

POLÍTICAS SOCIALES EN RESPUESTA AL CORONAVIRUS



Acceso al ahorro obligatorio para el retiro en tiempos de COVID-19: consideraciones de política pública

Acceso al ahorro obligatorio para el retiro en tiempos de COVID-19: consideraciones de política pública

Autores: Mariano Bosch, Carolina Felix, Manuel García-Huitrón, y María Teresa Silva-Porto¹

1 INTRODUCCIÓN

La pandemia global por la COVID-19 está repercutiendo de manera importante en las economías de los países de todo el mundo, y la región de América Latina y el Caribe (ALC) no ha sido una excepción. Debido al distanciamiento social, una de las principales herramientas disponibles para reducir el contagio del virus entre las personas, distintos sectores de la economía se han visto afectados, como el turismo, el comercio tradicional, la construcción y el sector inmobiliario, entre otros. De acuerdo con una estimación reciente del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), solamente en la región se podrían perder hasta [17 millones de empleos formales](#) (Altamirano et al., 2020). En ese contexto, y ante la necesidad de proteger los ingresos de los trabajadores, varios países de la región se están planteando la posibilidad de entregar un acceso parcial temprano a los fondos de pensiones.

En Perú, este acceso ya se ha materializado. A principios de abril de 2020, el Gobierno peruano promulgó una ley que

permite el retiro de aproximadamente USD 600 del fondo de pensiones para los trabajadores desempleados en los últimos seis meses. Además, el Congreso del país aprobó una ley que permite a todos los afiliados del sistema privado de pensiones, el retiro del 25% del fondo de pensiones con un tope de USD 4 000. En Chile, República Dominicana y El Salvador existen propuestas para retirar un 10%, 30% y 50%, respectivamente, del saldo en la cuenta individual. En cualquier caso, esta respuesta de política no es única de América Latina. En Australia, el gobierno aprobó el retiro a suma alzada de hasta 10 000 mil dólares australianos (USD 6 492) en 2020 y otro monto igual en 2021. Asimismo, en Estados Unidos, el plan de emergencia CARE relajó las condiciones de acceso temprano a los fondos 401(k), permitiendo obtener hasta USD 100 000 del fondo, ya sea en efectivo o para su utilización como colateral. Este tipo de discusión, al igual que ya está ocurriendo en Inglaterra, es probable que acabe desencadenándose en otros países del mundo.

1. División de Mercados Laborales (SCL/LMK) del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Puede dirigir sus comentarios sobre esta nota a mbosch@iadb.org. Los autores agradecen el apoyo y comentarios de Álvaro Altamirano, Fernando López, Daniel Mantilla, Sebastián Miller y Diego Valero, así como de los reguladores y responsables de la política pensional de los países miembros de la Red de Pensiones en América Latina y el Caribe del BID (Red PLAC) que participaron en el webinar (*Acceso temprano a los fondos de pensiones: consideraciones de política*) del 16 de abril de 2020. En particular agradecemos a Olga Fuentes, Rita Hamden, Osvaldo Macías, Alvaro Ramos, Luis Samudio, Elio Sánchez y Abraham Vela por compartir la experiencia regulatoria de sus respectivos países y sus comentarios a este documento.

Esta nota discute brevemente la experiencia internacional con respecto al acceso temprano a los fondos de pensiones, analizando sus ventajas y desventajas. Tres son los principales mensajes. Primero, en situaciones normales, permitir un grado de liquidez de los fondos de pensiones presenta un dilema de política entre construir una pensión y dotar al individuo de liquidez ante choques de ingresos. Corresponde a cada país ponderar este dilema. La experiencia internacional cuenta con buenos ejemplos de cómo se puede dar ese grado de liquidez, pero también muestra que la gran mayoría de países que permiten el acceso a los fondos fuera de la región lo hacen sobre pilares voluntarios/complementarios, o bien cuentan con pilares adicionales para proporcionar una pensión básica para la gran

mayoría de los adultos mayores. Segundo, en el contexto actual de recesión, el acceso a los fondos de pensiones debería ser una herramienta de última instancia, y debería evitarse cristalizar las pérdidas asociadas a la volatilidad del mercado financiero. Tercero, si no es posible evitar esta medida de política por falta de otros instrumentos, se subrayan en este documento algunos principios de diseño y de implementación, basados en la experiencia internacional, que podrían mitigar el impacto en la suficiencia futura de los sistemas de pensiones. Finalmente, como enfatiza esta nota, es muy importante asegurar que los mecanismos de pago sean seguros para el ciudadano en el contexto de la actual pandemia.

2 TEORÍA Y EVIDENCIA SOBRE EL ACCESO TEMPRANO AL AHORRO OBLIGATORIO

La teoría económica destaca la conveniencia de que los hogares mantengan un nivel de ahorro líquido para suavizar el consumo ante choques imprevistos del ingreso durante la vida laboral.² Este argumento es consistente con la teoría del ciclo de vida desarrollada por Franco Modigliani, que sugiere que las necesidades de ahorro líquido y no líquido son variables a lo largo de la vida laboral de los individuos y que su manejo óptimo responde a un deseo de suavizamiento del consumo (Browning y Lusardi, 1996).³ A su vez, la teoría del ingreso permanente formulada por el premio Nobel Milton Friedman señala que los individuos responden a cambios imprevistos y temporales en su nivel de ingreso corriente, disminuyendo su ahorro, si lo tienen, o bien aumentando su nivel de deuda, anclados en su nivel de ingresos esperados en el futuro (Friedman, 1957).⁴

Otros desarrollos más recientes en la teoría del ciclo de vida y su aplicación al diseño de sistemas de pensiones

son consistentes con la idea de mantener un porcentaje de ahorro líquido. Gourinchas y Parker (2002) mostraron que la teoría del ciclo de vida es consistente con la acumulación de ahorros líquidos de reserva o preventivos (“*buffer stock savings*”) al principio de la vida laboral hasta cierta edad (entre los 35 y 40 años según Cui (2008)) y, a partir de esa edad, comenzar a ahorrar en forma no líquida, principalmente para la jubilación. Desarrollos posteriores han mostrado que, en algunos casos, cuando los individuos enfrentan un fuerte choque de ingresos, un acceso restringido a sus fondos de pensión puede tener un impacto positivo en su bienestar (Sandris, y Munk, 2020; Beshears y otros, 2008, 2015 y 2019; Valdés, 2002, 2004).

La realidad es que en América Latina y el Caribe pocos hogares mantienen un fondo de ahorro preventivo para suavizar su consumo ante shocks de ingreso. Información de encuestas realizadas por el BID en Brasil, Chile, México

2. Una de las primeras referencias es Keynes (1936). Según Keynes, la demanda de liquidez está determinada por tres motivos: (i) *motivo transaccional*: la gente prefiere tener liquidez para asegurar las transacciones económicas corrientes, tanto de consumo personal como de negocios; (ii) *motivo de precaución*: la gente prefiere guardar dinero para afrontar dificultades inesperadas que requieren gastos inusuales, o también para prevenir dificultades en el empleo, la economía o la sociedad; y (iii) *motivo especulativo*: la gente mantiene dinero líquido esperando aprovechar en el momento oportuno los movimientos del mercado. Ver Teoría General del Empleo, el Interés y el Dinero, Capítulo 13, parte II.

3. Franco Modigliani patentó un método de emisión de tarjetas de crédito 401(k), con el objetivo de facilitar a los trabajadores el retiro de los ahorros de sus cuentas ahorro para la jubilación para cubrir las necesidades de consumo a corto plazo (Liu et. al 2014). El notable economista escribió lo siguiente (traducción propia): “Muchos gobiernos adoptan el punto de vista paternalista de que el dinero reservado para las pensiones no debe ser aprovechado antes de la jubilación. Sin embargo, las personas que reservan ahorros para la jubilación a menudo incurrir en deudas para financiar la inversión o el consumo actuales. Esta deuda normalmente es en forma de préstamos hipotecarios, préstamos educativos, o saldos de tarjetas de crédito que implican el pago de un interés comercial, a menudo más alto que cualquier rentabilidad prevista de sus ahorros obligatorios... Un sistema regulado de manera ineficiente (como en el sistema existente) permite a los individuos guardar en una cuenta y tener acceso en otra, pero todo ello podría tener lugar en la misma cuenta. Este diseño deficiente proporciona grandes rentas a los intermediarios financieros en perjuicio del individuo.” (Modigliani y Muralidhar, 2008).

4. Andersen et. al. (2020) muestran para el caso de Dinamarca que los ahorros obligatorios para el retiro están relacionados con un sobre-endeudamiento a lo largo de la vida laboral y que en parte esto se explica por un problema de liquidez generado por la obligación.

y Perú⁵ muestran que las personas que no cuentan con ahorros jubilatorios en sistemas de pensiones tienen en promedio también menos ahorros en otros vehículos, ya sea formal o informal (Ver Cuadro 1). Incluso para personas de ingresos relativamente altos, el comportamiento de ahorro de quienes no están cubiertos por el sistema de pensiones es de menor ahorro (Cavallo et. al, 2017). En otras palabras, para la gran mayoría de la población en edad de trabajar en la región, el fondo de pensiones es el único

ahorro del que disponen⁶. Típicamente, el ahorro obligatorio es ilíquido y reservado hasta la edad de jubilación⁷. No obstante, como se verá en la siguiente sección, el acceso al ahorro obligatorio o voluntario es común en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) (García-Huitrón, 2014; García-Huitrón y Ponds, 2015; Beshears et al. 2015a y 2015b; Stewart, Jain, y Sandbrook, 2019).

CUADRO N° 1. AHORRO FORMAL E INFORMAL SEGÚN COBERTURA POR EL SISTEMA PENSIONAL

PAÍS	TIENE AHORRO FORMAL O INFORMAL	CUBIERTO POR SISTEMA DE PENSIONES Y TIENE AHORRO FORMAL O INFORMAL	NO CUBIERTO POR SISTEMA DE PENSIONES Y TIENE AHORRO FORMAL O INFORMAL
CHILE			
Algún ahorro	23,1 %	23,6 %	20,3 %
Ahorro Formal	22,7 %	23,2 %	20,0 %
Ahorro Informal	0,60 %	0,58 %	0,68 %
BRASIL			
Algún ahorro	21,9 %	29,9 %	16,7 %
Ahorro Formal	19,3 %	27,5 %	13,9 %
Ahorro Informal	3,98 %	4,17 %	3,86 %
MÉXICO			
Algún ahorro	32,2 %	49,9 %	27,5 %
Ahorro Formal	16,4 %	39,0 %	10,4 %
Ahorro Informal	19,6 %	19,3 %	19,7 %
PERÚ			
Algún ahorro	53,5 %	72,6 %	45,1 %
Ahorro Formal	30,5 %	59,7 %	17,6 %
Ahorro Informal	33,3 %	30,8 %	34,3 %

Fuente: BID (2016).

Si bien, en teoría, el acceso parcial a los fondos de pensiones obligatorios podría aumentar el bienestar, en la práctica, presenta dilemas de política y riesgos que no pueden soslayarse. El dilema fundamental de política que se plantea es la tensión existente entre un objetivo de largo plazo (construir una pensión) y uno de corto (suavizar un *shock* de ingreso). Por un lado, acceder a los fondos de pensiones obligatorios antes de tiempo atenta directamente contra el objetivo de obtener una pensión suficiente para mantener un nivel de vida digno en la vejez (ver Recuadro 1), lo cual es muy relevante en el contexto propio de ALC, de elevada informalidad laboral y baja densidad de cotización. Por otro, el acceso a los fondos podría facilitar la

capacidad de los hogares de suavizar choques de ingreso mejorando su bienestar a largo plazo. Además, el hecho de que exista cierta liquidez de los fondos podría aumentar los incentivos a contribuir (Stewart, Jain, y Sandbrook, 2019; Valdés, 2014). Esto podría ser así porque, primero, estos mecanismos tienen el potencial de incrementar el atractivo del ahorro obligatorio para colectivos de trabajadores de bajos ingresos y por cuenta propia, que enfrentan choques de ingreso de manera más frecuente que los asalariados formales; y, segundo, porque podría hacer más tangibles los beneficios del ahorro en los fondos de pensiones, incrementar la confianza en el sistema y mejorar el sentido de propiedad de la cuenta individual.

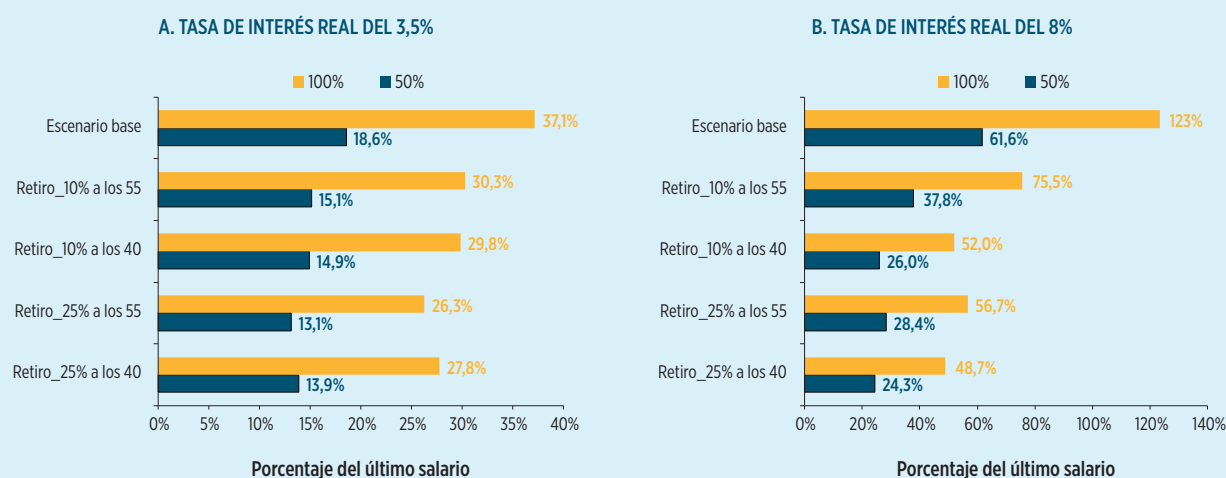
5. Estas encuestas se desarrollaron en el marco de la publicación insignia del BID Ahorrar para desarrollarse: Cómo América Latina y el Caribe puede ahorrar más y mejor. Ver BID (2017). Ver también Tovar (2008), Valles y Aguilar (2015) y Bosch et al. (2013).

6. Este es el caso principalmente de los países que cuentan con ahorro obligatorio para la vejez a través de cuentas individuales de capitalización con contribución definida.

7. Con la excepción del mecanismo de retiros por desempleo y matrimonio en México y el sistema de retiros con reembolso de El Salvador. Más adelante se profundiza sobre estos casos (Recuadro 4).

RECUADRO 1. IMPACTO DEL RETIRO DE FONDOS EN LA PENSIÓN: EL CASO DE PERÚ

Con base en [Altamirano et al. \(2018\)](#), simulamos los cambios esperados en las tasas de reemplazo derivados de permitir que los afiliados al Sistema Privado de Pensiones (SPP) retiren hasta un 25% del capital ahorrado en las cuentas individuales. Inicialmente, estudiamos dos escenarios. En el primero, el trabajador retira el 25% al cumplir 40 años (20 años de ahorro efectivo), y en el segundo lo hace a los 55 años (35 años de ahorro efectivo). Estos trabajadores estilizados se jubilan a los 65 años con dos niveles de densidad de cotización posibles: 50% y 100%.



Fuente: Cálculos propios con base en Altamirano et al. (2018).

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

Para escenarios de mayor rentabilidad, por ejemplo, del 8% real (Gráfico B), el interés compuesto juega un rol protagónico en el largo plazo, penalizando más a trabajadores que realicen retiros en edades tempranas. Por otro lado, el interés compuesto en escenarios de alta rentabilidad compensaría las pérdidas de capital de las cuentas individuales en un plazo menor, impidiendo que la pérdida de ahorro resulte en tasas de reemplazo muy bajas. Sin embargo, es poco probable que los rendimientos históricos de los sistemas de pensiones se mantengan en las próximas décadas tan altos como lo fueron en el pasado (McKinsey Global Institute, 2016; FMI, 2019, 2020).

En suma, este tipo de mecanismos podrían plantear un dilema al responsable de la política pensional entre menor suficiencia, frente a mayor cobertura y confianza en el sistema. No existe evidencia contundente sobre hacia qué lado se inclina la balanza. Esta es un área en la que no se ha investigado con suficiente profundidad. Al respecto, el fondo de pensiones *National Employment Savings Trust* (NEST) de Reino Unido está realizando experimentos ba-

sados en la economía del comportamiento para mejorar el bienestar financiero de las personas, un proyecto denominado Sidecar Savings (ver Recuadro 2 y Sandbrook, 2018). Otros casos insignia a nivel internacional, como el Kiwisaver neozelandés, incorporan elementos de liquidez en el diseño (García-Huitron y Ponds, 2015). Más adelante se profundiza en la evidencia internacional.

RECUADRO 2. EL CASO DEL MODELO DE AHORRO DE SIDECAR DE NEST EN REINO UNIDO

En 2018, el Reino Unido lanzó una iniciativa para probar el impacto del Modelo de Ahorro de Sidecar, donde una cuenta líquida de “ahorro de emergencia” está vinculada a un fondo de pensiones de contribución definida tradicional. Este esquema de ahorro está inspirado en el trabajo de Beshears et al. (2015), que desafía la perspectiva de que el ahorro a largo y a corto plazo son un juego de suma cero, donde cada tipo de ahorro compite por una parte fija de los activos de las personas. En cambio, se propone un enfoque que combina ahorros líquidos e ilíquidos de una manera optimizada en torno a las necesidades y preferencias del ahorrador. El argumento es que un equilibrio adecuado de liquidez mejorará el bienestar financiero general de las personas, tanto a corto plazo como durante la jubilación.

El Modelo de Ahorro de Sidecar complementa el esquema de inscripción automática de *National Employment Savings Trust* (NEST), el cual deduce automáticamente a través de la nómina una contribución que se destina a fondo de pensiones. En una estructura de Ahorro de Sidecar, las contribuciones por encima del mínimo de inscripción automática se gestionan a través de un mecanismo llamado Frascos (“Jars,” por su nombre original en inglés), diseñado para crear un nivel óptimo de ahorro líquido, al tiempo que se maximiza el ahorro a largo plazo.

¿Cómo funciona la herramienta Frascos?

- Si desea participar, el ahorrador se registra en un portal, donde selecciona la cantidad a ahorrar para cada “frasco” y su objetivo de ahorro (se ofrecen valores predeterminados editables como punto de partida).
- Los ahorradores abren una nueva cuenta de ahorro de acceso instantáneo. Este es su “Frasco de ahorro de emergencia”, que se encuentra junto a su “Frasco de ahorro de pensiones”.
- Su contribución elegida se deduce de su salario cada periodo de pago. Al principio, las contribuciones van al frasco de ahorro de emergencia.
- Una vez que se alcanza el objetivo de ahorro, la deducción salarial se envía a la pensión del ahorrador, además de sus contribuciones normales de pensión de inscripción automática.
- El ahorrador puede sacar dinero de su “Frasco de ahorro de emergencia” con la frecuencia que desee. Cada vez que el saldo cae por debajo del objetivo de ahorro, las contribuciones comienzan a ingresar nuevamente en el “Frasco de emergencia”.

Aún no se cuenta con los resultados de esta iniciativa, pues se lanzó en 2019 y se buscará observar a los ahorradores durante dos años para analizar cuánto ahorran realmente las personas en la cuenta de emergencia y de qué forma pueden ayudar los niveles variables de ahorro a proteger a las personas de las crisis financieras.

En el caso de la pandemia ocasionada por la enfermedad COVID-19 y sus efectos en la economía, es necesario ponderar consideraciones adicionales a esta tensión principal. Los efectos de la pandemia se presentan al mismo tiempo para toda la sociedad y, si bien son transitorios, exhiben una duración incierta⁸ al momento de publicar

esta nota. En este contexto, se magnifican algunas de las ventajas del acceso temprano a los ahorros obligatorios mencionadas antes. Por ejemplo, es posible argumentar que la utilización contracíclica de los fondos de pensiones podría, como efecto de segundo orden, ayudar a sostener el ingreso de los trabajadores y, así, contribuir a la cobertu-

8. En otras palabras, a diferencia del tipo de riesgos individuales e independientes, que en la jerga económica se conocen como idiosincráticos, tales como caer en el desempleo, tener un accidente laboral o una urgencia médica, enfrentar un imprevisto familiar, etc., la pandemia actual corresponde a un choque conocido como macroeconómico o agregado. Este tipo de choque está caracterizado porque los riesgos se encuentran correlacionados y, en el caso de la pandemia por la COVID-19, además existen efectos de red (por la dinámica de los contagios). Más aún, la interacción entre la crisis sanitaria y la economía, así como la diversidad de respuestas institucionales propias de cada país, hacen que, si bien el choque es transitorio, exista incertidumbre fundamental con respecto a la duración de la crisis y la recuperación de la actividad económica. Para más sobre esto, ver Eichenbaum et al. (2020), Nuguer y Powell (2020), y Gollier y Straub (2020a, 2020b, 2020c).

ra y suficiencia de las pensiones (Butrica and Smith, 2014; Ghilarducci et al., 2012). Sin embargo, surgen otro tipo de desafíos. La interacción de la crisis sanitaria con la economía ha generado alta volatilidad cambiaria y del valor de los activos. En estas condiciones, brindar acceso a los fondos de pensiones podría materializar pérdidas contables que no es fácil remontar en el futuro, particularmente para las

personas más cercanas a la edad de jubilación (ver Recuadro 3 para un análisis más completo). Además, existen otras consideraciones macroeconómicas importantes: por ejemplo, el retiro masivo de fondos en un contexto de crisis puede afectar la estabilidad del sistema financiero y limitar las opciones de colocar deuda por parte de los gobiernos.

RECUADRO 3. SOBRE EL EFECTO DE LA VOLATILIDAD FINANCIERA EN LOS AHORROS PARA EL RETIRO Y LAS PENSIONES

La interacción de la crisis sanitaria con la economía ha generado alta volatilidad cambiaria y del valor de los activos. Un argumento común es que, en estas condiciones de volatilidad, brindar acceso a los fondos de pensiones podría materializar pérdidas contables que no es fácil remontar en el futuro, particularmente para las personas más cercanas a la edad de jubilación. Esta afirmación es correcta en su contexto, dependiendo de las clases de activos en que estén invertidos los ahorros previsionales y de si estos siguen un esquema de ciclo de vida o no. Sin embargo, el impacto del cambio en el valor de los activos en la tasa de reemplazo depende también del precio de los productos de des- acumulación, típicamente rentas vitalicias o retiros programados en América Latina. Estos últimos están afectados por la volatilidad en los mercados de renta fija. En otras palabras, un análisis completo del efecto de la volatilidad en los mercados en el tamaño de la pensión requiere incorporar el efecto del movimiento de la tasa de interés en el valor de las rentas vitalicias o en su caso, de los retiros programados. Este último efecto puede ir en la misma dirección o en sentido inverso que el movimiento en el valor de los ahorros para el retiro. A priori no es posible establecer qué efecto va a dominar en términos del indicador más relevante para los afiliados: el tamaño del beneficio de pensión.

Un cambio en el valor de los índices accionarios tiene un impacto en la misma dirección en el valor de los fondos de pensiones, afectando de esta forma la pensión esperada, pero el movimiento de los valores de renta fija tiene tanto un efecto en el valor de los fondos de pensiones, impactando la pensión esperada, como un efecto simultáneo en el valor de las rentas vitalicias (o retiros programados) tradicionales.

Para simplificar el análisis, imaginemos un escenario como el actual de caída en el valor de la renta variable. Adicionalmente, pensemos en dos escenarios con respecto al valor del portafolio invertido en renta fija. En el escenario A la tasa de interés disminuye y en el B aumenta.

- Escenario A: al disminuir la tasa de interés, el valor de los fondos aumenta (contrario al efecto en la renta variable). En contraste, sube el costo de las rentas vitalicias, es decir, bajan los beneficios de pensión.
- Escenario B: al subir la tasa de interés, el valor del fondo cae (reforzando el efecto de la renta variable). En contraste, el costo de las rentas vitalicias disminuye (es decir, suben los beneficios de pensión).

El veredicto en cualquier momento del tiempo es empírico, aunque típicamente el efecto en el costo de las rentas vitalicias tiende a dominar al del valor de los fondos, ya que la sensibilidad de los portafolios de las compañías aseguradoras oferentes de rentas vitalicias a la tasa de interés es mayor que la sensibilidad del portafolio de los fondos de pensiones a la tasa de interés. Esto es así porque existe un descalce en la duración media de ambos portafolios. Esto es así inclusive en los países con una estructura de multifondos (Mantilla et al. 2020e; Lopez y Walker 2020e)⁹. Por ejemplo, las tasas de interés aumentaron al inicio del choque económico-sanitario actual (i.e. se observó una inversión de la curva de tasas). En el caso chileno, el efecto de la caída del precio de las rentas vitalicias dominó al desplome del valor de los fondos de pensiones entre enero y marzo de 2020, y los afiliados que se retiraron en esos meses se beneficiaron de pensiones más altas que quienes se jubilaron en los meses previos¹⁰.

9. La literatura especializada se refiere a este fenómeno como uno donde la etapa de acumulación y la de desacumulación están desintegradas. Ver Impavido et. al (2010).

10. Para cálculos en el caso chileno ver: <https://www.elmercurio.com/Inversiones/Noticias/Columnas/2020/04/14/El-verdadero-efecto-del-alza-de-tasas-en-la-pension.aspx>

Las características especiales de esta crisis obligan a pensar en los actores (instituciones o individuos), instrumentos (especializados o no) y sus secuencias adecuadas para enfrentarla. Al tener impacto en toda la sociedad, el actor mejor posicionado para distribuir los efectos del choque económico-sanitario es el Estado, mediante sus políticas fiscal y monetaria (Beetsma y Romp, 2016; Bonenkamp et al. 2014; Gordon y Varían, 1988).¹¹ Por ejemplo, en el ámbito pensional de la política de gasto, algunos países han anunciado la expansión de beneficios no contributivos, la cancelación temporal de las contribuciones a la seguridad social, así como medidas para colectivos específicos, como los independientes y trabajadores informales. Adicional-

mente, en algunos países existen instrumentos diseñados para cubrir riesgos relevantes en el contexto actual, como el seguro de desempleo en Chile, que tiene un componente de ahorro individual y otro solidario. Dada la incertidumbre actual (Eichenbaum et al., 2020; Nuguer y Powell, 2020; y Gollier y Straub, 2020a, 2020b, 2020c), parece razonable que se desplieguen instrumentos de [protección al empleo y fuentes de ingreso con prioridad](#) (Arboleda et al., 2020), y que instrumentos diseñados para otros objetivos, como el ahorro obligatorio para el retiro, se utilicen en última instancia, en ausencia de más opciones, y en un escenario más complejo del inicialmente previsto por los responsables de la política pública en cada país.¹²

3 EXPERIENCIA INTERNACIONAL

En la experiencia internacional se pueden identificar tres modelos operativos de acceso al ahorro obligatorio durante la etapa de acumulación de los fondos de pensiones. Primero, el Retiro permanente, que permite al afiliado acceder a los fondos en caso de extrema necesidad sin tener que regresarlos (como en los casos de Australia, Dinamarca, Estados Unidos, México y Nueva Zelanda). Segundo, el Préstamo y repago, que da la posibilidad al afiliado de tomar prestado de su propio fondo con la obligación de reponerlo (como los planes 401(k) en Estados Unidos y los préstamos hipotecarios en Australia y Suiza). Y, tercero, el Modelo de fondo de alimentación, que permite

la creación de una solución más flexible que compatibiliza los productos de ahorro líquido y los ahorros de pensiones (ilíquidos) en una cuenta individual única, compuesta de varias subcuentas (como los planes Lifetime ISA y, potencialmente, el producto Sidecar Savings de NEST, en Reino Unido, y el caso de Singapur). El recuadro 4 profundiza más en estos modelos. Al observarlo, debe tenerse en cuenta que los países citados en el recuadro cuentan, en general, con una pensión básica de amplia cobertura, y en algunos casos el acceso se permite en los pilares complementarios o voluntarios, como en Estados Unidos, Nueva Zelanda y los planes europeos estudiados. (ver recuadro 1).

11. El Estado es la institución que puede distribuir el riesgo agregado entre las distintas generaciones de manera más eficiente, pues puede incluir en el contrato fiscal a las generaciones actuales y a las que aún no han nacido (Gordon y Varían, 1988; Beetsma y Romp, 2016; Bonenkamp et al., 2014).

12. En la literatura económica, la existencia de un seguro de desempleo es un sustituto del ahorro en las cuentas de ahorro individual 401(k). Esto es consistente con la evidencia empírica de que el principal motivo para ahorrar en esas cuentas es el "precaucionario" mencionado antes. Ver Love (2006).

RECUADRO 4. **MODELOS DE ACCESO AL AHORRO OBLIGATORIO
EN LA ETAPA DE ACUMULACIÓN EN EL MUNDO****MODELO DE RETIRO PERMANENTE**

- En **Australia**, los ahorros para la jubilación se deben “preservar”, es decir, no se deben utilizar por el trabajador hasta una “edad de conservación”, actualmente fijada en 55 años, pero los retiros tempranos están permitidos bajo los llamados “motivos por compasión”, que incluyen (i) pagar por el tratamiento médico para el individuo o un dependiente; (ii) condición médica terminal; (iii) hacer un pago de un préstamo para evitar que el individuo pierda la casa principal; (iv) modificar el hogar o el vehículo para las necesidades especiales del individuo o de un dependiente debido a una discapacidad grave; y (v) pagar los gastos asociados con una muerte, funeral o entierro. El monto que el individuo puede retirar por motivos de compasión es discrecional y limitado a lo que es “razonablemente necesario”. Un retiro por motivos de compasión siempre se paga a suma alzada. Este tipo de retiros en principio no paga impuestos, ya que Australia sigue un esquema que cobra impuestos a las contribuciones, y exenta de impuestos sobre la renta a los rendimientos y al pago de beneficios en la jubilación (conocido como TEE). En 2016 el gobierno australiano introdujo un tope *retroactivo* de A\$1.6 millones (USD 1.3 millones) al retiro de las cuentas individuales, cobrando un impuesto del 15% al exceso (Pensions Policy Institute, 2016).
- En **Dinamarca**, los participantes en los esquemas ocupacionales han negociado el acceso a parte de sus contribuciones durante la etapa de acumulación sin la necesidad de repago. El diseño específico depende del plan, aunque todos ellos enfrentan un esquema fiscal que exenta de impuestos sobre la renta a las contribuciones y a los rendimientos, y cobra impuestos al pago de beneficios en la jubilación (conocido como EET) particularmente pesado: los retiros incurrir en una tasa de impuesto del 60%, más costos administrativos, si se hace antes de los 60 años. Esto puede explicar por qué históricamente en promedio solamente cerca del 2% de los individuos retira fondos al año.
- El **Kiwisaver** neozelandés permite retiros antes de la edad de jubilación en tres circunstancias: (i) en la compra de primera vivienda, siempre que haya al menos un historial de contribuciones de tres años y que se mantenga un remanente de NZ\$1,000 (USD 70) en la cuenta individual; (ii) en caso de emigrar al exterior (excepto Australia) y (iii) en caso de dificultades financieras. Nueva Zelanda sigue un esquema ETT (que exenta de impuestos sobre la renta a las contribuciones, y cobra impuestos a los rendimientos y a los beneficios), por lo que los retiros anticipados en el esquema Kiwisaver pagan el impuesto sobre la renta. En el 2015, solamente el 1,8% de 2,5 millones de participantes en el esquema utilizaron la opción de retiros anticipados de la cuenta individual (Pensions Policy Institute, 2016).
- En **México**, existe el “retiro por desempleo” en dos modalidades: (i) si la Afore tiene como mínimo tres años de operación y el individuo acredita al menos doce bimestres de cotización al Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS), es posible retirar el equivalente a 30 días del último salario base de cotización, con un límite de diez veces el salario mínimo mensual general del Distrito Federal; (ii) en cambio, si la AFP tiene cinco años o más de operación, es posible retirar la cantidad que resulte menor entre 90 días del salario base de cotización de las últimas 250 semanas o las que tuviere, o el 11,5% del saldo de cuenta individual. Para ambas modalidades, los requisitos de elegibilidad son: (i) ninguna contribución por 46 días (dos meses calendario) desde que fue despedido de un trabajo cubierto; y (ii) ningún retiro por desempleo durante los últimos cinco años. El sistema de pensiones mexicano sigue un esquema EET (definido arriba), pero los retiros por desempleo no pagan el impuesto sobre la renta, sino que se reflejan en menores semanas de cotización (que son relevantes en el caso de ser susceptible de recibir la pensión mínima garantizada).
- También en **México** existe la posibilidad de hacer un “retiro por ayuda para gastos de matrimonio” (en una sola ocasión) por la cantidad equivalente a un salario mínimo mensual, siempre y cuando el individuo tenga 150 semanas de cotización y esté cotizando o haya dejado de cotizar menos de 90 días hábiles antes del evento. Este tipo de retiros no se descuentan de las semanas de cotización ni se repagan, pues su fondeo proviene de la subcuenta de cuota social para los salarios menores a 15 veces el salario mínimo y o de la subcuenta de retiro para quienes coticen por un ingreso mayor a 15 veces el salario mínimo.

MODELO DE PRÉSTAMO Y REEMBOLSO

- Los planes 401(k) en los **Estados Unidos** son un ejemplo de un modelo de préstamo y reembolso. Existen tres tipos de mecanismos de liquidez en los planes 401(k): (i) retiros en situaciones de dificultad financiera, con opciones y montos normalmente muy limitados, tales como la prevención de desalojo o recuperación de hogar, dificultades financieras severas y gastos médicos; (ii) retiros en situaciones que no requieren comprobar la existencia de una dificultad financiera, tales como la compra de vivienda primaria, los costos de educación superior, etc.; y (iii) cláusulas de acceso completo al ahorro al término el empleo con el empleador actual. En todo caso, la existencia de esas prestaciones es una prerrogativa del patrocinador del plan y típicamente no superan el 10% del valor del ahorro, y generalmente están sujetos al impuesto sobre la renta y a una penalización del 10% en caso de morosidad (Lu et al., 2014). Según VanDerhei et al. (2018), 0,40 de cada dólar fluyen fuera del sistema 401(k). En cuanto a la tasa de morosidad, Lu et al. (2014) informan de que solamente uno de cada diez préstamos no se reembolsa, y que esto ocurre principalmente cuando el individuo cambia de trabajo, circunstancia en la que se puede transitar los ahorros a otros tipos de cuentas bajo regímenes regulatorios distintos (como el de los planes IRA).
- **El Salvador** introdujo un esquema de préstamos y reembolso en la reforma de pensiones del 2017. En este caso el individuo debe tener como mínimo 10 años de cotizaciones en su cuenta de ahorro del Sistema de Ahorro para Pensiones (SAP). La Ley permite al beneficiario acceder de forma anticipada a un porcentaje de hasta del 25% de sus ahorros para el retiro, pero si desea retirar menos de ese porcentaje (5, 10, 15 o 20 %) puede hacerlo. Hay dos maneras de repago. Una es con tiempo, es decir trabajar cinco años adicionales a la edad de jubilación. Este cálculo las AFP lo han hecho con base a que en cinco años ganará la rentabilidad total, que se tendría si la persona no hubiese retirado el anticipo. La otra forma es pagarlo en efectivo.
- **Suiza** también administra un modelo de préstamo y reembolso, pero se limita a los préstamos para vivienda. Las personas pueden acceder a sus ahorros de pensión antes de la jubilación únicamente para financiar la propiedad ocupada por el dueño hasta tres años antes de la jubilación. Hasta la edad de 50 años, un individuo puede retirar todos sus beneficios adquiridos en el plan ocupacional. Después de los 50 años, el monto máximo que puede retirarse es igual a la cantidad que estaba disponible a los 50 años, o la mitad de la cantidad disponible actualmente, la que sea mayor. Un retiro temprano puede pagarse voluntariamente, pero un retiro es posible solamente cada cinco años. El importe total del retiro anticipado debe reembolsarse si la propiedad se vende. Los retiros anticipados son imposables, pero los impuestos pagados se devuelven, sin intereses, si la cantidad se reembolsa.

MODELO DE FONDO DE ALIMENTACIÓN

- **Singapur** opera el ejemplo más cercano de un *modelo de fondo alimentador*, por el cual las personas contribuyen a un producto de ahorro con opciones de liquidez en torno a una única cuenta, administrada por el Central Provident Fund (CPF). El CPF puede verse como una plataforma de ahorro durante la vida por diversas razones que van más allá del ahorro para el retiro, incluyendo motivos precaucionarios, educativos, de vivienda y salud. De hecho, el monto con el que los participantes del plan se retiran es un residual que se conforma a los 55 años, después de haber tenido la posibilidad de usar los ahorros para los otros motivos permitidos. El esquema de Singapur opera un sistema impositivo del tipo EEE (que exenta de impuestos sobre la renta tanto a las contribuciones y los rendimientos como al pago de beneficios), por lo que el uso de los recursos para las diversas modalidades no paga impuestos sobre la renta.
- La reciente creación de la cuenta “lifetime ISAS” en abril del 2016 en el **Reino Unido** también obedece a este diseño (Pensions Policy Institute, 2016a). Los individuos con este tipo de cuenta reciben una contribución pareada del 25% por parte del gobierno (“*government bonus*”) entre los 18 y los 50 años. El saldo en la cuenta es accesible sin penalidad alguna desde los 60 años, ya que la cuenta opera bajo un esquema TEE (definido arriba). Si el individuo desea retirar el saldo antes de esa edad, lo puede hacer para la compra de una primera vivienda, en cuyo caso pierde el bono gubernamental y enfrenta una penalidad de salida del 5% del saldo en la cuenta individual.

4 REFLEXIONES FINALES

¿Cómo balancear la necesidad de liquidez de los hogares en el corto plazo y mantener, al mismo tiempo, el objetivo de los fondos de pensiones de proveer un ingreso digno en la vejez? Como se detalla en la nota, no hay una clara respuesta para este dilema de política pública. Sin embargo, sí es posible advertir algunos principios de diseño derivados de la revisión de la literatura y las prácticas internacionales de las secciones anteriores.

En situaciones normales, permitir un grado de liquidez de los fondos de pensiones es discutible y corresponde a cada país ponderar los dilemas de política. Por un lado, la literatura indica que un grado limitado de liquidez puede resultar deseable en algunos contextos. Por otro, atenta directamente contra el objetivo de suficiencia de las pensiones. En la práctica, es normal encontrar mecanismos de acceso en países de la OCDE, pero no así en América Latina y el Caribe.

En la situación presente, el acceso a los fondos de pensiones debería ser una herramienta de última instancia. Sería deseable hacer un inventario de los instrumentos disponibles (seguros de desempleo, transferencias condicionadas, entre otros) y establecer un orden de prelación adecuado. El acceso a los fondos de pensiones debería permitirse solamente ante el agotamiento de instrumentos más eficientes diseñados a la medida de la situación, como el seguro de cesantía y otras herramientas fiscales y monetarias. En este sentido, cabe realizar dos consideraciones adicionales. Por un lado, dados los niveles de informalidad en la región, el acceso a los fondos de pensiones no proporciona un ingreso a aquellos que no ahorran en el sistema de pensiones, por lo que es preciso emplear otros instrumentos para ese segmento. Por otro, la experiencia peruana de la ley 95.5 nos indica que, muy probablemente, una gran mayoría de ciudadanos retirará los fondos para convertirlos en activos líquidos, incluso aunque no los precise para enfrentar una necesidad apremiante de consumo en el presente (Altamirano et al., 2019).

La crisis ocasionada por la propagación de la COVID-19 podría empujar a los países a dar acceso a los fondos de pensiones. Si por falta de otros instrumentos no es posible

evitar este curso de acción, cabe señalar los siguientes principios de utilidad en la formulación de política:

- **Mitigar el impacto en la suficiencia futura de los sistemas de pensiones.** Esto puede lograrse imponiendo límites sobre los motivos, frecuencia y/o montos que se pueden retirar. La experiencia internacional indica que este porcentaje no debería ascender a más del 10% del saldo en la cuenta individual o los derechos adquiridos (como en los planes 401(k) de Estados Unidos o el sistema de pensiones de El Salvador). Esto limita el impacto negativo de la volatilidad financiera a un porcentaje relativamente pequeño de los fondos.
- **Un resguardo importante para proteger el objetivo de suficiencia podría ser utilizar la modalidad de préstamo con repago.** Las condiciones para el repago se pueden establecer con una tasa de interés asociada a los rendimientos que los recursos hubieran generado en la cuenta individual, más una penalidad que refleje la tasa de morosidad esperada, para proteger el nivel de suficiencia de las pensiones. En caso de impago previo al retiro, es posible establecer condiciones de salida apropiadas, a través de una combinación de mayores contribuciones futuras y/o extensión de la vida laboral, como sea apropiado para cada individuo.¹³
- Existen modalidades adicionales para proteger la suficiencia de las pensiones. Dos ejemplos:¹⁴
 - Usar los fondos como **colateral**, más que como mecanismo directo de liquidez (como referencia, el reciente “CARE Act” en los Estados Unidos¹⁵) para minimizar la cristalización de pérdidas por volatilidad de mercado. Esta modalidad, además, podría ser complementaria a las medidas de política monetaria y crediticia que cada país ha puesto en marcha como respuesta a la pandemia.
 - Atar el retiro de fondos a la entrega de un **bono de reconocimiento** que el gobierno se compromete a hacer líquido en el futuro, a la edad de retiro. Esta propuesta evita que el costo de la crisis actual recaiga en los individuos, al regresarla finalmente a las instituciones, en este caso al Estado. Al tratarse de subsidios condicionados a tener ahorros en el sistema de pensiones, es importante

13. En el caso de planes de beneficio definido y reparto han surgido propuestas para hacer líquido una parte de los derechos adquiridos (ver Biggs y Rauh, 2020; y Sylvain et. al., 2020). La propuesta de Biggs y Rauh (2020) es un esquema de tipo préstamo y repago con el objetivo de que el esquema sea neutral al presupuesto público. Esto se logra atando la liquidación de derechos a un aumento en la edad de retiro en el futuro.

14. También han surgido propuestas de anclar este tipo de retiros del ahorro obligatorio a un producto tipo hipoteca revertida. Ver, por ejemplo: <https://reversemortgagedaily.com/2020/04/06/the-rmd-podcast-11-dr-wade-pfau/>

15. Ver, por ejemplo: <https://www.cnn.com/2020/03/30/op-ed-heres-how-to-take-money-from-retirement-account-under-stimulus-bill.html>

evitar que estos sean regresivos, dado que en la región muchos individuos de bajos ingresos no cuentan con ahorros en el sistema formal de pensiones.

- **Es deseable poner atención a la gobernanza y blindar de presiones políticas al mecanismo de liquidez.** Cualquiera que sea la modalidad que se utilice (esta nota sugiere un esquema de préstamos y reembolso), es deseable poner atención a su gobernanza, para garantizar que el plan está protegido frente a las presiones políticas, evitar los subsidios cruzados entre participantes del esquema, así como para asegurar una consistencia intertemporal que promueva la neutralidad actuarial entre generaciones.
- Si un país opta finalmente por recurrir a esta herramienta para reducir los impactos de la crisis económica, es relevante establecer de forma expedita mecanismos digitales para procesar y desembolsar el monto permitido, de forma que se cumplan con los protocolos de seguridad y salud establecidos en cada país como respuesta a la pandemia de la COVID-19.
- Finalmente, aunque no es el foco de esta nota, es importante recordar que existen otras maneras en las que los fondos de pensiones pueden aportar a la resolución de la crisis actual, por ejemplo, mediante la inversión directa en empresas pequeñas y medianas (SMEs), infraestructura social y en bonos especiales COVID, que se ha observado en otras regiones del mundo.¹⁶

REFERENCIAS

- Altamirano, A., O. Azuara y S. González. (2020), ¿Cómo impactará la COVID-19 al empleo?: Posibles escenarios para América Latina y el Caribe Nota Técnica. Abril 2020, *Banco Interamericano de Desarrollo*.
- Altamirano, A., M. Bosch, S. Berstein, M. García-Huitrón, M.L. Oliveri. (2018). Presente y Futuro de las Pensiones en América Latina y el Caribe. Monografía, *Banco Interamericano de Desarrollo*.
- Altamirano, A., M. Bosch, S. Berstein, G. Caballero, L. Keller, M. García-Huitrón, M.T. Silva-Porto. (2018). El Sistema de Pensiones Peruano: Diagnóstico y Avenidas de Reforma." Nota Técnica. Diciembre 2019, *Banco Interamericano de Desarrollo*.
- Andersen, H. Y., N. L. Hansen, and A. Kuchler. (2020). "Mandatory Pension Savings and Long-run Debt Accumulation: Evidence from Danish Register Data." SSRN. Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3547997>
- Arboleda, O.; D. Baptista, C. González-Velosa, R. Novella, D. Rosas-Shady, M.T. Silva Porto, N. Soler, (2020), Respuestas al impacto del coronavirus (COVID-19) en los mercados laborales de América Latina y el Caribe, Políticas Sociales en Respuesta al Coronavirus, abril 2020, *Banco Interamericano de Desarrollo*.
- Beetsma, R. y W. Romp. (2016). "Intergenerational Risk Sharing." Editor(s): John Piggott, Alan Woodland, *Handbook of the Economics of Population Aging*, North-Holland, Volume 1.
- Beshears J, Choi J, Clayton C, Harris C, Laibson D, Madrian B. (2019). "Optimal illiquidity." *Working Paper*.
- Beshears J, Choi JJ, Hurwitz J, Laibson D, Madrian BC. (2015a). "Liquidity in Retirement Savings Systems: An International Comparison." *American Economic Review Papers and Proceedings* 2015; 105(5):420-425.
- Beshears, J., Choi, J. J., Hurwitz, J., Laibson, D., and Madrian, B. C. (2015b). "Liquidity in Retirement Savings Systems: An International Comparison." *American Economic Review*, 105(5):420-25.
- Biggs, A., y J. Rauh. (2020). "Funding Direct Payments to Americans Through Social Security Deferral." Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 3580533. Available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3580533>
- Bonenkamp, J., y L. Meijdam y E. Ponds y E. Westerhout (2014). "Reinventing international risk sharing." Netspar. Panel Paper 40. Multi-pillar pension schemes and macroeconomic performance.

16. Estas avenidas también tienen ventajas y desventajas. Ver Didier et al. (2020), Inderst (2020) y Bonenkamp et al. (2014) para profundizar en estos temas.

- Bosch, M., Melguizo y C. Pagés. (2013). *Mejores Pensiones, Mejores Trabajos*. Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Browning, M. and A. Lusardi. (1996). "Household Saving: Micro Theories and Micro Facts." *Journal of Economic Literature*, Vol. 34, No. 4, pp. 1797-1855.
- Butrica, B. A. and Smith, K. E. (2014). "401(k) participant behavior in a volatile economy." *Journal of Pension Economics and Finance*, FirstView:1-29.
- Cavallo, E., T. Serebrisky, V. Frisancho, J. Karver, A. Powell, D. Margot, A. Suárez-Alemán, E. Fernández-Arias, M. Marzani, S. Berstein, M. Bosch, M. Oliveri; A. Izquierdo, M. Busso, A. Fernandez, C. Tamayo. (2017) *Saving for Development: How Latin America and the Caribbean Can Save More and Better*. Development in the Americas Series. *Interamerican Development Bank*.
- Creedy, J., N. Gemmell y G. Scobie (2014) "Pensions, Savings and Housing: A Life-cycle Framework with Policy Simulations" *Treasury Working Paper Series 14/14*. New Zealand.
- Cui, J. (2008). "DC Pension Plan Defaults and Individual Welfare". NETSPAR Working Papers, 09-2008(37).
- Didier, T., F. Huneus, M. Larrain, y S. Schmukler, 2020. "Financing Firms in Hibernation during the COVID-19 Pandemic," Research and Policy Brief, No. 30, World Bank Chile Center and Malaysia Hub.
- Davidoff, T. (2009). "Housing, health, and annuities." *Journal of Risk and Insurance*, 76(1).
- Eichenbaum, M., S. Rebelo, and M. Trabandt. (2020). "The Macroeconomics of Epidemics." NBER Working Paper 26882, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- FMI 2019. Global Financial Stability Report: Lower for Longer. World Economic and Financial Surveys. Washington, DC: International Monetary Fund.
- FMI 2020. Global Financial Stability Report: Markets in the Time of COVID-19. World Economic and Financial Surveys. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Friedman, M. (1957). *A Theory of the Consumption Function*. Princeton University Press.
- García-Huitrón, M. (2014). "The Role of Annuities, Partial Lump-Sums and Special Purpose Withdrawals in Pension Design." Tesis. NETSPAR y APG.
- García-Huitrón, M. y E.H.M. Ponds (2015). "Participation and Choice in Funded Pension Plans: Guidance for the Netherlands from worldwide diversity" NETSPAR Design Paper.
- Ghilarducci, T., Saad-Lessler, J., and Fisher, E. (2012). "The macroeconomic stabilization effects of social security and 401(k) plans." *Cambridge Journal of Economics*, 36(1):237-251.
- Gollier, C. y S. Straub. (2020a). "Some micro/macro insights on the economics of coronavirus. Part 1: Impact assessment and economic measures." *Vox Europe*.
- Gollier, C. y S. Straub. (2020b). "Some micro/macro insights on the economics of coronavirus. Part 2: Health policy." *Vox Europe*
- Gollier, C. y S. Straub. (2020c). "Some micro/macro insights on the economics of coronavirus. Part 3: Extreme risk management." *Vox Europe*
- Gordon R. y H. Varian. (1988). "Intergenerational Risk Sharing." *Journal of Public Economics*, Vol.37, no. 2, pp. 185-202.
- Gourinchas, P.-O. y Parker, J. A. (2002). "Consumption Over the Life Cycle". *Econometrica*, Econometric Society, 70(1):47-89.
- Impavido, G., E. Lasagabaster, E., y M. Garcia-Huitron (2010). *New Policies for Mandatory Defined Contribution Pensions: Industrial Organization Models and Investment Products*. Inter-American Development Bank. Available at <https://publications.iadb.org/en/new-policies-mandatory-defined-contribution-pensions-industrial-organization-models-and-investment>.
- Inderst, G. (2020). "Social Infrastructure Finance and Institutional Investors. A Global Perspective." Discussion Paper PI-2006. Pensions Institute, Cass Business School.

- López, F. and Walker, E. (2020e) "Investment performance, regulation and incentives: the case of Chilean pension funds," *Journal of Pension Economics and Finance*. Cambridge University Press, pp. 1-26. Por publicarse en 2020.
- Love, D. (2006). "Buffer stock saving in retirement accounts". *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, 53(7):1473-1492
- Love, D. A. (2007). "What can the life-cycle model tell us about 401(k) contributions and participation?" *Journal of Pension Economics and Finance*, 6:147-185
- Lu, T., Mitchell, O. S., Utkus, S. P., and Young, J. A. (2014). "Borrowing from the Future. 401(k) Loans and Loan Defaults." Technical Report.
- Mckinsey Global Institute. (2016). "Diminishing Returns: Why Investors Need to Lower Their Expectations" Mckinsey Co.
- Mantilla, D. y J. J. Ospina. (2019). "Bonos para la jubilación: un elemento fundamental para la reforma pensional." Mimeo, Facultad de Administración, Universidad de los Andes.
- Mantilla, D., M. Martínez, M. García-Huitron y A. Muralidhar. (2020e). "From Defined Contribution Towards Target-Income Retirement Systems." Working Papers, Universidad de Los Andes. Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3585154.
- Merton, R. C., y A. Muralidhar, Arun. (2020). "SeLFIES: A New Pension Bond and Currency for Retirement" (March 4, 2020). Available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3548319>.
- Modigliani, F. (1970) "The life-cycle hypothesis and intercountry differences in the saving ratio," in W. A. Eltis, M. FG. Scott, and J. N. Wolfe, eds., Induction, growth, and trade: essays in honour of Sir Roy Harrod, Oxford. *Oxford University Press*. Pp 197-225.
- Modigliani, F. y A. Muralidhar. (2006). *Rethinking Pension Reform*. Cambridge University Press.
- Nuguer V. y A. Powell. (2020). *Políticas para combatir la pandemia*. Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2020. Banco Interamericano de Desarrollo.
- Pensions Policy Institute (2016). "Lifetime ISAs - the international evidence." Briefing Note 82
- Sandbrook, W. (2018). Liquidity and Sidecar Savings. *AARP International: The Journal*, 11, 20. doi:10.26419/int.00001.006
- Sandris L. y C. Munk. (2020). "The Design and Welfare Implications of Mandatory Pension Plans." Working Paper, Pension Research Center (PeRCent). Copenhagen Business School.
- Stewart, F., y H. Jain, y W. Sandbrook. (2019). "Early Access to Pension Savings: International Experience and Lessons Learnt." World Bank.
- Sylvain, C., M. Miller, N. Sarin. (2020). "Relaxing Household Liquidity Constraints through Social Security (May 4, 2020)." Available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3593054>.
- Tovar, J. (2008). "Caracterización del ahorro de los hogares en Colombia." Documento de Trabajo, Universidad de los Andes.
- Valdés, S. (2002). *Pension Policies and Pensions Markets: a University Textbook for Latin America*. Catholic University Press.
- Valdés, S. (2004). "Improving Mandatory Saving Programs." Office of the Chief Economist, The World Bank.
- Valdés, S. (2014). Presentación ante la Comisión Asesora Presidencial sobre el Sistema de Pensiones. Comisión Bravo, Chile.
- VanDerhei, J., Holden, S., Alonso, L., and Bass, S. (2018). "401(k) plan asset allocation, account balances, and loan activity in 2016." EBRI Issue Brief, (394).
- Valles, Y. y A. Aguilar. (2015). "El ahorro en México: evidencia de los hogares". Estudios Económicos CNBV - Volumen 3, 2015.



Copyright © 2020 Banco Interamericano de Desarrollo. Esta obra se encuentra sujeta a una licencia Creative Commons IGO 3.0 Reconocimiento-NoComercial-SinObrasDerivadas (CC-IGO 3.0 BY-NC-ND) (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/igo/legalcode>) y puede ser reproducida para cualquier uso no-comercial otorgando el reconocimiento respectivo al BID. No se permiten obras derivadas.

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

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

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



iadb.org/coronavirus

 @el_BID

