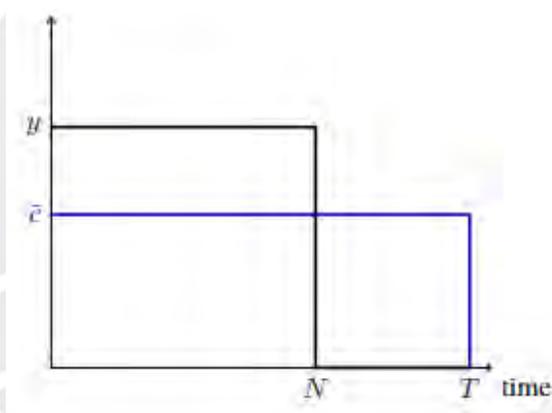
2.1. TEORÍAS PREVIAS A LA HIPÓTESIS DE INGRESO PERMANENTE

Fisher (1930), en respuesta al problema del consumo que no podía ser explicado por el modelo keynesiano, sostenía que el consumo de un individuo depende de su renta neta a lo largo de su vida. Es decir, que la renta que recibe en cada periodo no determina su consumo debido a que el individuo tiene la opción de ahorrar y endeudarse entre periodos. El interés es el precio de intercambio de bienes presentes sobre bienes futuros. Y, está compuesto de: (i) la impaciencia humana (componente subjetivo) y (ii) la oportunidad de inversión (componente objetivo). La impaciencia puede entenderse como la preferencia de bienes presentes sobre bienes futuros. Ésta puede variar de acuerdo al tamaño del ingreso, la composición del ingreso, la distribución del ingreso en el tiempo y el riesgo. El autor sostiene que los individuos van a buscar suavizar su consumo en el tiempo. Por ejemplo, si el individuo tiene una expectativa alta de ingreso futuro, preferirá consumir más en el presente endeudándose con el ingreso extra del futuro.

Por otro lado, Deaton (2005) expone el trabajo de Modigliani & Brumberg (1954), en donde se introduce la hipótesis del ciclo de vida. Los autores sostienen que la renta de un individuo varía en las diferentes fases de su ciclo

de vida, no obstante, las personas mantienen su consumo constante por medio del ahorro. Así, cuando los individuos son jóvenes, su consumo es una proporción de su salario, y el resto es ahorro (ver Gráfico 1). Luego del retiro, los individuos consumen una proporción de sus ahorros para mantener su consumo constante. Modigliani (1966) le agregó a su hipótesis el crecimiento de la población, el crecimiento de la productividad y los efectos sobre la riqueza agregada. Encontró que los efectos del crecimiento poblacional y el crecimiento de la productividad (por separado) implican un incremento en el ingreso (ver Gráfico 2). Además, el crecimiento del ingreso tiene efectos positivos sobre los ahorros netos, pero negativos sobre la riqueza neta⁴.

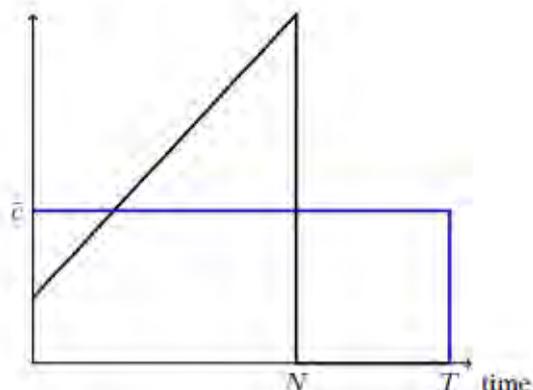
Gráfico 1. Hipótesis del ciclo de vida



Fuente: Gourinchas, 2015 (p.10).

⁴ En el caso del crecimiento poblacional, la cantidad de jóvenes es mayor a la cantidad de adultos mayores. En consecuencia, los ahorros de los jóvenes serán mayores a los desahorros de los adultos mayores, dejando un saldo positivo en el ahorro agregado. Del mismo modo, la riqueza agregada tendrá un saldo negativo, pues la riqueza es mayormente concentrada por los adultos mayores. Ver más en Modigliani (1966) pág. 166.

Gráfico 2: Hipótesis del ciclo de vida con crecimiento poblacional



Fuente: Gourinchas, 2015 (p. 12).

2.2. LA HIPÓTESIS DE INGRESO PERMANENTE⁵

Friedman (1957) planteó la hipótesis de ingreso permanente, el cual es un ingreso promedio que los individuos esperan que perdure en el futuro. Además, los individuos van a buscar mantener su consumo constante ante cambios en el ingreso a través del ahorro y el endeudamiento. El autor sostiene que en el largo plazo, las variaciones en el consumo se van a deber a cambios en el ingreso permanente. En el modelo, se plantea que el ingreso y el consumo se dividen en dos componentes: permanente y transitorio.

$$y = y_p + y_t$$

$$c = c_p + c_t$$

Además, se considera que la media del ingreso total tiende a ser la media del ingreso permanente, por lo que, la media del ingreso transitorio es cero. Asimismo, se establece que el consumo permanente⁶ es una proporción del ingreso permanente que puede variar ante cambios en la tasa de interés, la riqueza no humana⁷ y las preferencias.

⁵ Sección resumida y extraída de los capítulos 2 y 3 de Friedman (1957).

⁶ Consumo planeado que se espera que perdure en el tiempo.

⁷ Bajo incertidumbre, los individuos acumularán activos físicos como riqueza “no humana”. Ver más en Friedman (1957) pág. 16.

$$c_p = k(i, w, u)y_p$$

El autor establece 3 supuestos: (i) no existe correlación entre los componentes transitorio y permanente del ingreso, (ii) no existe correlación entre los componentes transitorio y permanente del consumo, y (iii) no existe correlación entre los componentes transitorios. Este último supuesto, lo defiende argumentando que el consumo está definido como el gasto en bienes durables, que en última instancia, se convierten en ahorro. Por lo que, un ingreso transitorio afectaría el componente permanente del consumo.

Solucionando el modelo se obtiene que:

$$c = \alpha + \beta y$$

$$\text{Donde: } \beta_{OLS} = k \frac{\sum(y_p - \bar{y}_p)^2}{\sum(y - \bar{y})^2} = k \times P_y$$

P_y representa la proporción de la varianza total que pertenece a la varianza del componente permanente del ingreso. En el caso que sea 1, toda la varianza del ingreso estará explicada por la varianza en el ingreso permanente, lo que afectará al consumo directamente. En el caso que sea 0, beta se volverá cero y la varianza del ingreso estará explicada por el componente transitorio, el consumo no se vería afectado.

Posteriormente, Friedman (1963) realiza una revisión a las implicancias de su hipótesis, específicamente a los efectos de un “windfall income” sobre los componentes del ingreso (transitorio y permanente). El autor establece que el periodo promedio en que un shock de ingreso imprevisto transitorio afecte el consumo será de 3 años. Asimismo, se demuestra que un shock de ingreso como “windfall income” aumenta el ingreso permanente en todos los casos, pero solo en algunos casos para el ingreso transitorio.

2.3. TEORÍAS POSTERIORES A LA HIPÓTESIS DE INGRESO PERMANENTE

Hasta ahora, todas las teorías presentadas fueron modeladas sin considerar la incertidumbre sobre el futuro. Una primera aproximación a considerar la incertidumbre fue la introducción de expectativas en la función de

utilidad⁸ y una tasa de interés desconocida sobre la restricción presupuestaria⁹. A esta modelación se denominó como Certainty-Equivalence. La solución del modelo se puede hallar a través de la ecuación de Bellman y asumiendo una solución interior. Hall (1978) utilizó este modelo agregándole una serie de supuestos, dentro de los cuales el supuesto más fuerte es el de preferencias cuadráticas. Resolviendo el modelo, el autor encuentra que el consumo sigue el comportamiento de una marcha aleatoria, es decir, es muy sensible a cambios transitorios imprevistos en el ingreso. La intuición detrás es que, bajo expectativas racionales, los cambios previstos en los ingresos ya han sido internalizados en las expectativas del ingreso permanente, por lo que, no generan cambios significativos en el consumo.

Posteriormente, se deja de lado el supuesto de las preferencias cuadráticas sobre el consumo y, en cambio, se toma en cuenta la convexidad de la utilidad marginal del consumo. Kimball (1990) demuestra que la teoría de aversión al riesgo puede ser utilizada para estudiar el consumo óptimo bajo incertidumbre. En particular, el coeficiente de Arrow-Pratt tiene implicancias sobre la prudencia (relativa y absoluta) del individuo para tener o no ahorros precautorios. La teoría de ahorros precautorios (precautionary savings¹⁰) se basa en que en presencia de incertidumbre sobre los ingresos futuros, aumentará el ahorro y, por tanto, disminuirá el consumo actual.

Deaton (1991) desarrolla un modelo de ahorros precautorios con presencia de restricciones liquidez, bajo la creencia que existen motivos para ahorrar en “tiempos buenos” cuando existen restricciones de liquidez en “tiempos malos”. El autor sostiene que el precio relativo del consumo futuro sobre el consumo presente aumenta a medida que aumenta la incertidumbre. Además, introduce el concepto de “cash on hand”, que se refiere a la suma de activos e

⁸ Esperanza condicional: $U = E[\sum_{t=0}^{\infty} \beta^t u(c_t) | \Omega_0]$

⁹ La restricción presupuestaria supone que la cantidad de activos del siguiente periodo es igual a la cantidad de activos e ingreso del primer periodo menos el consumo en ese periodo, a una tasa de interés desconocida: $a_{t+1} = \tilde{R}_{t+1}(a_t + \tilde{y}_t - c_t)$

¹⁰ Es la diferencia entre el consumo cuando el ingreso futuro es conocido y el consumo cuando el ingreso futuro es desconocido. Ver más en Leland (1968).

ingreso laboral que posee el individuo en un determinado periodo. El autor resalta que el problema de restricciones crediticias suele ser mayor cuando el ingreso es creciente que cuando es estacionario. Las principales conclusiones de su trabajo es que, bajo restricciones de liquidez, cuando el ingreso es estacionario, los individuos utilizan el ahorro de sus activos para suavizar el consumo. Cuando el ingreso se comporta como una marcha aleatoria, los individuos consumen su ingreso actual (rule of thumb¹¹).

Carroll (2001) argumenta que el consumo óptimo cambia a medida que el ratio de "cash on hand" de ingresos laborales incrementa. El consumidor gasta, en cada periodo de su vida, una proporción de su dinero en mano, ya que los demás son ahorros en caso de no recibir ingresos en el siguiente periodo. Solo gasta todo su ingreso laboral el último periodo de su vida, bajo el supuesto de que no tiene motivos de herencia. Este tipo de comportamiento, sostiene, solo es compatible con individuos menores de 50 años. A partir de esa edad, los individuos se comportan más como el modelo de previsión perfecta o ciclo de vida de Modigliani.

Gourinchas & Parker (2002), por su parte, complejizan la hipótesis de ciclo de vida agregándole incertidumbre a los ingresos laborales. Ellos sostienen que los jóvenes tienden a acumular riqueza por motivos de precaución; mientras que, a partir de los 40, los individuos se encargan de acumular activos líquidos para su pronta jubilación y motivos de herencia. Además, los jóvenes se comportan como "buffer-stock" respecto al consumo: (i) con un nivel bajo de ingresos laborales, los individuos consumen menos de lo que tienen de dinero en sus manos y lo guardan para el siguiente periodo; y (ii) con un nivel alto de ingresos laborales, los individuos gastan más del ingreso que esperan recibir en el siguiente periodo (ingreso permanente), pues los motivos para el ahorro son bajos. Sin embargo, mientras la edad de retiro se acerca, los individuos cambiarán este comportamiento y buscarán acumular más activos.

¹¹ Se denomina así a la regla que rechaza la hipótesis de ingreso permanente, es decir, al grupo de individuos que consume su ingreso actual.

De acuerdo a Jappelli & Pistaferri (2010), tanto el modelo de “certainty equivalence” como el de ahorros precautorios concuerdan en que el consumo no responde a cambios anticipados en el ingreso. La intuición en el modelo de “certainty equivalence” es que cualquier información sobre el ingreso futuro se agrega a las expectativas del ingreso futuro, por tanto, no tiene impacto en la variación del consumo. A esto se denomina la condición de ortogonalidad. La cual, siguiendo a Japelli & Pistaferri (2010) puede ser expresada como:

$$\Delta c_{it} = \sum_{j=0}^J x'_{it-1-j} \beta_j + \varepsilon_{it}$$

Donde la hipótesis nula es $\beta_j = 0$ y x_{it-1-j} puede ser interpretada como el ingreso de periodos anteriores. Este resultado será sometido a prueba posteriormente encontrando sensibilidad excesiva en el consumo ante shocks de ingreso anticipados (más sobre esto en la revisión de literatura).

Para el modelo de ahorros precautorios, un shock de ingreso previsto será amortiguado con los ahorros, lo que permitirá que el individuo suavice su consumo. No obstante, la motivación para ahorrar dependerá de la prudencia del individuo y de la orientación del shock de ingreso (positivo o negativo).

Generalizando el modelo ahorros precautorios, el modelo buffer-stock explica la posible tensión existente entre la acumulación de activos como ahorro precautorio y la preferencia de consumo presente sobre consumo futuro. Gourinchas (2015) explica que cuando las familias son impacientes solo buscan alcanzar un nivel determinado de ahorros precautorios y que, una vez alcanzado, el consumo tiende a responder a cambios en el ingreso. El autor establece que el consumo será una función de “cash on hand” y no solo del ingreso. Además, cuando “cash on hand” alcance su nivel tope, refiriéndose a los activos ahorrados, movimientos previstos en el ingreso se trasladaran a cambios en el consumo.

2.4. TEORÍAS DE LA ECONOMÍA CONDUCTUAL

Por el lado de la economía conductual, Thaler (1985) desarrolló un modelo de contabilidad mental en donde los individuos distribuían sus ganancias y pérdidas de acuerdo a la teoría prospectiva. Los supuestos más relevantes del modelo son tres: (i) se hace uso de una función de valor donde las ganancias y pérdidas son percibidas a partir de un punto de referencia, (ii) la curva es cóncava para la función de ganancias y convexa para las pérdidas y (iii) los individuos son más afectados por las pérdidas que por las ganancias. El autor plantea que los individuos pueden codificar sus ganancias y pérdidas de dos maneras¹²: segregación e integración. De acuerdo a esto, se obtiene que la regla de codificación de segregar ganancias e integrar pérdidas. Además, se argumenta que las personas se enfrentan a una restricción presupuestaria, con la cual distribuyen sus gastos mensuales anticipadamente. Una situación imprevista que implique gastar dinero de su presupuesto dependerá de su accesibilidad a liquidez y su autocontrol. Esta teoría es útil, ya que, explica porque las personas tienden a gastar rápidamente ingresos inesperados.

Harris & Laibson (1999), por su parte, desarrollan un modelo que relaciona el descuento hiperbólico y el modelo "buffer-stock". En trabajos experimentales pasados, se encuentra que las tasas de descuento tienden a ser mayores en el corto plazo que en el largo plazo. A raíz de esto, los autores llegan a la conclusión de que los individuos poseen tasas de descuento hiperbólico. En su modelo, en vez de la tasa de descuento convencional se encontrará una tasa de descuento efectiva¹³. Para los individuos que esperen bajos ingresos futuros, el factor de descuento de corto plazo predominará. Mientras que, para los que esperen altos ingresos futuros, el factor de descuento de largo plazo será el dominante.

¹² En el caso de la segregación, los individuos separan sus funciones de valor en una función para las pérdidas y otra función para las ganancias. Mientras que, en la integración, los individuos juntan sus pérdidas y ganancias dentro de una función de valor. Ver más en Thaler (1985) pág. 201-202.

¹³ Es un promedio de los pesos del factor de descuento del corto plazo y del largo plazo. El factor de descuento de largo plazo es el convencional, mientras que, el de corto plazo es una multiplicación entre el factor del largo plazo y otro factor constante en el tiempo (menor a 1). Ver más en Harris & Laibson (2000) pág 3-4.

3. REVISIÓN DE LITERATURA

El impacto de la ley del retiro de hasta el 95.5% del fondo de pensiones no ha sido estudiada intensivamente por una serie de razones. En primer lugar, es relativamente nueva e innovadora. La ley tiene casi 3 años desde su aprobación por lo que aún no se podría conocer sus efectos a largo plazo. Además, solo se cuentan con reducidos casos de experiencias internacionales similares. En segundo lugar, existen restricciones de datos para su estudio. No existen encuestas representativas que contengan información sobre los individuos que se acogieron de la ley al momento de jubilarse. Sin embargo, existe una variedad de estudios sobre el impacto de un shock de ingreso en el consumo.

3.1. ESTUDIOS MACROECONÓMICOS

Hall (1978) realiza un trabajo empírico para comprobar la hipótesis de que el consumo solo responde ante cambios imprevistos en el ingreso, de manera que, no existe correlación entre el consumo actual y variables rezagadas. Utiliza datos trimestrales de series de tiempo del consumo de bienes no durables y servicios para EEUU en 1972. Al igual que en su demostración teórica, se encuentra que el consumo se encuentra débilmente asociado con variables rezagadas del consumo, ingreso y riqueza. Por lo que, el autor sostiene que el consumo debería ser tratado como variable exógena.

Flavin (1981), busca probar la hipótesis de ingreso permanente utilizando un modelo estructural econométrico para el consumo y los mismos datos que utilizó Hall (1978) y Sargent (1978)¹⁴. Se encuentra que el consumo es altamente sensible a cambios en el ingreso actual con una significancia del 5% para el consumo de bienes no durables y servicios.

¹⁴ Busca probar la hipótesis de ingreso permanente. A diferencia de Hall (1978), rechaza la hipótesis.

Mankiw y Shapiro (1985) exponen que el test estándar de Flavin (1981) sobre sensibilidad de consumo está sesgado, debido a que se considera al ingreso como una variable estacionaria con tendencia determinística. Utilizando la metodología de Monte Carlo encuentran que el ingreso personal disponible se comporta como una marcha aleatoria (con drift). Poterba (1988) analiza dos aspectos en el consumo ante cambios en los impuestos: (i) respuesta del consumo ante shocks transitorios de ingreso y (ii) respuesta del consumo a anuncios de impuestos. En el primer caso, los resultados indican que un cambio transitorio que aumenta el ingreso en un dólar estimula a que el gasto aumente en 20 centavos. En el segundo caso, no se hallan conclusiones significativas, pero se insinúa que el consumo no varía ante anuncios de impuestos, como se esperaría según la hipótesis de ingreso permanente.

Wilcox (1989), siguiendo a Flavin (1981), estudia el efecto de los cambios en los beneficios de la seguridad social sobre el consumo agregado. De acuerdo a la hipótesis del ingreso permanente, el consumo no debería verse afectado por cambios previstos en el ingreso; en este caso, cambios en los beneficios agregados que son anunciados con seis semanas de anticipación. El autor encuentra que el consumo agregado es sensible a cambios en los beneficios agregados. Debido a que, los beneficiarios no muestran cambios en su consumo durante los anuncios, sino, luego de ser aplicado el cambio. Se halla, entonces, que un incremento del 10% en los beneficios produce un incremento de 3% en el consumo de bienes durables.

Del mismo modo, Campbell y Mankiw (1990), a través de un trabajo empírico realizado a datos trimestrales de EEUU después de la guerra, se enfocaron en demostrar la posibilidad de previsión del consumo. La metodología utilizada fue variables instrumentales donde se consideró que la variación en el consumo dependía de dos grupos: (i) agentes que consumían sus ingresos actuales y (ii) agentes que consumían su ingreso permanente. El consumo del ingreso actual representa una proporción de los ingresos agregados. Por lo que, si la hipótesis del ingreso permanente es correcta, el coeficiente del consumo del ingreso actual debería ser cero. No obstante, los autores encuentran que dicho

coeficiente es aproximadamente 0.5, es decir, el crecimiento del consumo está correlacionado con el crecimiento del ingreso previsto.

3.2. ESTUDIOS MICROECONÓMICOS

Bodkin (1959) examinó la reacción de los consumidores a los cambios transitorios en el ingreso. El autor denomina “windfall income” a los dividendos recibidos por reembolsos de impuestos, ganancias en juegos de azar, regalos de dinero, herencias, beneficios de seguro de vida, créditos de post-guerra, entre otros montos de suma alzada. Para probar la hipótesis de ingreso permanente, el autor hace la aclaración que los ingresos transitorios son consistentes con un “windfall income” para todos los casos mencionados, excepto las herencias y los beneficios de un seguro de vida. Dentro de la metodología, el autor considero dos casos: (i) se incluye los bienes durables y (ii) se excluyen los bienes durables. Esta cuestión debido a que los bienes durables pueden confundirse con ahorro para periodos posteriores. Los resultados muestran que la propensión a consumir de los dividendos extras es 0.97, mientras que, la propensión marginal a consumir del ingreso ordinario es 0.75. Esto para el caso en el que se incluyen los bienes durables. Para el segundo caso, los resultados son similares.

En cambio, Kreinin (1961) estudia el impacto en el consumo de familias israelíes a pagos de restitución provenientes de Alemania, que también serían considerados como un “windfall income”. El autor encuentra que el impacto de este ingreso extra en el consumo es pequeño: la propensión marginal a consumir los ingresos extras es 0.167 en el caso de incluirse bienes durables y, 0.156 en el caso de excluirse los bienes durables.

Hall & Mishkin (1982) examinan la relación entre el consumo de bienes no durables y cambios transitorios en el ingreso. Los autores encuentran que alrededor de 80% de la muestra sigue el comportamiento de la hipótesis de ingreso permanente. Además, se encuentra que las restricciones de liquidez explican la sensibilidad del consumo ante cambios transitorios en el ingreso: (i) cuando las familias se enfrentan a restricciones de liquidez, su consumo es

sensible; mientras que, (ii) cuando se enfrentan a tasas altas, su consumo es menos sensible. De modo que, el componente transitorio es relevante cuando las tasas de interés son por lo menos 20%.

Por su parte, Arkes et al. (1994) realizan un estudio para comprobar que los “windfall income” son gastados más rápido que otro tipo de ingresos. Para ello, se llevó a cabo dos experimentos con dinero real en donde a un grupo se les informaba anticipadamente sobre los ingresos extras que recibirían, mientras que, a otro grupo solo se les daba el ingreso extra de manera imprevista. En el primer experimento, se encontró que el grupo que recibió el dinero imprevistamente mostró mayor participación en una lotería. Igualmente, en el segundo experimento, éste grupo mostró un mayor gasto en juegos de basquetbol que el grupo que recibió un ingreso extra previsto.

Lusardi (1996) realiza un trabajo empírico para determinar si el consumo es sensible a cambios transitorios previstos en el ingreso, encontrando una sensibilidad aproximada de 0.5. La autora detalla que existe un problema de medición en los trabajos anteriores que conlleva a un error en la sensibilidad del consumo. Browning y Lusardi (1996) estudian las implicancias del ahorro a través de dos teorías del consumo: el modelo certainty-equivalence (CEQ) y el modelo estándar aditivo¹⁵. Los autores realizan una intensiva revisión de literatura y toman en consideración que la deficiencia del modelo estándar se encuentra en la ausencia de restricciones de liquidez. Se resalta que la cantidad de estudios, en los últimos 15 años, que encuentran sensibilidad en el consumo por ingresos transitorios es equivalente a los estudios que no la encuentran. Los autores argumentan que un manejo incorrecto de la ecuación de Euler puede llevar a sesgos en los resultados.

Del mismo modo, Souleless (1999) busca examinar la respuesta del consumo de hogares estadounidenses a la devolución de impuestos realizada cada fin de año. En primer lugar, encuentra que por cada dólar devuelto, el

¹⁵ La única diferencia con el modelo anterior es que los mercados de capitales son perfectos, es decir, no existe incertidumbre.

consumo aumenta en 18 centavos. En segundo lugar, encuentra que aquellas familias que tienen restricciones de liquidez, son las que más aumentan su consumo con el reembolso. Orszag (2001) investiga las implicancias que tendría transformar los créditos de jubilación retrasada¹⁶ en un retiro de suma alzada. La hipótesis del autor es que los individuos optarían por jubilarse años más tarde que la edad de jubilación convencional para retirar sus fondos en suma alzada. Así, se encuentra que el ratio de retiro a la edad de 62 años, disminuye de 15% (ratio con los créditos de jubilación retrasada) a un aproximado entre 8%-13% con la reforma de retiro de fondos a suma alzada.

En busca de testear las implicancias del modelo CEQ, Pistaferri (2001) combina las expectativas de los individuos sobre su ingreso y las realizaciones observables del ingreso, para luego, construir una regresión entre los ingresos y ahorros (exclusión de bienes durables). Los autores encuentran que los ahorros responden a shocks transitorios (específicamente 0.64), consistente con la hipótesis de ingreso permanente, y a shocks permanentes. Además, el modelo CEQ falla en explicar las variaciones en el ingreso, debido a que, las preferencias no son cuadráticas. Utilizando la misma metodología, Jappelli & Pistaferri (2000) realizaron un test para probar la ortogonalidad¹⁷ de la hipótesis de ingreso permanente. Los resultados muestran que el crecimiento del consumo esta correlacionado con cambios esperados en el ingreso, pero no correlacionado con el cambio anticipado en el crecimiento del ingreso. No se logra rechazar la condición de ortogonalidad, pero se rechaza el modelo CEQ; ya que, los individuos se comportan como buffer-stock.

Browning & Collado (2001) estudian el impacto de ingresos anticipados (pagos extras a trabajadores que se vuelven grandes en un año) sobre los gastos de hogares en España. Los autores encuentran que los hogares suavizan su consumo, de modo que, los gastos no varían entre el grupo que recibe los

¹⁶ Se le denomina así al pago mensual que reciben los adultos mayores que se jubilan a una edad mayor a la edad de retiro establecida en el seguro social.

¹⁷ Condición que exige que cambios anticipados en el ingreso no tengan impacto en el consumo actual. Demostrado por Hall (1978) con el modelo CEQ.

ingresos extras y aquél grupo que no. No se rechaza la hipótesis de ingreso permanente, por lo que, los autores argumentan que se debería a que el cambio anticipado en el ingreso corresponde a un monto grande. Por otro lado, Souleless (2002) busca estimar la respuesta de los consumidores a los recortes en impuestos durante el gobierno de Reagan. La hipótesis del autor es que de acuerdo al modelo Life Cycle/Permanent-Income, el consumo no debería ser sensible a los recortes de impuestos ya que éstos fueron previamente notificados. Los resultados indican que el consumo es altamente sensible al ingreso extra, la propensión marginal a consumir se encontró entre 0.6-0.9 y, se encuentra concentrado en bienes no durables. Un detalle importante a resaltar es que la sensibilidad no es explicada por restricciones de liquidez o características heterogéneas en las familias.

Hsieh (2003) estudia el impacto de un ingreso anticipado grande en el consumo para el caso de Alaska. Al igual que Browning & Collado (2001), el autor encuentra que los hogares que recibieron el pago anual extra suavizan su consumo y éste no difiere de aquellos hogares que no recibieron ningún pago extra: la proporción de gastos en bienes no durables para los que recibieron el ingreso extra es de 37%, mientras que, es de 39% para aquellos que no recibieron nada. Además, se encuentra que el impacto del cambio en el ingreso fue mayor para gastos en entretenimiento que para alimentos. Un punto a resaltar es que los resultados no son consecuencia de menor restricción de liquidez.

Johnson et al. (2006) estudian también el impacto del reembolso de impuestos en el consumo de hogares de EEUU en el 2001. Los resultados muestran que las familias gastaron entre 20%-40% del ingreso extra en bienes no durables los primeros tres meses luego de recibir el reembolso. Además, se dio un mayor gasto en hogares con restricciones de liquidez. Sin embargo, no se puede especificar si los consumidores reaccionaron ante el anuncio o luego de recibir el reembolso, debido a que, los anuncios de reembolso fueron hechos para cada individuo de manera aleatoria.

Por otra parte, Butrica & Mermim (2006) consideran entender las implicancias de los retiros de suma alzada en el consumo de los jubilados. Para ello, realizan un estudio empírico sobre el efecto del grado de anualidades en el gasto de adultos mayores de 65 años a más. Los resultados indican que aquellos con un menor grado de anualidad tienden a gastar más. En particular, en el caso que el sistema de pensiones fuera completamente privatizado y sin opción de anualidades, los adultos mayores casados aumentan su consumo en 22% y en 38% en el caso de estar solteros.

Siguiendo a Arkes et al. (1994), Epley & Gneezy (2007) examinan los estudios enfocados en el impacto de “windfall income” sobre el consumo privado. Los autores tienen la hipótesis que ingresos extras son percibidos por los individuos como una ganancias; mientras que, aquellos ingresos de tipo reembolso son percibidos como el retorno de pérdidas. En un experimento, se encuentra que aquellos que recibieron ingresos extras gastaron aproximadamente siete veces más que aquellos que recibieron reembolsos. Estos resultados son consistentes con la teoría prospectiva en donde las pérdidas son más valiosas que las ganancias. Los autores, también, resaltan la importancia que este tipo de ingresos pueda tener en las políticas públicas.

Funchs-Schundeln (2008) investiga la respuesta del ahorro en hogares ante cambios imprevistos en el ingreso, específicamente un cambio grande por la reunificación alemana¹⁸. Los principales resultados que encuentra el autor son: para 1992, (i) el ratio de ahorros es mayor para los hogares del este de Alemania que los del oeste, (ii) las diferencias en el ratio de ahorros es mayor para los grupos de adultos mayores y; a partir de 1993, (iii) dicha diferencia se encuentra disminuyendo para cada grupo de edad. Del mismo modo que Browning & Collado (2001), el autor no rechaza la hipótesis de ingreso permanente argumentando que los hogares siguen la regla de “rule of thumb”

¹⁸ La reunificación alemana fue un evento que provocó un shock de ingreso positivo para los alemanes del este alrededor de los años 90.

para cambios con montos pequeños, pero que se comportan óptimamente ante cambios en montos grandes.

Johnson et al. (2013), en comparación a su primer trabajo sobre el recorte de impuestos en el 2001, se proponen ahora estudiar el impacto de un crédito fiscal por hijo¹⁹ en los gastos familiares. Lo que pretenden los autores es captar el efecto de un aumento transitorio en el ingreso que, a diferencia de su primer trabajo, se encuentra en un contexto de crecimiento económico²⁰. Se encuentra que los hogares gastaron una cuarta parte del ingreso extra en bienes durables los primeros tres meses luego de recibirlo. El impacto fue menor que en el caso del 2001, sin embargo, se vuelven a presentar diferencias por restricciones de liquidez: aquellos hogares con menores ingresos o riqueza presentaron un impacto mayor en los gastos.

En otro caso, haciendo uso de métodos experimentales, Levav & McGraw (2009) buscan demostrar que el comportamiento de los consumidores se desvía de la teoría de contabilidad mental ante un “windfall income” recibido en circunstancias negativas. Los autores realizan una serie de siete estudios experimentales para llegar a la conclusión que ingresos inesperados percibidos negativamente por el individuo son menos propensos a ser gastados en bienes hedónicos (por ejemplo, aparatos electrónicos) y más, en bienes útiles (por ejemplo, educación) o simplemente no gastarlo²¹.

Pounder (2009), por su parte, estudia las fluctuaciones del consumo ante las expectativas de ingreso futuro de los individuos. El autor argumenta que los adultos mayores son el grupo de agentes indicados para testear la hipótesis de ciclo de vida, debido a que, sus expectativas son más predecibles a diferencia

¹⁹ Aplicado para EEUU en este caso. Es un reembolso que pueden reclamar las familias por la cantidad de hijos que se tienen. El crédito varía según edad, tasa de impuesto, ingresos familiares, entre otros.

²⁰ La investigación de Johnson et. al (2006) se realizó durante un contexto con expectativas de recesión.

²¹ Los resultados varían de acuerdo a las circunstancias. En los primeros dos estudios se prefiere no gastar el dinero extra recibido en circunstancias negativas. Mientras que, en el tercer estudio se opta por gastar el dinero en un bien virtuoso. Ver más en Levav & Macgraw (2009) pág. 5-7.

de otros grupos de edad²². Los resultados indican que aquellos que esperan mayores ingresos en el futuro, provenientes de los beneficios del sistema de pensiones, tienden a consumir más hoy que aquellos de similar ingreso actual con el primer grupo. No obstante, su consumo es menor si presentan aversión al riesgo, siendo los grupos con bajo nivel educativo los de mayor incertidumbre sobre el ingreso.

La evidencia empírica mostrada hasta ahora fue consistente con la condición de ortogonalidad de HIP²³. Sin embargo, Hori et al. (2009) encuentran que el consumo es sensible a variaciones anticipadas considerables en el ingreso para el caso de Japón. Los autores señalan que el ingreso extra de suma alzada que reciben los trabajadores como compensación es mucho más alta que en otros países (por ejemplo, España). La sensibilidad encontrada sobre el consumo es positiva (propensión marginal a consumir los ingresos extras es 0.02) pero menor a la que se encontraría si el efecto del ingreso fuera pequeño e imprevisto (este efecto sería tres veces mayor). Asimismo, se examina la diferencia en la respuesta del consumo entre ricos y pobres. Y, se obtiene que el consumo de los ricos es menos sensible al ingreso extra que el de los pobres.

Jappelli & Pistaferri (2010) buscan entender como el consumo responde a cambios en el ingreso y, para ello, realizan una extensiva revisión de literatura empírica respecto a los efectos cambios previstos e imprevistos en el ingreso sobre el consumo del hogar. Los autores encuentran que existe considerable evidencia sobre la sensibilidad del consumo respecto a cambios previstos positivos en el ingreso que es explicada, en mayor medida, por restricciones de liquidez. En cambio, cambios previstos negativos en el ingreso no tienen un gran impacto en el consumo, por ejemplo, el comportamiento del consumidor luego

²² Muchos autores como Carroll (2001) y Gourinchas & Parker (2002) argumentan que los adultos mayores siguen el comportamiento de la hipótesis de ciclo de vida, a diferencia de los jóvenes que se comportan más como buffer-stock.

²³ Sólo para el caso de fluctuaciones considerables en el ingreso. Los trabajos de Browning & Collado (2001), Hsieh (2003) y Pounder (2009) demuestran que cambios previstos grandes y regulares en el ingreso no tienen impacto en el consumo y, que las expectativas del ingreso futuro generan fluctuaciones en el consumo actual.

de la edad de retiro. También, encuentran que los shocks permanentes tienen mayor efecto que los shocks transitorios.

Hori & Shimituzani (2012), al igual que en su primer trabajo, plantean estudiar el impacto de las compensaciones anticipadas en el ingreso sobre el gasto de bienes durables, no durables y semi-durables. Para este caso, las compensaciones se redujeron en frecuencia²⁴, de modo que, el trabajo empírico será realizado sobre el efecto negativo de la compensación faltante. Los autores encuentran que el gasto en bienes durables y semi-durables responden al cambio anticipado en el ingreso, por lo que, se rechaza la hipótesis de ingreso permanente. Hamaaki (2013), asimismo, examina el impacto de las expectativas de los beneficios del seguro social sobre el consumo de los hogares en Japón. La autora encuentra que aumenta el gasto de bienes durables a partir del momento en que se reciben los beneficios de la pensión (la propensión marginal a consumir se encuentra entre 18%-27%), pero este efecto disminuye paulatinamente y retorna al nivel de consumo previo al evento. La explicación que ofrece la autora es la existencia de restricciones de liquidez, debido a que, el impacto fue mayor en bienes durables.

Por otro lado, Fatás et al. (2013) estudian el efecto de pagos de suma alzada en el sistema público de pensiones sobre el consumo, a través de un método experimental. El modelo que construyen los autores tiene dos características importantes: (i) existe incertidumbre sobre la probabilidad de sobrevivir y (ii) los individuos ahorran durante su vida laboral para luego recibir una suma alzada de sus ahorros luego de su retiro. El resultado más importante del trabajo es que los individuos tienden a sobre-ahorrar en vez de sobre-consumir, en los dos periodos que viven. Existen indicios respecto a que los individuos consumen más que su nivel óptimo luego de recibir la suma alzada; sin embargo, esta acción es provisional ya que luego tienden a suavizar su consumo. Los autores realizan, además, una estimación de la reacción de los

²⁴ Hasta el 2002, las compensaciones en el ingreso se daban 3 veces al año (Junio, Diciembre y Marzo). La compensación de Marzo fue reduciéndose hasta ser abolida a partir del 2003, sin embargo, el monto fue trasladado a las otras dos compensaciones; por lo que, el ingreso extra total no ha variado.

consumidores cuando éstos se retiran anticipadamente. Y encuentran que, los individuos tienden a sobre-ahorrar aún más que en el primer estudio. La posible explicación de este hecho sería la existencia de aversión al riesgo en los individuos.

Kueng (2015), de la misma manera que Hsieh (2003), busca determinar los efectos de pagos anticipados grandes sobre el consumo de los hogares de Alaska. No obstante, el autor encuentra resultados diferentes. En promedio, la propensión marginal a consumir los ingresos extras es de 0.3 para bienes no durables y 0.7 para el total de gastos. Además, este ratio varía entre grupos de hogares: la propensión marginal a consumir de hogares con bajos ingresos es de 0.8, mientras que, la de hogares con altos ingresos es 0.15. Baker & Yannelis (2015) realizan un estudio empírico para testear la sensibilidad del consumo en trabajadores gubernamentales ante un shock de ingreso transitorio imprevisto, causado por un “government shutdown”²⁵. Consistente con a la hipótesis de ingreso permanente, los autores muestran que el consumo presenta un exceso de sensibilidad ante el shock imprevisto y, que la sensibilidad aumenta en aquellos trabajadores despedidos por el evento. Presentan, también, evidencia sobre la importancia de las restricciones de crédito en la sensibilidad del consumo²⁶.

Cashin & Unayama (2016) examinan el efecto de un shock permanente, debido a un incremento en el impuesto al consumo de bienes y servicios, sobre el consumo de los hogares en Japón. A diferencia de todos los estudios anteriores, este trabajo no solo presenta un efecto-ingreso, sino también, un efecto-sustitución por parte del aumento de precios. Luego de controlar el efecto-sustitución, los autores encuentran que el consumo de los hogares disminuyó 5.19% luego del anuncio del incremento en impuestos, lo cual es consistente con la hipótesis de ingreso permanente²⁷. De manera más amplia, Attanasio et al.

²⁵ Paralización de las prestaciones/servicios que ofrece el Estado.

²⁶ Ver más en Baker & Yannelis (2015) pág. 22-25.

²⁷ Se realizó un test para demostrar que los cambios en el consumo corresponden al consumo permanente y no al actual. Ver más en Cashin & Unayama (2016) pág. 18-20.

(2017) analizan las implicancias de shocks de ingreso permanente y transitorio sobre el consumo haciendo uso de las expectativas subjetivas de los hogares. Los autores presentan dos importantes resultados que muestran ciertas inconsistencias con la hipótesis de ingreso permanente: (i) en primer lugar, se encuentra que los efectos de un shock transitorio diferentes de cero, pero se van suavizando en el corto plazo y, (ii) en segundo lugar, los efectos de un shock permanente son menores que uno (estimación puntual, 0.22), pero tienen un impacto prologado en el consumo.

Parker (2017) evalúa el impacto de un incremento de suma-alzada en el ingreso sobre la tendencia del gasto de hogares. Ya que, la sensibilidad en el consumo ha sido ampliamente estudiada, el objetivo del autor es determinar los factores que expliquen que la liquidez afecta al gasto, específicamente las características de los hogares²⁸. Los resultados relevantes presentados por el autor son: (i) las restricciones de liquidez están relacionadas con hogares que tienen bajos ingresos prolongadamente, de modo que, la sensibilidad del consumo será menor en hogares que se enfrenten a bajos ingresos momentáneamente; (ii) aquellos hogares con pocas habilidades para planear/reorganizar el consumo sufrieron una mayor sensibilidad y, (iii) la impaciencia y el acceso a liquidez están negativamente correlacionados.

Finalmente, Mamedli & Sinyakov (2018)-realizan un trabajo empírico para analizar la respuesta del consumo de hogares en Rusia ante un shock negativo en el ingreso y proponer políticas a partir de ello. Los autores encuentran que los hogares suavizaron su consumo en un 50% y, que los hogares pobres tuvieron un mayor impacto negativo en el consumo. Además, se argumenta que la consideración de los hogares sobre el tipo de shock al que se enfrentan afecta

²⁸ Para ello, utiliza la metodología de Johnson et. al (2006) y extrae las respuestas del consumo de hogares, las cuales no se encuentran correlacionadas con sus características subjetivas. Esto, ya que los pagos de suma-alzada son notificados con un número aleatorio de semanas de anticipación, para cada familia.

la decisión de utilizar sus ahorros²⁹ y, que la decisión de endeudarse disminuyó ante el shock.

Un resumen de estas investigaciones puede ser encontrado en la Tabla 1, en donde, están agrupados por tipo de cambio en el ingreso. Aunque existe un amplio estudio sobre los efectos de cambios en el ingreso sobre el consumo, la mayoría de ellos se encuentra enfocado a la etapa activa de los agentes, es decir, a los trabajadores. Por ello, es importante revisar también shocks de ingreso que sean dirigidos a los adultos mayores, como lo son las pensiones no contributivas.

Duflo (2003) encuentra que las pensiones no contributivas recibidas por mujeres tienen efectos positivos en la nutrición de niñas co-residentes en el hogar. Del mismo modo, Gutierrez et al. (2016) muestra que en aquellos hogares donde los adultos mayores son elegibles para obtener pensiones no contributivas, aumenta la matrícula de niños a las escuelas. Amuedo-Dorantes (2018), por su parte, encuentra que existen reducciones en el ahorro de grupos jóvenes y de adultos mayores ante la presencia de pensiones no contributivas.

Por otro lado, Juárez (2008) y Jensen (2002) estudian el impacto de las pensiones no contributivas en las transferencias privadas que reciben los adultos mayores. Ambos trabajos encuentran que el efecto es casi neutralizador, lo cual afectaría negativamente a la reducción de la pobreza. Amuedo-Dorantes & Juárez (2013), además de encontrar los mismos resultados de los trabajos anteriores, encuentran también que las pensiones no contributivas tienen efectos retardados sobre las transferencias extranjeras; lo cual podría ser explicado por efectos de distancia e información. Finalmente, Aguila et al. (2015), realizan un trabajo experimental para determinar los efectos de ingresos extras recibidos por adultos mayores y, se encuentra mejoras sustanciales sobre la salud en el grupo de tratamiento.

²⁹ Los hogares realizan ahorros precautorios por la incertidumbre de ingresos futuros. Dichos ahorros son utilizados ante shocks de ingreso transitorio. Para el caso de Rusia, la caída de los precios del petróleo puede ser considerada como un shock transitorio o permanente.

Tabla 1. Resumen de investigaciones sobre el impacto de un cambio en el ingreso sobre el consumo

Tipo de cambio en ingreso	Rama	Estudios	Experimento y datos	Gran/pequeño cambio	Resultados
Anticipado	Microeconomía	Lusardi (1996)	CES, PSID	cambio pequeño	Rechaza la condición de ortogonalidad. MPC de 0.5 para alimentos y 0.4 para bienes durables.
		Souleless (1999)	CEX, reembolso de impuestos	cambio pequeño	Rechaza la condición de ortogonalidad. MPC de 0.03 para bienes no durables.
		Orszag (2001)	HRS, efecto del pago de suma-alzada en la edad de retiro	cambio grande	La edad de jubilación será mayor a la establecida por los efectos del pago de suma-alzada.
		Jappelli & Pistaferri (2001)	SHIW, expectativas subjetivas del crecimiento del ingreso	N/A	No se rechaza la condición de ortogonalidad.
		Browning & Collado (2001)	ECPF, pagos extras a trabajadores	cambio grande	No se rechaza la condición de ortogonalidad.
		Souleless (2002)	CEX, recorte de impuestos	cambio pequeño	Rechaza la condición de ortogonalidad. MPC de 0.5 para gastos totales, concentrados en no durables.
		Hsieh (2003)	CEX, pagos anuales a hogares	cambio grande	No se rechaza la condición de ortogonalidad.
		Butrica & Mermim (2006)	HRS, grado de anualidad en pensiones	cambio pequeño y grande	A medida que las anualidades se vuelven pagos de suma-alzada, aumenta el gasto.
		Pounder (2009)	HRS	N/A	No se rechaza la condición de ortogonalidad.
		Hori et. al (2009)	FIES, compensaciones salariales	cambio grande	Rechaza la condición de ortogonalidad. MPC es 0.02 para gastos totales (excluyendo durables).

		Hori & Shimituzani (2011)	FIES, compensaciones salariales reducidas en frecuencia	cambio grande	Rechaza la condición de ortogonalidad. MCP disminuye, con respecto a la situación previa, concentrándose en bienes durables.
		Hamaaki (2013)	SSFME, pagos de suma-alzada en las pensiones.	cambio grande	Rechaza la condición de ortogonalidad para el momento en que recibe el monto. Luego, se suaviza el consumo.
		Kueng (2015)	PFW, pagos anuales a hogares	cambio grande	Rechaza la condición de ortogonalidad. MPC alrededor de 0.3 para bienes no durables.
	Macroeconomía	Hall (1978)	NIPA	N/A	No rechaza la condición de ortogonalidad.
		Flavin (1981)	NIPA	N/A	Rechaza la condición de ortogonalidad. MPC de 0.335 para el consumo de bienes no durables.
		Wilcox (1989)	PCE, beneficios de la seguridad social	N/A	Rechaza la condición de ortogonalidad. Un aumento de 10% en beneficios, aumenta las ventas de bienes durables en 3%.
		Campbell y Makiw (1990)	NIPA	N/A	Rechaza la condición de ortogonalidad. El 50% de los individuos consumen su ingreso actual.
	Experimental	Fatás et. al (2013)	PFW, pago de suma-alzada en el retiro	cambio grande	No rechaza la condición de ortogonalidad. Suavizamiento del consumo luego de recibir el monto.
Imprevisto	Microeconomía	Bodkin (1959)	National Service Life Insurance payments	cambio grande	Rechaza la hipótesis de ingreso permanente. MPC es mayor para dividendos extras que para el ingreso regular.
		Kreinín (1961)	Reparations payments to Israelis	cambio grande	Consistente con la hipótesis de ingreso permanente.

		Hall & Mishkin (1982)	PSID	N/A	Consistente con la hipótesis de ingreso permanente para el 80% del consumo. MPC del ingreso transitorio es 0.29.
		Pistaferri (2000)	SHIW, expectativas subjetivas sobre el ingreso	N/A	Consistente con la hipótesis de ingreso permanente. Ahorros son sensibles a ingreso transitorio en 0.64.
		Funchs-Schundeln (2008)	GSOEP, efectos de reunificación alemana	cambio grande	Consistente con la hipótesis de ingreso permanente.
		Baker & Yannelis (2015)	Large online personal finance website, CES	cambio grande	Rechaza hipótesis de ingreso permanente. MPC del shock transitorio negativo fue 10.7%.
		Cashin & Unayama (2016)	JFIES, aumento de impuesto al consumo	cambio grande	Consistente con la hipótesis de ingreso permanente. MCP del efecto permanente es 1.
		Attanasio et. al (2017)	MS, CEX, FRED	N/A	Rechaza hipótesis de ingreso permanente. MPC del shock permanente es 0.22.
		Mamedli & Sinyakov (2018)	HFS	cambio grande	Rechaza la hipótesis de ingreso permanente. MPC del shock es 0.5.
	Experimental	Levav y Mcgraw (2009)	7 experimentos	cambio pequeño	Ingresos extras recibidos negativamente son menos propensos a ser gastados.
Anticipado /imprevisto	Experimental	Arkes et. al (1994)	2 experimentos	cambio pequeño	Tendencia mayor a gastar el monto recibido cuando es imprevisto que cuando es anticipado.
	Microeconomía	Johnson et. al (2006)	CE, reembolso de impuestos	cambio pequeño	Rechaza la hipótesis de ingreso permanente. MCP entre 0.2-0.4 para bienes no durables.
		Johnson et al. (2009)	CE, reembolso de impuestos	cambio pequeño	Rechaza la hipótesis de ingreso permanente. MCP

					entre 0.12-0.3 de ingresos extras.
		Parker (2017)	NCP, pagos extra de suma-alzada	cambio grande	Rechaza el modelo de ingreso permanente: la sorpresa y la impaciencia no son los factores predominantes que explican la sensibilidad en el consumo.
	Macroeconomía	Poterba (1988)	Monthly Treasury data on personal tax payments, Survey of Current Business	cambio pequeño	Cambio transitorio en el ingreso aumenta el consumo en 0.20. Anuncios sobre cambios en el ingreso tienen poco efecto en el consumo.
Otros	Revisión de literatura	Browning y Lusardi (1996)			No existe un consenso sobre los efectos del ingreso en el consumo.
		Epley y Gneezy (2007)			La percepción sobre la recepción de ingresos transitorios extras puede afectar la sensibilidad en el consumo.
		Jappelli y Pistaferri (2010)			Para evaluar los efectos de cambios en el ingreso sobre el consumo, es importante distinguir sobre el tipo de cambio en el ingreso.
	Econometría	Mankiw y Shapiro (1985)	NIPA		El ingreso disponible se comporta como una marcha aleatoria.

Fuente: Elaboración propia.

4. HIPÓTESIS

Luego de la extensa revisión bibliográfica, se puede notar que no existe un consenso respecto a la respuesta de un cambio anticipado en el ingreso sobre el consumo. La razón detrás de esto podría recaer en tres motivos: (i) los grupos de edad, (ii) la magnitud del ingreso y (iii) la metodología. En primer lugar, la mayoría de investigaciones están concentradas en la respuesta de los trabajadores y no evalúan al grupo de adultos mayores o retirados³⁰. En segundo lugar, existen respuestas variadas a cambios de magnitud diferentes en el ingreso. Finalmente, se han utilizado diferentes herramientas como los datos agregados, la ecuación de Euler, análisis gráfico de datos y aplicaciones de modelos teóricos.

No obstante, lo que se plantea demostrar en la siguiente investigación es que el acceso a los fondos de pensiones, según lo establecido por la Ley N° 30425, dará como resultado un aumento en el consumo en las familias a corto plazo. Esto se debería a que, por un lado, las personas tienen miopía intertemporal en cierto grado, por lo que, preferirán el consumo presente al consumo futuro. En particular, se ha señalado que los adultos mayores siguen el comportamiento de la hipótesis del ciclo de vida, en donde, consumen sus ahorros a partir de su retiro. Mientras que los jóvenes, tienen un comportamiento de “buffer-stock”, en el cual ahorran una parte de sus ingresos actuales como seguro ante cambios en el ingreso futuro. Por otro lado, puede deberse a restricciones de liquidez; ya que, la evidencia empírica muestra que el consumo de los hogares de bajos ingresos es más sensible que el de hogares con altos ingresos. Además, la mayor sensibilidad del consumo es encontrada, en la mayoría de casos, en los bienes no durables como los alimentos. Debido a que, el gasto en bienes durables es considerado como ahorro de largo plazo.

³⁰ Estudios enfocados a los adultos mayores pertenecen a otra índole (por ejemplo, *Retirement-Consumption Puzzle*) y no están asociados a la hipótesis de ingreso permanente.

Finalmente, otra posible explicación es que los adultos mayores no cuentan con información perfecta, lo cual puede llevar a un sobre-ahorro o un sobre-consumo del shock positivo en el ingreso. En el primer caso, los adultos mayores tienden a ser muy adversos al riesgo; sin embargo, existen pensiones diseñadas que cubren su incertidumbre como, por ejemplo, las anualidades. Por ello, para este grupo, la decisión de retirar sus fondos va más allá de motivos asociados al consumo (por ejemplo, el manejo independiente de fondos, desconfianza en aseguradoras). En el segundo caso, los adultos mayores tienden a consumir más, ya que, desconocen la edad de su deceso y no realizan un correcto ajuste a su consumo.



5. HECHOS ESTILIZADOS

5.1. LEY N°30425

El 3 de diciembre del 2015 se aprobó el proyecto de ley que permite a los jubilados del SPP de 65 años a más tener la posibilidad de retirar el 95.5% de su fondo de pensiones. Un mes más tarde, el poder ejecutivo observó la ley y mostró desacuerdo con su aprobación, debido a que, se incumplían tratados internacionales y se consideraba de carácter antiético por desproteger a los jubilados³¹. El 14 de abril de ese mismo año, se aprobó el proyecto de ley con 84 votos a favor y con el rechazo de las observaciones planteadas por el poder ejecutivo³². Una semana después se promulga la Ley N°30425, publicada en el diario “El Peruano”, que establece lo siguiente dentro de las “Opciones del Jubilado”³³:

El afiliado a partir de los 65 años de edad podrá elegir entre percibir la pensión que le corresponda en cualquier modalidad de retiro, y/o solicitar a la AFP la entrega hasta el 95.5% del total del fondo disponible en su Cuenta Individual de Capitalización (CIC) de aportes obligatorios, en las armadas que considere necesarias. El afiliado que ejerza esta opción no tendrá derecho a ningún beneficio de garantía estatal (Ley N° 30425, 2016).

5.2. ESTADÍSTICAS SECUNDARIAS

Luego de que la ley entrara en vigencia, una cantidad considerable de jubilados optó por beneficiarse de esta ley, en vez de convertirse en pensionistas. En el gráfico 3 se puede observar que, a nivel del SPP, la proporción de jubilados

³¹ El Ejecutivo observó proyecto de ley. (11 de enero del 2016). *Prima AFP*. Recuperado de <https://www.prima.com.pe/wcm/portal/primaafp/noticias/el+ejecutivo+observo+proyecto+de+ley>

³² Congreso insistió en proyecto de ley que autoriza retiro del 95.5% de fondos de AFP. (sin fecha). *El Heraldo*. Recuperado de <http://www2.congreso.gob.pe/Sicr/Prensa/heraldo.nsf/CNtitulares2/161E3E64D07D122A05257F960046BF80/?OpenDocument>

³³ Ley N° 30425, Ley que modifica el texto único ordenado de la ley del sistema privado de administración de fondos de pensiones. Diario oficial El Peruano, Lima, Perú, 21 de Abril del 2016. Recuperado de <https://busquedas.elperuano.pe/normaslegales/ley-que-modifica-el-texto-unico-ordenado-de-la-ley-del-siste-ley-n-30425-1370639-1/>

que retiraron sus fondos de pensiones (con o sin acogerse del retiro anticipado por desempleo) se volvió seis veces más grande en el 2016 con respecto a años anteriores y; fue ligeramente decreciendo en los 2 años posteriores. De la misma manera, se puede ver que en el gráfico 4, a nivel de una compañía de seguros (AFP Prima), la decisión de los jubilados fue la de optar por el retiro total de sus fondos masivamente hacia el año 2016 y; esta tendencia fue decayendo en los meses posteriores.

“Los efectos de la ley 95.5” es un estudio realizado por Bosh et al. (2018), que presenta los resultados de las encuestas realizadas a jubilados de la AFP Integra que optaron por retirar total o parcialmente sus fondos. El estudio se centra en la caracterización de los agentes y en el uso de los fondos luego de un año de vigencia de la Ley N° 30425. Algo importante a resaltar es que la muestra está conformada por jubilados de entre 65-80 años de las provincias de Lima y Callao que tienen un saldo de CIC³⁴ entre 20,000-500,000 nuevos soles.

Por un lado, el estudio recoge algunos aspectos que caracterizan a los jubilados que retiraron sus pensiones: (i) tienen la percepción de estar informados, (ii) son optimistas y (iii) son impacientes. En el gráfico 5, se presenta la respuesta de los encuestados sobre su percepción de información respecto a la ley. Se puede ver que más de la mitad, 65% aproximadamente, alegó que se encuentra informado. En el gráfico 6, se presentan los motivos de los jubilados para tomar la decisión de retirar sus fondos, de los cuales se destacan tres: (i) el 39% respondió que podía conseguir una mejor rentabilidad, (ii) el 35% respondió que necesitaba el dinero y (iii) el 18% aseguró no confiar en la AFP. Además de la existencia de una desconfianza hacia la aseguradora y una necesidad por liquidez, el optimismo o deseo de independencia influye también en la toma de decisión del jubilado.

Asimismo, la impaciencia es mayor en los adultos mayores. En el gráfico 7, se muestra un experimento en el que se les ofrece a los pensionistas y jubilados (que retiraron sus fondos) elegir entre recibir un monto hoy (10,000

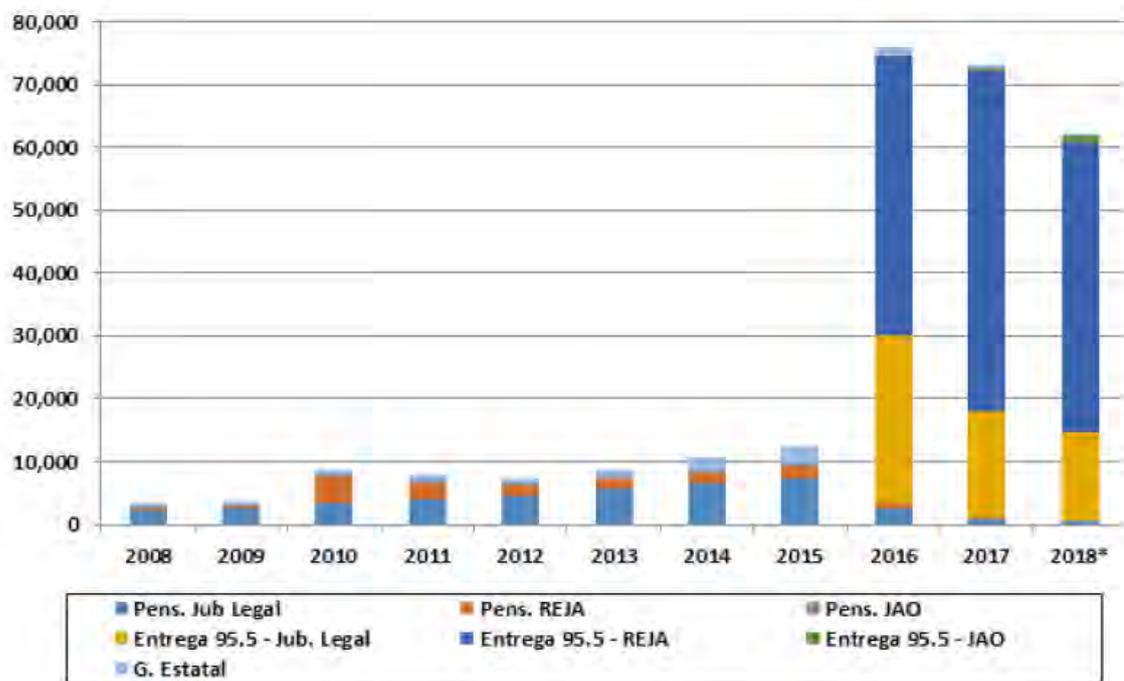
³⁴ Cuenta Individual de Capitalización.

soles) o recibir un monto mayor dentro de un año. En ambos casos, alrededor de un 40% decide no esperar aunque el monto a recibir en el futuro llegue a ser entre 70,000-500,000 soles.

Por otro lado, el estudio brinda información sobre el uso de los fondos luego de un año de su retiro. La principal conclusión de esta sección es que aquellos con un saldo alto tienden a sobre-ahorrar y, aquellos con un saldo pequeño tienden a sobre-consumir. Del total de la muestra, un 13% consumió todos sus fondos, un 28% lo ahorró todo, un 9% lo ha invertido y un 48% tiene estrategias mixtas. Entre los gastos más comunes (ver el gráfico 8) de los fondos se encuentran el pago de deudas (35%), la ampliación de la vivienda (28%) y el tratamiento de enfermedades (18%). No obstante, también hay una proporción representativa (35%) de personas que no realizaron ningún gasto.

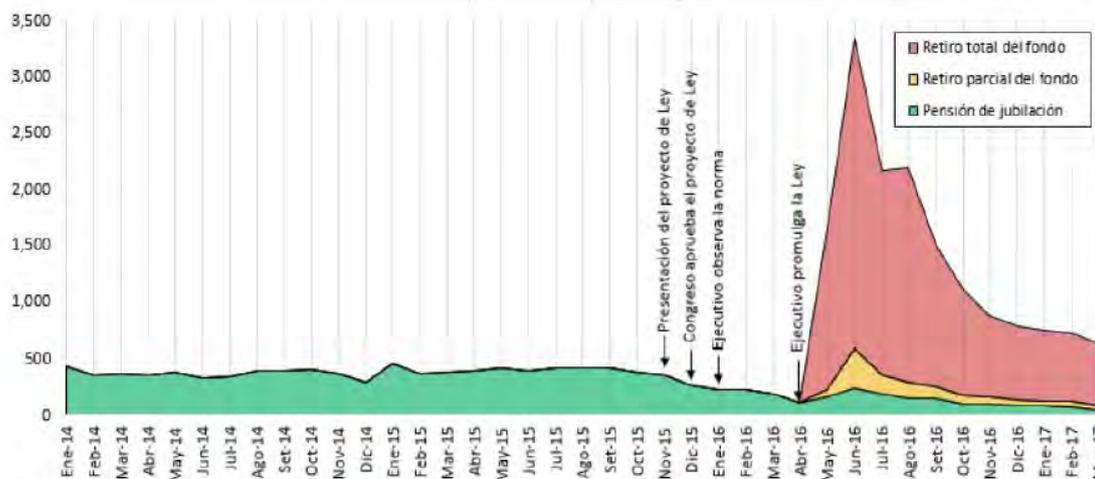
Otro dato relevante, que se puede visualizar en el gráfico 9, es que un 55% tiene sus fondos depositados en un banco. Sin embargo, el 30% no sabe que retorno recibe y el 38% recibe un retorno nulo. Para el grupo de los que invirtieron sus fondos, la situación sobre el manejo de información es muy similar: un 40% no ha evaluado el retorno que recibirá y un 20% no sabe que retorno recibirá (ver gráfico 10).

Grafico 3. Flujo de jubilados por tipo de beneficio adquirido entre 2008-2018



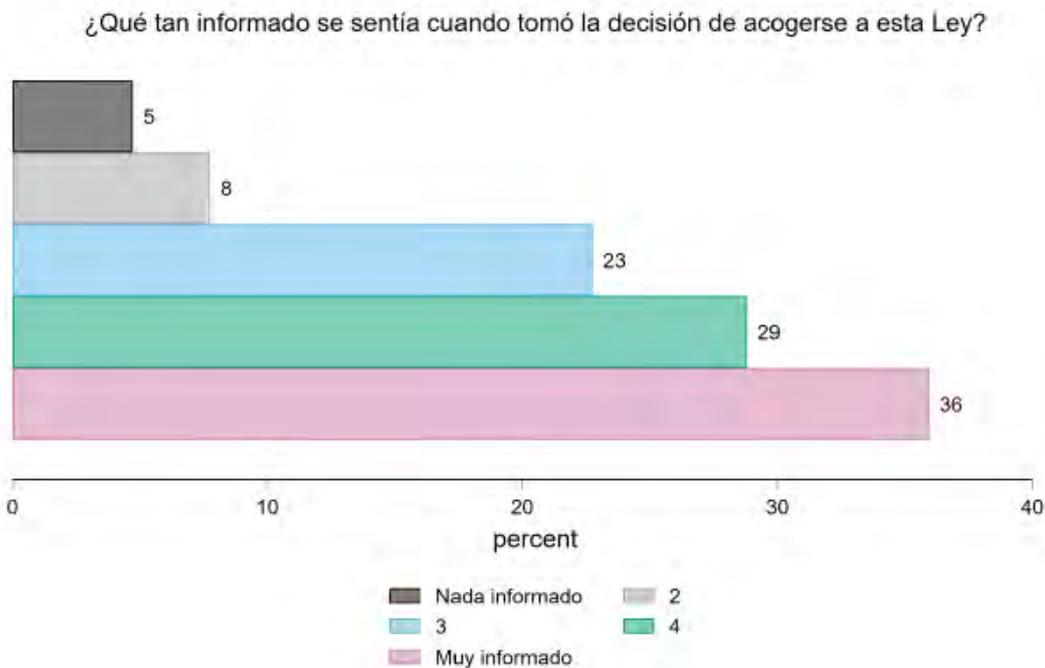
Fuente: SBS Informa (2019, p.3). Boletín Semanal.

Gráfico 4. Productos pensionarios elegidos por afiliados a AFP Integra, 2014-2017.



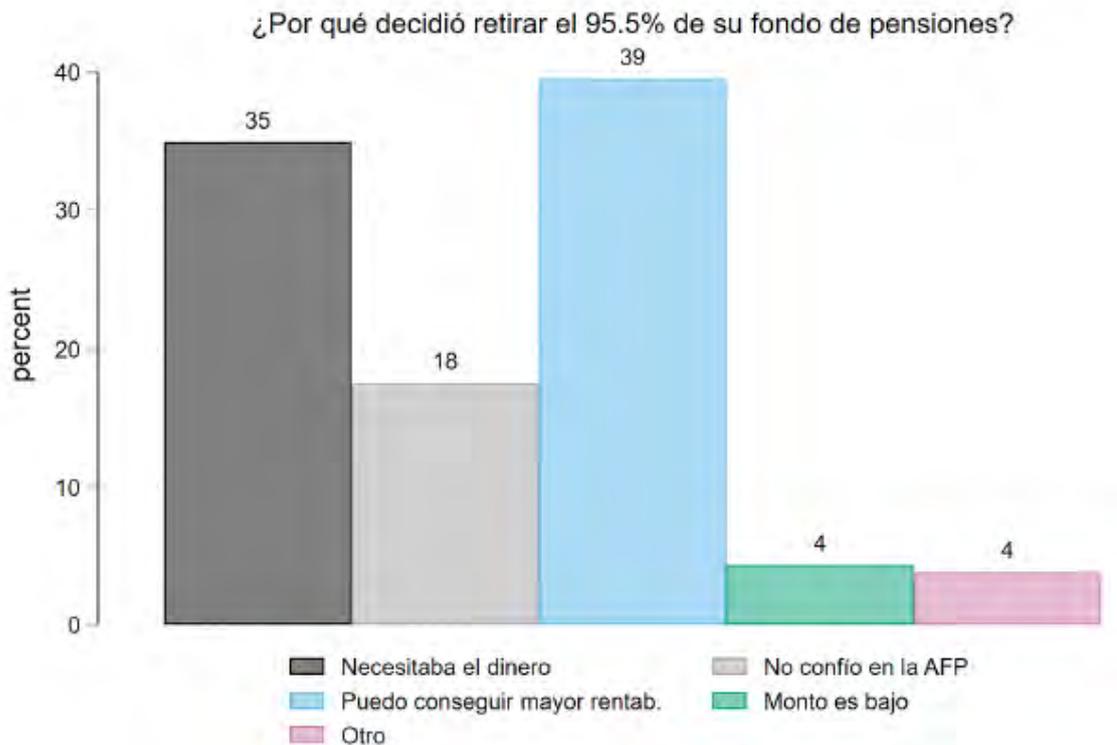
Fuente: Bosch et al. (2018, p. 4).

Gráfico 5. Percepción de información del jubilado de AFP Prima para el retiro de fondos.



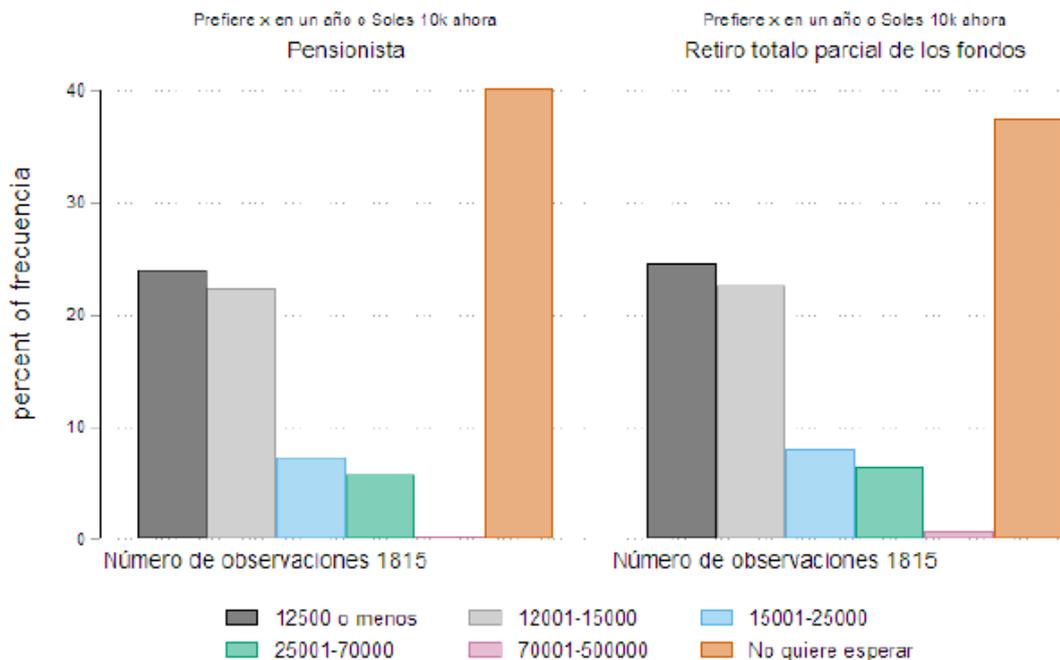
Fuente: Bosch et al. (2018, p. 12).

Gráfico 6. Motivos del jubilado de AFP Prima para el retiro de fondos.



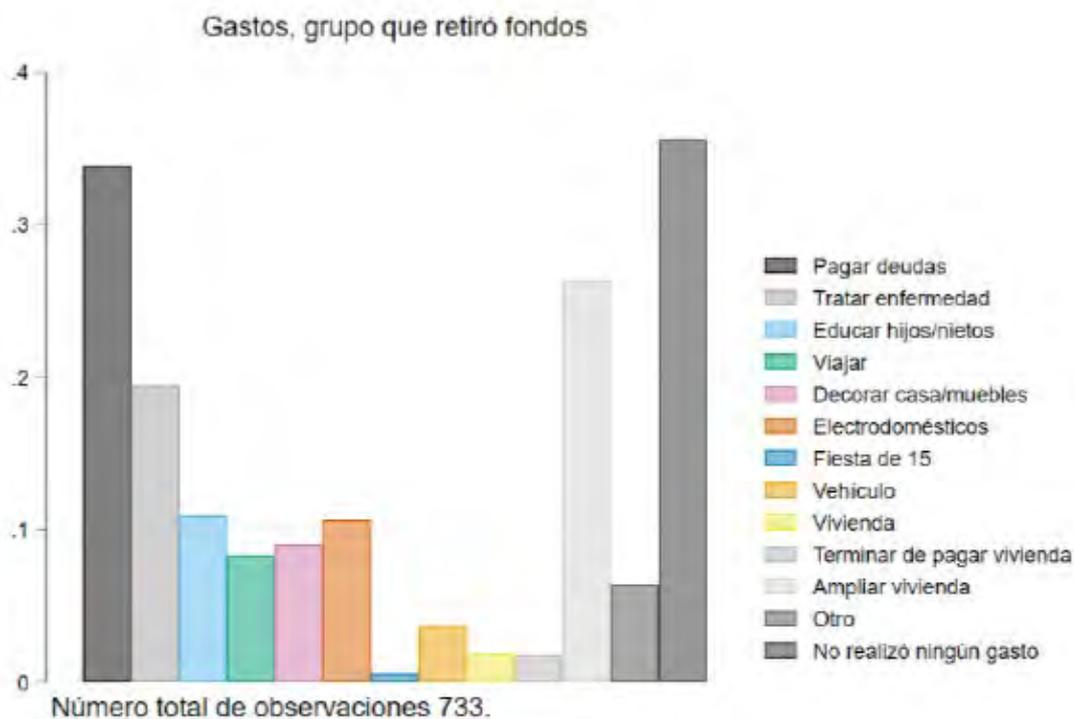
Fuente: Bosch et al. (2018, p. 13).

Gráfico 7. Experimento para determinar la impaciencia de afiliados de AFP Prima.



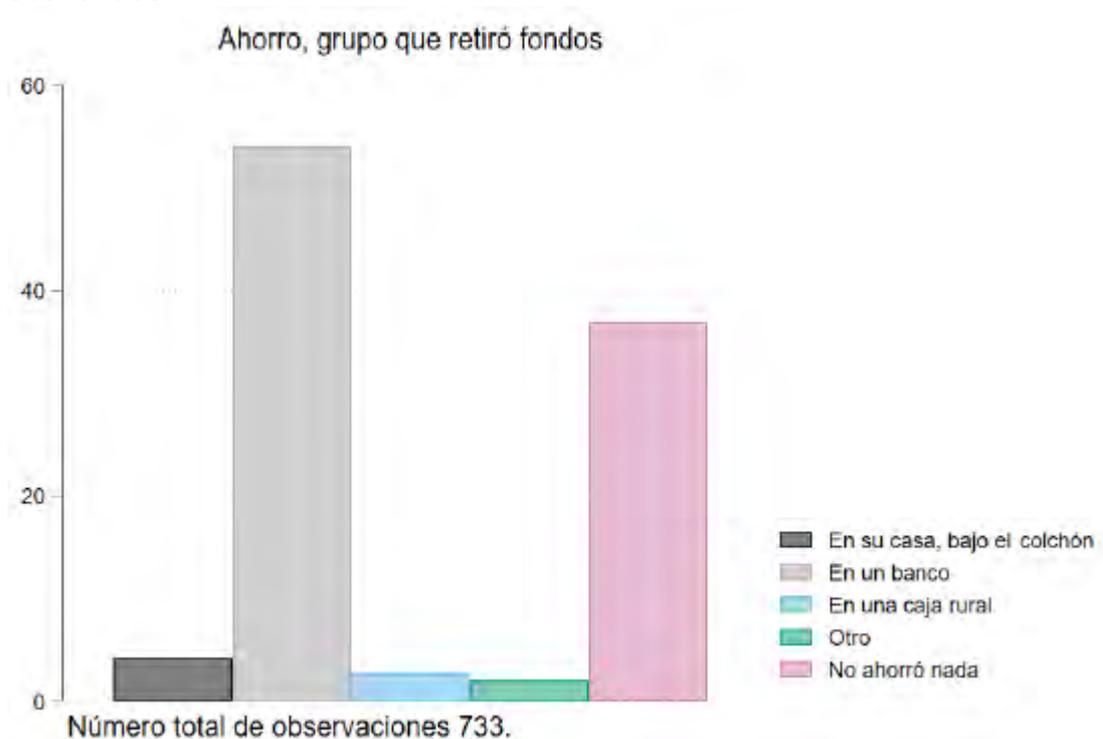
Fuente: Bosch et al. (2018, p. 15).

Gráfico 8. Uso de fondos de los jubilados de AFP Prima que se acogieron a la Ley N° 30425.



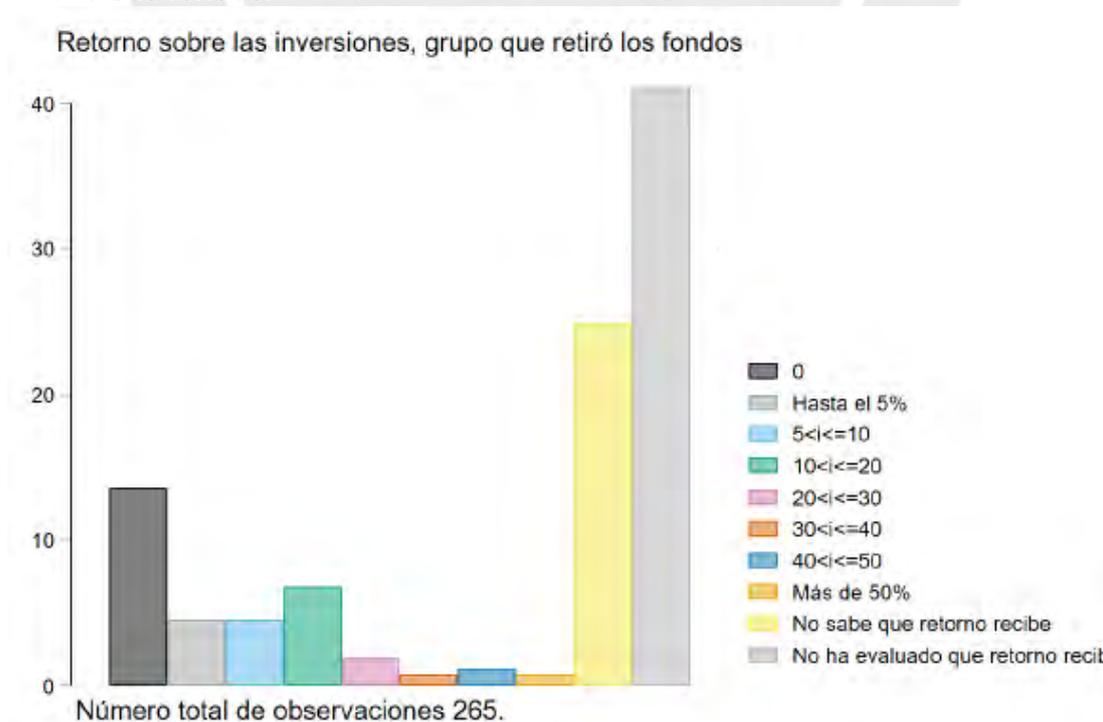
Fuente: Bosch et al. (2018, p. 21).

Gráfico 9. Ubicación de los ahorros del grupo de jubilados de AFP que retiró sus fondos.



Fuente: Bosch et al. (2018, p. 22)

Gráfico 10. Retorno de inversiones del grupo de jubilados de AFP Prima que invirtió sus fondos.



Fuente: Bosch et al. (2018, p. 25)

6. DATOS

Los datos utilizados en este estudio son de nivel microeconómico y provienen de la Encuesta Nacional de Hogares y Condiciones de Vida (ENAHO) para el periodo 2012-2019. La ENAHO es, entre todas las encuestas realizadas por el Instituto Nacional de Estadística (INEI), la encuesta más importante a nivel nacional sobre las características de los hogares peruanos. Debido a que, posee continuidad en la recolección de datos (desde 1995 hasta la actualidad), libre disponibilidad para la investigación y cubre áreas importantes como los ingresos, educación, salud, gastos, entre otros. Esta cubre aproximadamente, en la actualidad, 35 mil hogares cada año. Este trabajo tomará en cuenta dos periodos importantes: (i) el periodo previo a la promulgación de la Ley N° 30425, es decir, entre 2012-2015 y (ii) el periodo posterior a la promulgación, entre 2016-2019.

Para determinar el impacto del efecto del retiro de fondos de pensiones sobre el consumo de los hogares, se utilizará la metodología de Diferencias en Diferencias (DID). Esto implica que se construirán dos grupos: el grupo tratamiento y el grupo control. El grupo tratamiento estará compuesto por los hogares que posean afiliados al SPP de 60 años a más; mientras que el grupo control, afiliados al SPP de entre 50 y 59 años. Asimismo, se utilizarán los módulos 5 y 34 de la encuesta, debido a que éstos poseen características sobre la afiliación al sistema de pensiones, edad y diferentes grupos de gasto a nivel de los hogares.

La Tabla 2 nos presenta las medias del gasto total y los grupos de gasto en los hogares con algún afiliado al SPP y, también, la proporción de cada grupo de gasto respecto al total para el periodo 2012-2018. Se puede notar que durante el 2015 y 2016: (i) el gasto total fue mayor comparado a otros periodos, no obstante, el gasto per-cápita total no fue el mayor; (ii) el gasto en salud total y per-cápita aumento considerablemente en relación a años anteriores, no obstante, su crecimiento se duplicó para el periodo 2017-2018; (iii) el gasto en transporte y entretenimiento fueron los que más crecieron en este periodo, tanto total como per-cápita.

Tabla 2. Medias del gasto del hogar con miembros afiliados al SPP

Año	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Gasto total	38904.57	40503.03	41167.51	42310.03	44458.05	44940.21	45857.06
Gasto en alimentos	8488.731	8613.069	8677.918	9056.961	9187.832	9142.155	9279.217
	21.82%	21.27%	21.08%	21.41%	20.67%	20.34%	20.24%
Gasto en vestido y calzado	1558.896	1630.578	1592.839	1651.743	1615.602	1730.044	1693.588
	4.01%	4.03%	3.87%	3.90%	3.63%	3.85%	3.69%
Gasto asociado a la vivienda*	3781.422	3900.964	4156.315	4339.873	4648.247	4694.351	4844.536
	9.72%	9.63%	10.10%	10.26%	10.46%	10.45%	10.56%
Gasto en salud	2072.546	2048.448	1893.392	1892.152	2026.166	1983.152	2298.242
	5.33%	5.06%	4.60%	4.47%	4.56%	4.41%	5.01%
Gasto en transporte y comunicaciones	3035.747	3133.037	3250.217	3238.05	3451.521	3511.155	3420.127
	7.80%	7.74%	7.90%	7.65%	7.76%	7.81%	7.46%
Gasto en entretenimiento	3444.17	3671.651	3746.436	3627.49	4009.338	4114.266	4318.635
	8.85%	9.07%	9.10%	8.57%	9.02%	9.15%	9.42%
Gasto per-cápita total	9415.55	10038.88	10267.36	10849.78	11342.73	11658.38	11941.14
Gasto per-cápita en alimentos	1940.53	2030.466	2048.005	2212.525	2230.656	2240.153	2281.883
	20.61%	20.23%	19.95%	20.39%	19.67%	19.21%	19.11%
Gasto per-cápita en vestido y calzado	379.2584	397.9821	389.7065	415.5814	405.9991	438.2459	426.0234
	4.03%	3.96%	3.80%	3.83%	3.58%	3.76%	3.57%
Gasto per cápita asociado a la vivienda	996.9927	1071.445	1133.249	1214.476	1289.635	1341.115	1381.961
	10.59%	10.67%	11.04%	11.19%	11.37%	11.50%	11.57%
Gasto per-cápita en salud	480.6326	481.2614	460.2249	478.4246	501.3951	505.5046	582.7378
	5.10%	4.79%	4.48%	4.41%	4.42%	4.34%	4.88%
Gasto per-cápita en transporte y comunicaciones	779.9409	826.0928	873.7101	872.1658	921.1474	959.0584	945.3784
	8.28%	8.23%	8.51%	8.04%	8.12%	8.23%	7.92%
Gasto per-cápita en entretenimiento	780.2309	843.1543	862.2423	845.5359	960.8511	973.4537	1038.472
	8.29%	8.40%	8.40%	7.79%	8.47%	8.35%	8.70%
Número de observaciones	10,268	12,642	12,991	13,058	15,193	14,839	15,615

(*) Gasto asociado a vivienda proviene de la suma de gastos del grupo 3 y 4.
Fuente: Elaboración propia. En base a ENAHO (2012-2018).

7. CONCLUSIONES

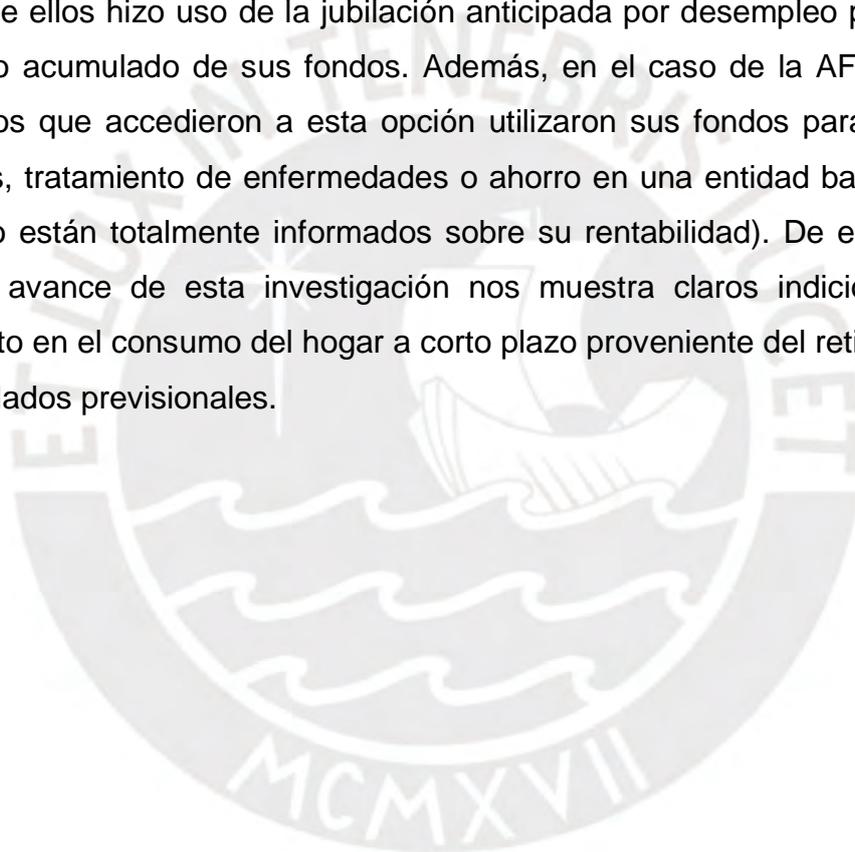
La reciente aprobación de la Ley N° 30425 en el Perú ha generado debates en torno a las posibles consecuencias que conlleve la política respecto a los afiliados al Sistema de Pensiones Privado. Como lo señala la OECD (2019), la opción de retiro de fondos acumulado genera que la función principal del sistema previsional sea eliminada. En otras palabras, el objetivo de suavizar el consumo y evitar la pobreza en la vejez recae en manos de los jubilados. El problema con esto no es solo el desplazamiento de funciones entre actores, sino también, el cumplimiento de éstos. En particular, la hipótesis principal de esta investigación es que el retiro acumulado de los fondos de pensiones ocasionará un aumento en el consumo del hogar.

El marco teórico nos ofrece un primer alcance sobre los efectos de cambios en el ingreso sobre el consumo. Principalmente, los autores como Fisher (1930), Modigliani (1966) y Friedman (1957) desarrollaron modelos teóricos en base al consumo intertemporal, en donde, los individuos se encargan de suavizar el consumo a través del endeudamiento y el ahorro. Friedman, quien divide el consumo en un componente permanente y transitorio, es quien establece que los cambios previstos en el ingreso no generan ningún tipo de cambio en el consumo (o es muy pequeño). Posteriormente, autores como Flavin (1981) y Campbell & Mankiw (1989), desarrollaron test sobre la sensibilidad del consumo a cambios previstos o transitorios en el ingreso. El aporte principal de los autores posteriores es que éstos demuestran que el consumo si responde a cambios previstos en el ingreso. Se concluye que las posibles explicaciones son la presencia de restricciones de liquidez, individuos miopes (preferencia por el consumo presente que el consumo futuro) y la existencia de ahorros precautorios debido a la incertidumbre del ingreso futuro.

La literatura empírica es un segundo alcance que permite corroborar los test de sensibilidad excesiva del consumo. Aunque no existe un consenso sobre la respuesta del consumo a variaciones en el ingreso, se concluye que esto sucede debido a la magnitud del cambio en el ingreso, los grupos de edad que reciben el cambio y las diferentes metodologías utilizadas. Por otro lado, de los

estudios empíricos sobre las transferencias previsionales no contributivas, se concluye que las transferencias públicas desplazan las transferencias privadas. Esto puede ser interpretado como una disminución en las remesas familiares a causa de un incremento en el ingreso de los adultos mayores.

Finalmente, los hechos estilizados muestran los efectos de la Ley N° 30425 luego de dos años de su aprobación. En particular, se concluye que una gran cantidad de jubilados optó por el retiro de sus fondos e, incluso, la mayor parte de ellos hizo uso de la jubilación anticipada por desempleo para acceder al retiro acumulado de sus fondos. Además, en el caso de la AFP Prima, los jubilados que accedieron a esta opción utilizaron sus fondos para el pago de deudas, tratamiento de enfermedades o ahorro en una entidad bancaria (de la cual no están totalmente informados sobre su rentabilidad). De este modo, el primer avance de esta investigación nos muestra claros indicios sobre un aumento en el consumo del hogar a corto plazo proveniente del retiro de fondos acumulados previsionales.



8. BIBLIOGRAFÍA

- Aguila, E. et al. (2015). Effects of income supplementation on health of the poor elderly: The case of Mexico. *PNAS*, 112 (1), 70-75. doi: 10.1073/pnas.1414453112.
- Amuedo-Dorantes, C. & Juarez, L. (2013). Old-Age government transfers and the crowding out of private gifts: The 70 and above program for the rural elderly in Mexico. *Southern Economic Journal*, 81(3), 782-802. doi: 10.4284/0038-4038-2013.055.
- Amuedo-Dorantes, C. (2018). The effect of noncontributory pensions on saving in Mexico. *Economic Inquiry*, 57(2), 931-952. doi: 10.1111/ecin.12750.
- Arkes, H. et al. (1994). The Psychology of Windfall Gains. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 59(3), 331-347.
- Attanasio, O. et al. (2017). Euler Equations, Subjective Expectations and Income Shocks. *Economica*. SSRN Electronic Journal. doi: 10.2139/ssrn.3281553.
- Baker, S. & Yannelis, C. (2015). Income Changes and Consumption: Evidence from the 2013 Federal Government Shutdown. *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.2575461.
- BID: el 13% de los que retiraron el 95.5% de su fondo de pensiones ya lo gastó. (11 de setiembre del 2018). *SEMANAeconomica.com*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/economia/afp/308525-bid-el-13-de-los-que-retiraron-el-95-5-de-su-fondo-de-pensiones-ya-lo-gasto/>
- Bodkin, R. (1959). Windfall Income and Consumption. *The American Economic Review*, 49(4), 602-614.
- Bosh, M. et al. (2018). Los efectos de la ley 95.5. División de Mercados Laborales y Seguridad Social BID. Recuperado de https://www.apeseg.org.pe/wp-content/uploads/2018/09/Insurance-Day_Mariano-Bosch_final.pdf

- Browning, M. & Collado, M. (2001). The Response of Expenditures to Anticipated Income Changes: Panel Data Estimates. *The American Economic Review*, 91(3), 681-692.
- Browning, M. & Lusardi, A. (1996). Household Saving: Micro Theories and Micro Facts. *Journal of Economic Literature*, 34(4), 1797-1855.
- Butrica, B. & Mermin, G. (2006). *Annuitized Wealth and Consumption at Older Ages*. Washington: The Urban Institute. doi: 10.2139/ssrn.2316934.
- Campbell, J. & Mankiw, N. G. (1990) Permanent Income, Current Income, and Consumption. *Journal of Business & Economic Statistics*, 8(3), 265-279. doi: 10.2307/1391964.
- Carroll, C. (2001). A theory of the consumption function, with and without liquidity constraints. *Journal of Economic Perspectives*, 15(3), 23-45. doi: 10.1257/jep.15.3.23.
- Cashin, D. & Unayama, T. (2016). The Impact of a Permanent Income Shock on Consumption: Evidence from Japan's 2014 VAT increase. *Discussion papers 16052*, Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI).
- Congreso insistió en proyecto de ley que autoriza retiro del 95.5% de fondos de AFP. (sin fecha). *El Heraldó*. Recuperado de <http://www2.congreso.gob.pe/Sicr/Prensa/heraldo.nsf/CNtitulares2/161E3E64D07D122A05257F960046BF80/?OpenDocument>
- Deaton, A. (1991). Saving and Liquidity Constraints. *Econometrica*, 59(5), 1221-1248. doi: 10.2307/2938366.
- Deaton, A. (2005). Franco Modigliani and the Life Cycle Theory of Consumption. *BNL Quarterly Review*, 58(233-234), 91-107. doi: 10.2139/ssrn.686475
- Duflo, E. (2003). Grandmothers and Granddaughters: Old-Age pensions and intrahousehold allocation in south africa. *The World Bank Economic Review*, 17(1), 1-25.

- El dilema del Reja. (Enero del 2019). *SBS Informa*, Boletín Semanal (2). Recuperado de http://www.sbs.gob.pe/Portals/0/jer/BOLETIN-SEMANAL/2019/B_S_N_02_2019.pdf
- El Ejecutivo observó proyecto de ley. (11 de enero del 2016). *Prima AFP*. Recuperado de <https://www.prima.com.pe/wcm/portal/primaafp/noticias/el+ejecutivo+observo+proyecto+de+ley>
- Epley, N. & Gneezy, A. (2007) The framing of financial windfalls and implications for public policy. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 36(1), 36-47. doi: 10.1016/j.socec.2005.12.012.
- Fatás, E. et al. (2013). An experimental test on dynamic consumption and lump-sum pensions. *SERIEs*, 4(4), 393-413. doi: 10.1007/s13209-013-0098-y.
- Fisher, I. (1930). *The theory of interest*. New York: Macmillan.
- Flavin, M. A. (1981). The Adjustment of Consumption to Changing Expectations About Future Income. *The Journal of Political Economy*, 89(5), 974-1009.
- Friedman, M. (1957) *A theory of consumption function*. New Jersey: Princeton University.
- Friedman, M. (1957). Windfalls, the 'Horizon,' and Related Concepts in the Permanent-Income Hypothesis. *Measurement in Economics: Studies in Mathematical Economics and Econometrics in Memory of Yehuda Grunfeld*, 3-28. Stanford: Stanford University Press.
- Funchs-Schundeln, N. (2008). The Response of Household Saving to the Large Shock of German Reunification. *The American Economic Review*, 98(5), 1798-1828. doi: 10.1257/aer.98.5.1798.
- Gorinchas, P. & Parker J. (2002). Consumption Over the Life Cycle. *Econometrica*, 79(1), 47-89. doi: 10.1111/1468-0262.00269.

- Gourinchas, P. O. (2015). *Notes for Econ202A: Consumption*. Berkeley: UC. Recuperado de https://www.econ.berkeley.edu/sites/default/files/course-homepage/2015-11-11/lecture-notes/Notes_Consumption_pog.pdf
- Gov.uk. (Sin fecha). *Personal pensions*. Recuperado de <https://www.gov.uk/personal-pensions-your-rights/how-you-can-take-pension>
- Gutierrez, E. et al. (2016). The effect of a transfer program for the elderly in Mexico City on co-residing children's school enrollment. *World Bank Economic Review*, 31(3), 809 – 828.
- Hall, R. E. & Mishkin, F. S. (1982). The Sensitivity of Consumption to Transitory Income: Estimates from Panel Data on Households. *Econometrica*, 50(2), 461-481.
- Hall, R. E. (1978). Stochastic Implications of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence. *The Journal of Political Economy*, 86(6), 971-987.
- Hamaaki, J. (2013). The Pension System and Household Consumption and Saving Behavior. *Public Policy Review*, 9(4), 687-716.
- Harris, C. & Laibson, D. (1999). Dynamic Choices of Hyperbolic Consumers. *Econometrica*, 69(4), 935-957.
- Hori & Shimituzani (2012). Do households smooth expenditure over anticipated income changes? Evidence from bonus payments to public employees in Japan. *Journal of the Japanese and International Economies*, 26(3), 405-433. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jjie.2012.06.001>.
- Hori, M. et al. (2009). The Response of Household Expenditure to Anticipated Income Changes: Bonus Payments and the Seasonality of Consumption in Japan. *The B E Journal of Macroeconomics*, 9(1), 1-22.

- Hsieh, C. H. (2003). Do Consumers React to Anticipated Income Changes? Evidence from the Alaska Permanent Fund. *The American Economic Review*, 93(1), 397-405.
- Instituto Nacional de Estadística (sin fecha). Encuesta Nacional de Hogares y Condiciones de Vida. Empleo [Fichero de datos], Sumaria [Fichero de datos].
- Jappelli, T. & Pistaferri, L. (2000). Using subjective income expectations to test for excess sensitivity of consumption to predicted income growth. *European Economic Review*, 44(2), 337-358. doi: 10.1016/S0014-2921(98)00069-5.
- Jappelli, T. & Pistaferri, L. (2010) The Consumption Response to Income Changes. *Annual Review of Economics*, 2(1), 479-506.
- Jensen, R. (2002). Do private transfers “displace” the benefits of public transfers? Evidence from South. Africa. *Journal of Public Economics*, 88(1–2), 89-112. doi: 10.1016/S0047-2727(02)00085-3.
- Johnson et al. (2013). Consumer Spending and the Economic Stimulus Payments of 2008. *The American Economic Review*, 103(6), 2530-2553. doi: 10.1257/aer.103.6.2530.
- Johnson, D. S. et al. (2006). Household Expenditure and the Income Tax Rebates of 2001. *American Economic Review*, 96(5), 1589-1610. doi: 10.1257/aer.96.5.1589.
- Juarez, L. (2008). Crowding out of private support to the elderly: Evidence from a demogrant in Mexico. *Journal of Public Economics*, 93(3–4), 454-463.
- Kimbal, M. S. (1990). Precautionary Saving in the Small and in the Large. *Econometrica*, 58(1), 53-73. doi: 10.2307/2938334.
- Kreinin, M. E. (1961). Windfall Income and Consumption: Additional Evidence. *The American Economic Review*, 51(3)388-390.

- Kueng, L. (2015). Revisiting the Response of Household Spending to the Alaska Permanent Fund Dividend Using CE Data. *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.2634005.
- Levav, J., & McGraw, A. P. (2009). Emotional accounting: How feelings about money influence consumer choice. *Journal of Marketing Research*, 46(1), 66-80.
- Ley N° 30425, Ley que modifica el texto único ordenado de la ley del sistema privado de administración de fondos de pensiones. Diario oficial El Peruano, Lima, Perú, 21 de Abril del 2016. Recuperado de <https://busquedas.elperuano.pe/normaslegales/ley-que-modifica-el-texto-unico-ordenado-de-la-ley-del-siste-ley-n-30425-1370639-1/>
- Lusardi, A. (1996). Permanent Income, Current Income, and Consumption: Evidence from tow panel data sets. *Journal of Business & Economic Statistics*, 14(1), 81-90. doi: 10.2307/1392101.
- Mamedli, M. & Sinyakov, A. (2018). Consumer finance in Russia: Income shocks and consumption smoothing. *Voprosy Ekonomiki* 5. doi: 10.32609/0042-8736-2018-5-69-91.
- Mankiw, N. G. & Shapiro, M. D. (1985). Trends, random walks, and tests of the permanent income hypothesis. *Journal of Monetary Economics*, 16(2), 165-174. doi: 10.1016/0304-3932(85)90028-5.
- Medina, C. M. (21 de febrero del 2019). Aseguradoras se recuperan de retiros del 95.5% de las AFP. *Diario Correo*. Recuperado de <https://diariocorreo.pe/economia/aseguradoras-se-recuperan-de-retiros-del-955-de-las-afp-871963/>
- Modigliani, F. (1966). The life cycle hypothesis of saving, the demand for wealth and the supply of capital. *The Johns Hopkins University Press*, 33(2), 160-217.
- OECD. (2019). *OECD Reviews of Pension Systems: Peru, OECD Reviews of Pension Systems*. OECD Publishing, Paris. doi: 10.1787/e80b4071-en.

- Orszag, P. (2001). Should A Lump-Sum Payment Replace Social Security's Delayed Retirement Credit?. *Center for Retirement Research*, ib-6.
- Parker, J. (2017). Why Don't Households Smooth Consumption? Evidence from a \$25 Million Experiment. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 9(4), 153-183. doi: 10.1257/mac.20150331.
- Pistaferri, L. (2001). Superior Information, Income Shocks and the Permanent Income Review of Economics and Statistics, 83(3), 465-476. doi: 10.1162/00346530152480117.
- Poterba, J. (1988). Are Consumers Forward Looking? Evidence from Fiscal Experiments. *American Economic Review*, 78(2), 413-418.
- Pounder, L. (2009). Consumption response to expected future income. *International Finance Discussion Papers 971*. Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.). doi: 10.2139/ssrn.1420265.
- Souleles, N. (1999). The response of household consumption to income tax refunds. *American Economic Review*, 89(4), 947-958. doi: 10.1257/aer.89.4.947.
- Souleles, N. (2002). Consumer response to the Reagan tax cuts. *Journal of Public Economics*, 85(1), 99-120. doi: 10.1016/S0047-2727(01)00113-X.
- Thaler, R. (1985). Accounting and Consumer Choice. *Marketing Science*, 4(3), 199-214.
- Wilcox, D. (1989). Social Security Benefits, Consumption Expenditure, and the Life Cycle Hypothesis. *Journal of Political Economy*, 97(2), 288-304. doi: 10.1086/261604.
- World Bank (2019). *Early Access to Pension Savings: International Experience and Lesson Learnt*. Washington, DC: The World Bank Group.

