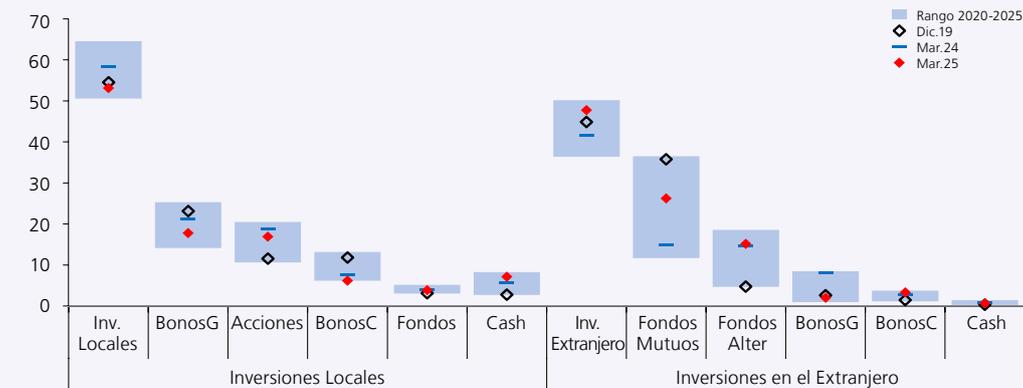


RECUADRO 4 IMPACTO DEL SÉPTIMO RETIRO DE FONDOS DE PENSIONES EN LA COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO DE AFP

El 18 de abril de 2024, se aprobó la Ley N° 32002 que autorizaba el retiro de hasta 4 UIT (S/ 20 600) de los fondos de los afiliados al Sistema Privado de Pensiones (SPP). En este contexto, las AFP ejecutaron desembolsos durante ese año a sus afiliados por aproximadamente S/ 27 mil millones. Estos retiros fueron financiados principalmente a través de la venta de dólares en el mercado cambiario *spot* relacionada a la liquidación de inversiones en el exterior (S/ 14,7 mil millones), ventas de BTP (S/ 8,2 mil millones) y aportes netos de los afiliados (S/ 4 mil millones). Como consecuencia de estos desembolsos, el portafolio de las AFP experimentó cambios importantes en su tamaño y composición. Entre marzo y diciembre de 2024, los activos administrados (AUM) por las AFP disminuyeron en 15 por ciento, pasando de S/ 127 mil millones a S/ 107 mil millones, lo cual representa solo el 61 por ciento del AUM que las AFP administraban antes de la aprobación de los retiros extraordinarios, a finales del 2019.

PARTICIPACIÓN POR TIPO DE ACTIVO
(% AUM)

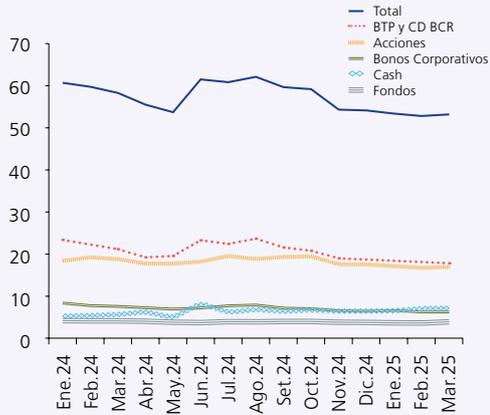


Al 31 de marzo.
Fuente: SBS y BCRP.

En cuanto a la composición de su portafolio, durante el retiro del 2024, las AFP mantuvieron el sesgo de vender sus activos más líquidos, similar a lo observado en los retiros previos. Sin embargo, las inversiones locales registraron la mayor reducción como porcentaje de su AUM, cayendo de 58 a 54 por ciento. La venta de inversiones locales se concentró en el mercado de BTP debido a su mayor liquidez, con lo que la participación de las AFP en el saldo total de BTP alcanzó un nivel mínimo histórico de 11 por ciento al cierre de 2024. Por su parte, la asignación a inversiones en el exterior por parte de las AFP se elevó de 41 a 46 por ciento de su AUM en este mismo periodo, y esta tendencia se mantuvo durante el primer trimestre de 2025, alcanzando el 48 por ciento de su AUM al cierre de marzo, un nivel muy cercano a su límite máximo permitido de 50 por ciento. Este incremento se debe a compras de activos externos por mejores perspectivas en el último trimestre de 2024.

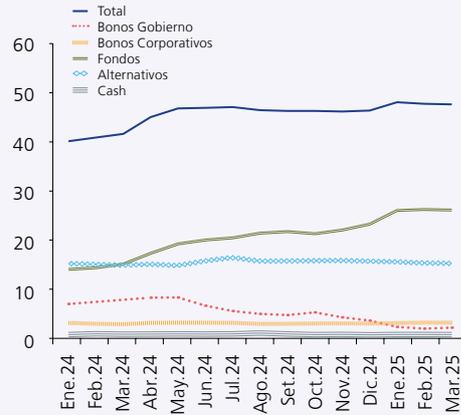
Si bien el incremento en inversiones del exterior correspondería principalmente a activos líquidos como fondos mutuos, han disminuido considerablemente sus tenencias de bonos de gobierno en moneda extranjera, de 8 a 2 por ciento de su AUM entre abril de 2024 y marzo de 2025. Además, mantienen una asignación elevada a activos ilíquidos, como su participación en fondos alternativos del exterior (20 por ciento de su AUM). Estos activos serían difíciles de liquidar en caso de aprobarse nuevos retiros de fondos, lo cual obligaría a las AFP a continuar disminuyendo su exposición a bonos de gobierno o fondos mutuos del exterior.

Inversiones Locales de las AFP
(% AUM)



Al 31 de marzo.
Fuente: SBS y BCRP.

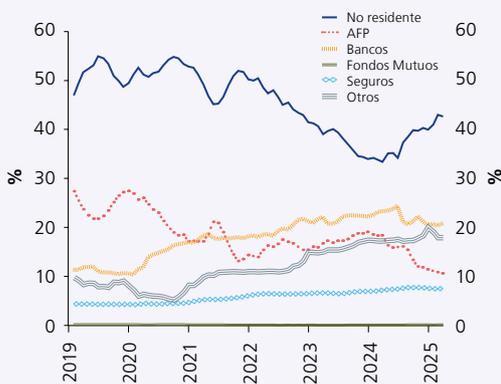
Inversiones en Exterior de las AFP
(% AUM)



Al 31 de marzo.
Fuente: SBS y BCRP.

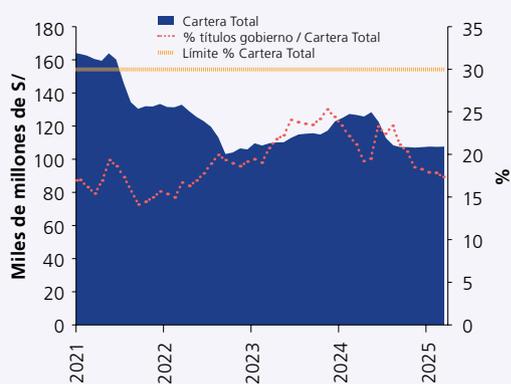
Esta reconfiguración en el portafolio de las AFP supone oportunidades y desafíos. Actualmente las AFP mantienen el 17 por ciento de su AUM invertido en BTP, por debajo del nivel que mantenían antes de los retiros (22 por ciento de su AUM) y de su límite operativo de 30 por ciento para inversiones en instrumentos emitidos por el Estado Peruano. Una reducida participación en el saldo de bonos soberanos indicaría que las AFP tienen un amplio margen para absorber potenciales ventas de inversionistas no residentes ante un escenario de estrés. Históricamente las AFP han desempeñado un rol estabilizador en el mercado de BTP, comprando bonos cada vez que los no residentes vendían estos papeles o viceversa. Como resultado, la participación de las tenencias de BTP por parte de las AFP registra una correlación negativa con la participación de las tenencias de BTP por parte de no residentes. Sin embargo, la aprobación de nuevos retiros podría impactar negativamente en la valorización de estos activos, en caso los inversionistas no residentes decidan no absorber la potencial oferta de AFP para atender los retiros o, decidan vender sus posiciones al mismo tiempo que las AFP para evitar pérdidas. En este caso, los bancos podrían desempeñar un rol amortiguador absorbiendo la oferta, no obstante, este rol estaría acotado al manejo de sus activos y pasivos (ALM).

Participación en Tenencias de BTP



Al 31 de marzo.
Fuente: CAVALI, MEF, BCRP.

Posición de las AFPs en las Emisiones del Gobierno

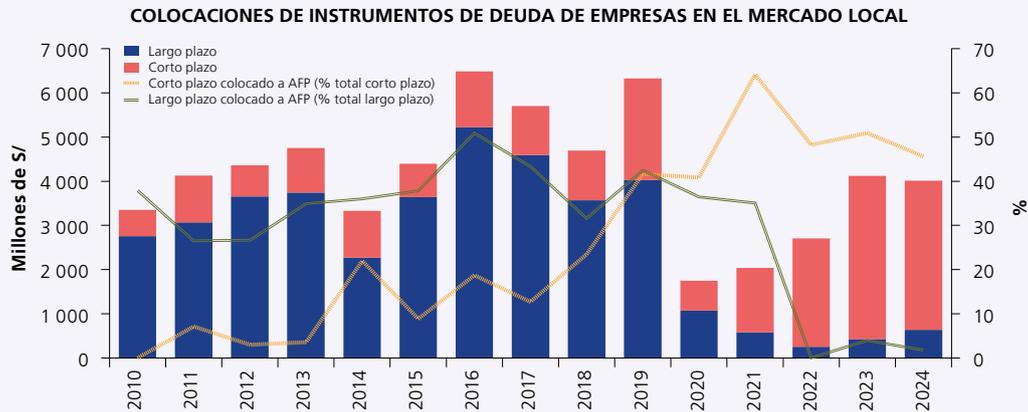


Al 31 de marzo.
Fuente: SBS, BCRP.

Por otro lado, esta recomposición de los fondos de pensiones ha generado menor demanda de las AFP en las colocaciones primarias de instrumentos de deuda de mediano/largo plazo ofrecidas por empresas en

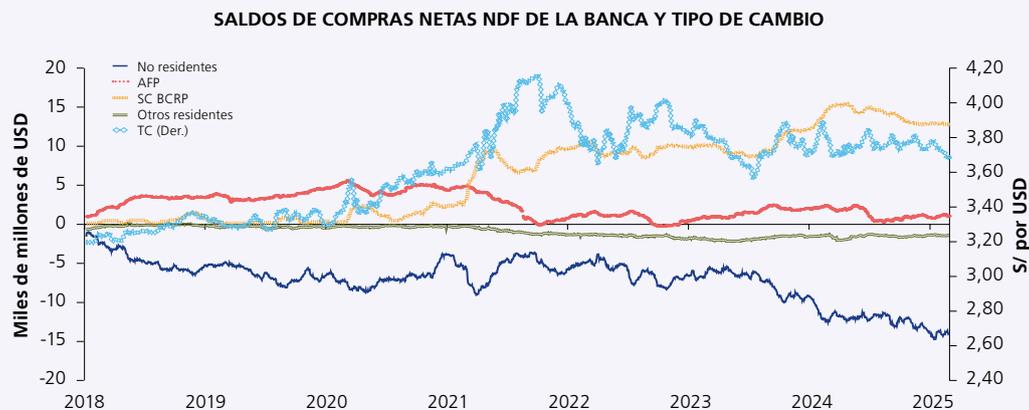


el mercado de capitales. La preferencia de las AFP por títulos de corto plazo responde a la necesidad de mantener activos líquidos ante el riesgo de nuevos retiros. Como resultado, el mercado de deuda corporativa ha sufrido un cambio estructural importante en cuanto a la composición de sus plazos, disminuyendo de forma significativa el segmento de largo plazo: en 2024, solo el 16 por ciento del total de emisiones públicas tuvieron un plazo mayor a 1 año, y solo el 2 por ciento de esas emisiones fueron adjudicadas por AFP.



Excluye colocaciones privadas.
Fuente: BVL, CAVALI, SBS, BCR

Finalmente, otro efecto de los retiros es la contracción de la oferta estructural de moneda extranjera de las AFP en el mercado de derivados cambiarios. Antes de los retiros de fondos, las AFP solían contrarrestar la demanda de derivados de no residentes, ofertando dólares a través de NDF¹⁸ para coberturar sus inversiones en el exterior. Sin embargo, la reducción en el tamaño de su portafolio a partir del 2020 ha generado una reducción de la oferta NDF de las AFP, lo cual impulsó al BCRP a intervenir mediante *Swaps* Cambiarios para equilibrar los flujos en el mercado de derivados. Al cierre de marzo de 2025, el saldo de ventas netas NDF de las AFP representa la mitad del nivel que alcanzó antes de la pandemia.



Conclusión

El último retiro de fondos de pensiones ha continuado reduciendo el tamaño del portafolio de las AFP y ha impactado, nuevamente, su estrategia de inversión. La menor asignación a activos locales

18 Non-Delivery Forwards: instrumentos derivados que permiten cubrir el riesgo cambiario. Los no residentes compran estos contratos para contrarrestar pérdidas en su portafolio de BTP (el cual está denominado en soles), ante subidas en el tipo de cambio.

plantea desafíos relevantes en los mercados de deuda soberana (menor capacidad de absorción local de potencial salida de no residentes en periodos de estrés) y corporativa (reducción en el volumen emitido y concentración en plazos cortos). Además, la menor oferta de dólares de las AFP por una menor necesidad de coberturas cambiarias dada la contracción en el tamaño de su portafolio, puede incrementar la volatilidad en el mercado cambiario. En un contexto de potenciales nuevos retiros, será clave monitorear la evolución de la composición del portafolio de las AFP y su rol en los principales mercados financieros locales.

