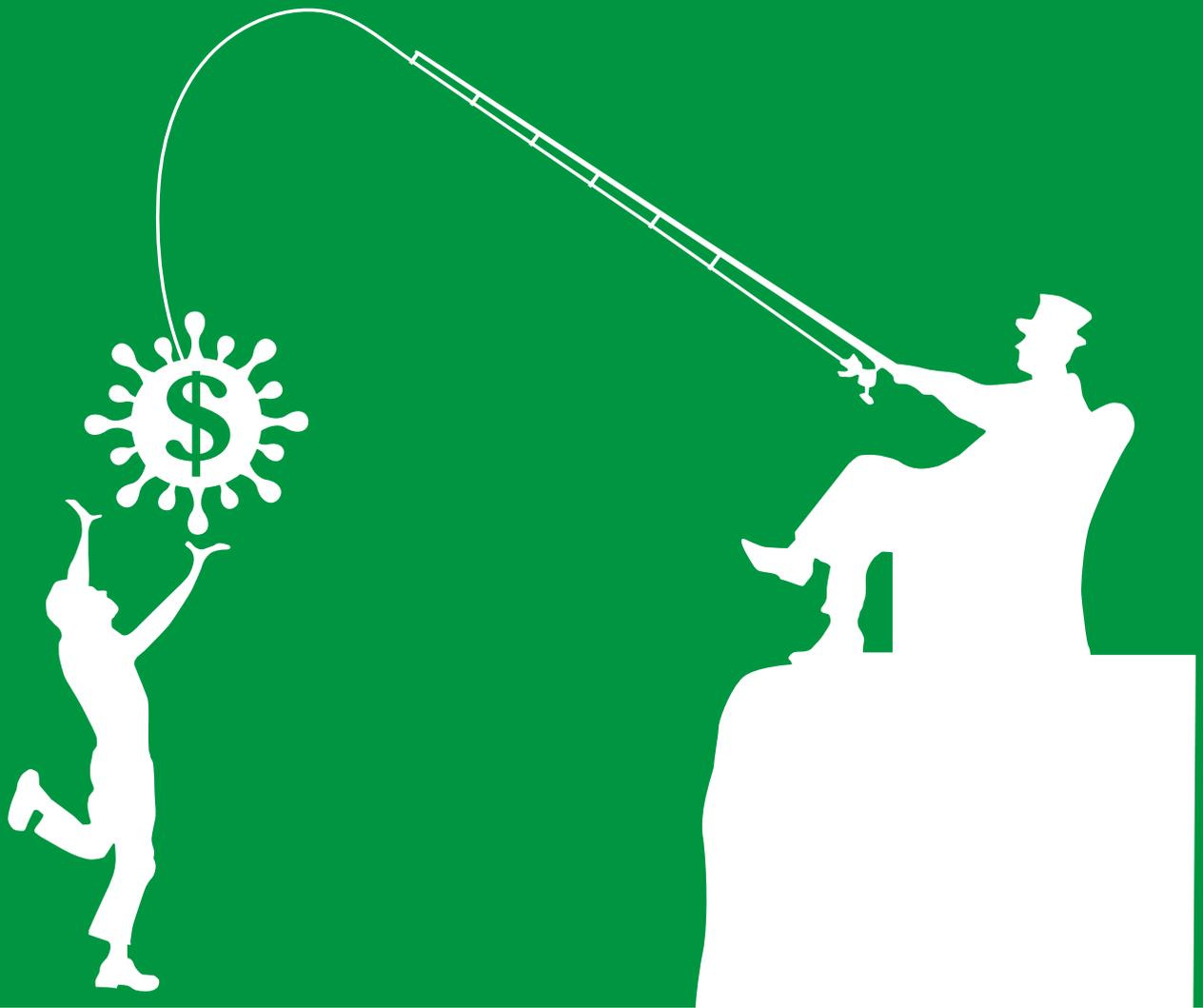


# Sobre vulnerabilidad y teletrabajo durante la pandemia





# Que la Peste se Lleve la Avaricia Y A LOS AVARICIOSOS

*Hasta ahora la política pública que ha resultado ser efectiva contra la pandemia es -a grandes rasgos- la cuarentena con políticas macroeconómicas que sostengan la demanda agregada.*

*Carlos J. García, Ph.D. en Economía, University of California (LA), EE.UU. Académico FEN-UAH.*

**S**i uno observa a otros países, la falta de cuarentena en el principio del contagio fue fatal. En cambio, la cuarentena de diferentes tipos ha permitido menos contagios y por tanto menos muertes, en conjunto con política de demanda agregada para paliar los efectos negativos de la cuarentena. En nuestro caso con un mayor déficit fiscal y más liquidez, por parte del Banco Central. No obstante, el peso del ajuste lo está llevando adelante principalmente el gobierno,

situación que ha alarmado a algunos analistas por los riesgos asociados a la acumulación de deuda pública.

En palabras simples, el gobierno es como una familia o persona más: si éste se endeuda entonces en algún momento debe pagar esos créditos. Los economistas definen estos créditos que toma el gobierno como "deuda pública", para diferenciarla de la "deuda privada", que toman tanto empresas como personas naturales. Sin embargo, en esencia la deuda pública fun-

ciona de la misma manera que la privada, son créditos a una cierta tasa de interés que deben ser pagados en el futuro.

La mayor inyección de liquidez por parte del Banco Central en cambio está funcionando de una manera bastante más indirecta y por tanto lenta, para una emergencia que necesita una respuesta instantánea: hoy. Explicaré cómo funciona la política monetaria en estos momentos para ilustrar este punto: el Banco Central ofrece a los bancos privados mayores fondos a

una tasa casi cero, con la esperanza que estos bancos a su vez aumenten la oferta de crédito a las empresas y personas. Sin embargo, en las actuales circunstancias es muy difícil que los bancos privados otorguen más créditos sin una buena garantía, por el alto riesgo de incumplimiento de los deudores.

La solución a este problema ha venido nuevamente desde el gobierno que ha tenido que garantizar parte de esos créditos. Es decir, si esos créditos no son pagados porque algunas empresas quiebran, o las personas quedan cesantes, entonces el gobierno rembolsará parte de esos recursos a los bancos. Sin duda que esta explicación es una simplificación porque existen otras medidas que el Banco Central tomó para aumentar la liquidez, pero la explicación de este párrafo es la esencia de la política monetaria actual.

¿Es una respuesta acertada la del gobierno y el Banco Central frente a esta peste?

Con relación a la cuarentena, la única solución hasta ahora para no tener una mortalidad tan alta como en algunos países de Europa y en los Estados Unidos, es el distanciamiento social, a la espera de una vacuna. Obviamente que esto tiene un costo enorme en la economía, y nos llevará -sin duda- a una recesión. Sin embargo, la opción de levantar la cuarentena y que se contagien Pedro, Juan y Diego, que mueran los viejos y las personas con enfermedades de base no es ética, además de ser políticamente impracticable. Por otro lado, el argumento de algunos economistas de que se debe priorizar el crecimiento económico, porque sin crecimiento no hay salud o que la cuarentena afecta la salud psiquiátrica de los trabajadores es frágil. En el corto plazo quizás, pero en el largo plazo, el temor al contagio puede ser un arma de doble filo para los mercados.

Las razones morales y éticas debieran ser suficientes para no considerar este plan B de algunos analistas. Pero para no quedarnos únicamente en un análisis desde el punto de vista ético, analicemos esta propuesta económica y veamos una falla grave del argumento. Uno de los efectos de esta pandemia es la desglobalización. Me explico haciendo al lector dos preguntas muy simples: ¿usted tomaría un viaje de placer a Nueva York, Madrid o Roma,

aunque estuvieran abiertas las fronteras? ¿Si le ofrecieran un negocio en uno de esos lugares, usted lo aceptaría? ¿Pondría sus ahorros en esos lugares? La respuesta es no, a no ser que usted disfrute con el riesgo, situación que no es la norma entre los inversionistas. En su mayoría estos quieren alcanzar el paraíso del bajo riesgo y las altas rentabilidades, y un país "full" pandémico no parece ser ese paraíso para las inversiones.

El plan B resulta ser, entonces, una propuesta más bien cortoplacista y que finalmente empeorará la situación de los trabajadores y también la de los empresarios. El peor error de esta propuesta es desconocer que Chile creció por ser parte del proceso de globalización que se dio en todo el mundo, aprovechando sus ventajas comparativas en recursos naturales y estabilidad política.

**“La mayor inyección de liquidez por parte del Banco Central en cambio está funcionando de una manera bastante más indirecta y por tanto lenta, para una emergencia que necesita una respuesta instantánea: hoy”**

ca. No se está considerando el efecto de desglobalización, que de seguro viene.

Las soluciones éticamente aceptables son otras. Cuarentena, pero con una fuerte participación del Banco Central para evitar una deflación y con ello una depresión profunda sin empeorar aún más la situación fiscal. Este es un momento único y excepcional, en que el Banco Central debe imprimir dinero para sostener el déficit creciente del gobierno y a las empresas. Con requisitos y en cantidades acotadas, sí, pero en esencia hay que hacerlo hoy.

La idea es simple, pero tropieza con un dogma muchas veces infranqueable: inyectar directamente dinero en la economía es un pecado mortal para los economistas. La relación directa entre dinero y el nivel

de precios está en el ADN de muchos de nosotros, transformándose en dogma para algunos y algo terrorífico para otros. Así, el fin del mundo para los economistas es literalmente una hiperinflación producto de una desbordante impresión de dinero. Paradójicamente, no es la extinción masiva por la caída de un meteoro, o el desastre climático o una pandemia desatada. Los economistas razonamos de una forma muy peculiar sobre el fin del mundo: el exceso masivo de dinero hace que este objeto pierda su valor, por lo cual se termina con el comercio monetario, existiendo solo el trueque y con esto desaparecen los bancos, que prestan básicamente eso: dinero. Todo esto, en resumen, es sinónimo del fin del sistema capitalista moderno y el retorno de un paraguazo a un período medieval. Sin duda, que es un Armagedón un poco pálido si lo comparamos con los finales de mundo propuestos en las películas de acción producidas en Hollywood, pero éste es el dogma.

El riesgo de la hiperinflación siempre existe. Las historias de hiper inflaciones también, incluida la nuestra de 1973. Pero esta circunstancia es única y esperamos que sea transitoria. Sin en este soporte financiero por algunos meses, la economía caerá, con tasas de desempleo de dos dígitos, teniendo como única esperanza una vacuna que se produzca rápida y masivamente. Puede ser, y ojalá que así sea, para olvidarnos de todo esto y retomar a una verdadera normalidad. No obstante, a la espera de esta vacuna, y considerando nuevamente el proceso de desglobalización de la economía mundial, es que debemos apoyar la cuarentena con infusiones de dinero para minimizar los riesgos de una depresión. No estoy proponiendo años de política monetaria especial, sino el tiempo mínimo para que se supere la emergencia.

Peor aún, si la depresión es muy severa, perderemos el apoyo a la cuarentena, dejando en definitiva a la deriva a muchos chilenos. Sin contar las presiones por sacar los fondos de las AFP o colocarlos en sectores riesgosos, dejar de pagar cotizaciones e impuestos, servicios básicos, seguros de salud, etc. No dejemos que eso ocurra: mejor que la peste se lleve a la avaricia y a los avariciosos. **OE**

# Sobre vulnerabilidad y teletrabajo DURANTE LA PANDEMIA

*La pandemia del COVID-19 que estamos atravesando representa un evento de proporciones no vistas desde probablemente la gripe española de 1918 y tendrá grandes consecuencias negativas de corto y largo plazo, comparables o incluso más dramáticas de las que tuvo la gran depresión de 1929.*

Marcela Perticará, Ph.D. en Economía, University of Texas A&M, EE.UU. Académica FEN-UAH; y Mauricio Tejada, Ph.D. en Economía, Georgetown University, EE.UU. Académico FEN-UAH.

Con el objetivo de controlar la pandemia, mediante la reducción de la tasa efectiva de reproducción del virus<sup>1</sup>, la recomendación ha sido en todo momento el distanciamiento social. Esta medida, altamente efectiva para prevenir los contagios, está impactando de manera agresiva en los trabajadores más vulnerables, forzándolos al desempleo y la pobreza.

Evitar siempre que sea posible actividades con contacto social, con el consumo de servicios y el trabajo presencial, es una respuesta natural de las personas para evitar contagiarse<sup>2</sup>. De hecho, cómo lo enfatiza la literatura reciente, muchas personas iniciaron un proceso de distanciamiento social incluso antes que el mismo sea impuesto por la autoridad. En efecto, desde el inicio de la emergencia hasta el 11 de abril, el consumo de actividades con contacto social en Chile (restaurantes, hoteles, cines, gimnasios, aeropuerto, etc.) había caído en casi 75% en promedio, mientras que la concurrencia a farmacias y supermercados, lo había hecho en 50%. (ver Figura 1)<sup>3</sup>.

Los traslados hacia el trabajo también habían

caído un 56% hacia el 11 de abril. El primer día de caída importante fue el lunes 16 de marzo, fecha en que se suspenden las clases en todo el país<sup>4</sup>. Ya una semana después la movilidad hacia lugares de trabajo había caído un 45-50%, nivel en el que se mantiene, excepto durante el viernes de semana santa. El hecho que el tránsito hacia el trabajo no se haya contraído tanto como otras actividades, sin duda está relacionado con la factibilidad de implementar el completo aislamiento y/o teletrabajo de muchos trabajadores. En muchos casos es simplemente inviable reemplazar el rol del trabajador por teletrabajo.

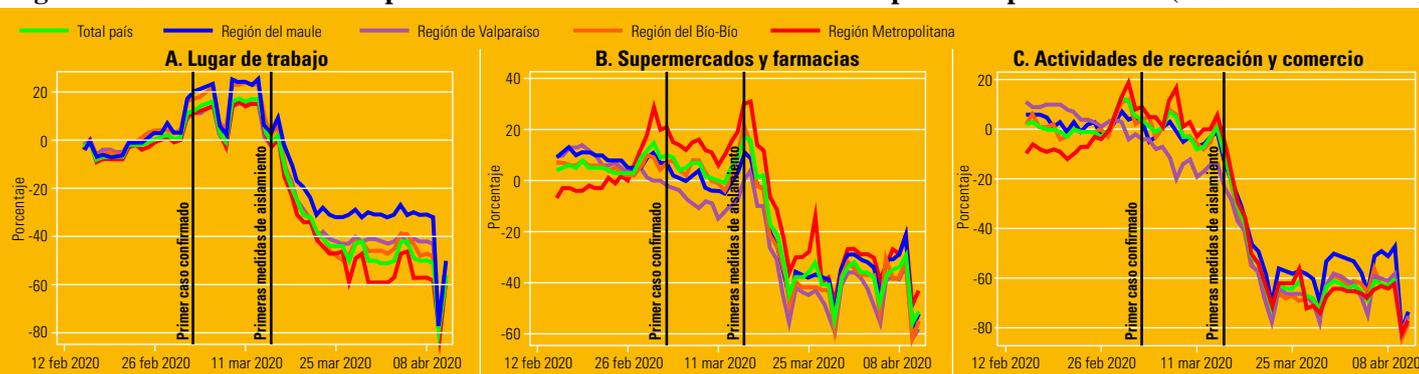
Desafortunadamente los trabajadores más vulnerables son aquellos cuyos trabajos son fundamentalmente presenciales, y los que no tienen la espalda financiera para enfrentar un período de caída sustantiva de ingresos. Y debiéramos encontrar una alta correlación entre nivel de exposición y nivel socio-económico. Chile no es ajeno a la realidad de otros países. Por ejemplo, la data en Estados Unidos muestra que el Covid-19 está enfermando y matando a la población más vulne-

nable y a trabajadores de bajo nivel de calificación, fundamentalmente de raza negra. Esto está relacionado directamente con la capacidad de autoaislamiento: el Covid-19 está amplificando inequidades sociales preexistentes y asociadas a raza o etnia, clase social y acceso al sistema de salud.

Fuera de los datos de movilidad hacia el trabajo, hay poca información de quiénes han podido continuar trabajando desde su casa. Según datos de Page Group, entre un 15% y un 20% de los trabajadores en la Región Metropolitana están operando bajo algún tipo de modalidad de trabajo virtual, en áreas de servicios, proveedores de intangibles, áreas comerciales y back office<sup>5</sup>. Y esta limitación en la información disponible dificulta de manera importante la focalización de recursos públicos para ayudar a las familias y trabajadores más vulnerables.

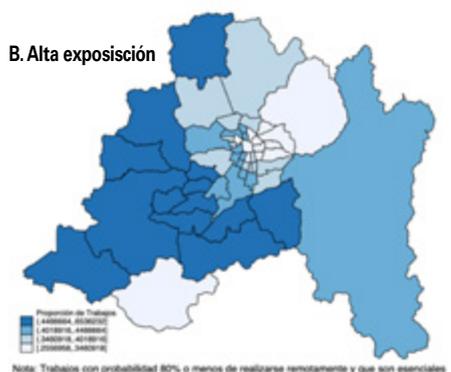
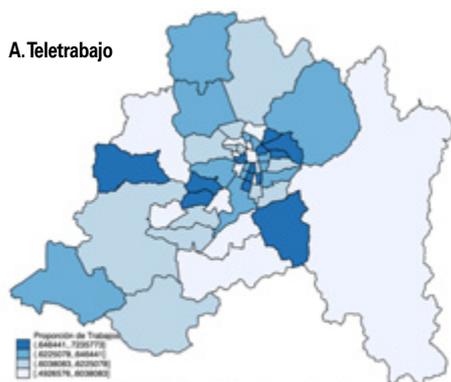
En ausencia de datos fidedignos de quiénes han podido acogerse a una modalidad de teletrabajo, uno puede evaluar dada la distribución del empleo en el país, en qué medida los distintos trabajadores tendrían la posibilidad de teletraba-

**Figura 1: Crecimiento del tiempo dedicado a las distintas actividades respecto del periodo base (3/1/2020 al 6/2/2020)**



1. Esto es, el número de personas susceptibles que pueden ser contagiadas por una persona infectada
2. Ver por ejemplo los trabajos recientes de Farboodi, Jarosch y Shimer (2020) y de Eichenbaum, Rebelo y Trabandt (2020).
3. Datos de Google Mobility para Chile, a partir de datos anonimizados y agregados de posicionamiento global (GPS) de teléfonos inteligentes.
4. Notar que los datos están en relación a una línea base que incluye febrero, mes durante el cual muchas personas en Chile están de vacaciones. En la semana previa, en días de semana, la movilidad hacia el lugar de trabajo estaba en un 16-17% por arriba de la línea base, por lo que ya ese lunes 16 la movilidad hacia el trabajo era sensiblemente menor a la estándar.
5. Datos extraídos de Diario La Tercera, <https://www.latercera.com/pulso/noticia/uno-de-cinco-trabajadores-opera-por-via-remota-la-mayor-parte-en-santiago/G4PCIOVYOFLTDQ7MO4WWHGMXA/?outputType=amp>.
6. Seguimos la metodología de Dingel y Neiman (2020) que, a partir de la encuesta Occupational Information Network (O\*NET) sobre el contexto del trabajo y las actividades laborales de distintas ocupaciones, clasifica la factibilidad de que éstas puedan realizarse vía teletrabajo. Aplicamos esta medida de factibilidad a las ocupaciones de la Encuesta CASEN 2017 usando la clasificación internacional de ocupaciones CIU88. Para definir sectores de actividad esenciales, usamos el instructivo del Gobierno que puede ser consultado en [https://cdn.digital.gob.cl/public\\_files/Campa%C3%B1as/Corona-Virus/documentos/Instructivo\\_Desplazamiento\\_170420.pdf](https://cdn.digital.gob.cl/public_files/Campa%C3%B1as/Corona-Virus/documentos/Instructivo_Desplazamiento_170420.pdf).
7. A sectores como hoteles y restaurantes, construcción y enseñanza, el protocolo establecía que sólo eran esenciales turnos éticos y/o atención en recintos con huéspedes o en predios y obras en los que fuera esencial mantener la actividad. Al no tener suficiente información para clasificar estos sectores, se los omitió de este análisis

**Figura 3: Proporción de trabajos en la Región Metropolitana con alta probabilidad de realizarse en formato teletrabajo y con alto grado de exposición**



jar dadas las características de su empleo y en qué medida el tipo de actividad que realizan está exenta de las medidas de aislamiento obligatorio impuesto por el gobierno<sup>6</sup>.

Sólo un 17,4% de los trabajos en Chile son, con alta probabilidad, viables de realizarse desde casa. Las personas que puede de forma viable realizar su trabajo desde casa ganan en promedio 67% más que aquellos que tienen un trabajo predominantemente presencial y tienen una tasa de informalidad sustancialmente menor (11% vs 25%, respectivamente). Solo 1,5% de los trabajadores que pueden realizar su trabajo desde casa son considerados pobres, en tanto que casi el 5% de los trabajadores que no lo pueden hacer son considerados dentro este grupo.

Tal como puede apreciarse en la Figura 2, las mayores tasas de virtualización están en los sectores de administración pública, las actividades inmobiliarias, y enseñanza. En contraste, en los sectores primarios, industrial, gas y agua, indus-

**Referencias**

- Jonathan I. Dingel y Brent Neiman (2020): "How Many Jobs Can be Done at Home?", Mimeo.
- Martin S. Eichenbaum, Sergio Rebelo y Mathias Trabandt (2020): "The Macroeconomics of Epidemics", Mimeo.
- Maryam Farboodi, Gregor Jarosch y Robert Shimer (2020): "Internal and External Effects of Social Distancing in a Pandemic", Mimeo.
- Simon Mongey, Laura Pilossoph y Alex Weinberg (2020): "Which workers bear the burden of social distancing policies?", Mimeo.

**“Desafortunadamente los trabajadores más vulnerables son aquellos cuyos trabajos son fundamentalmente presenciales, y los que no tienen la espalda financiera para enfrentar un período de caída sustantiva de ingresos”**

tria, construcción, comercio y transporte, las tasas de virtualización son muy bajas. Hay una correlación positiva y fuerte entre tasas de virtualización y calificación de las ocupaciones. Los trabajadores no calificados representan el 25% de aquellos trabajos que no pueden realizarse vía teletrabajo, mientras que para los trabajadores cuyo trabajo es viable de realizarse de esta forma este grupo es sólo 3,7%.

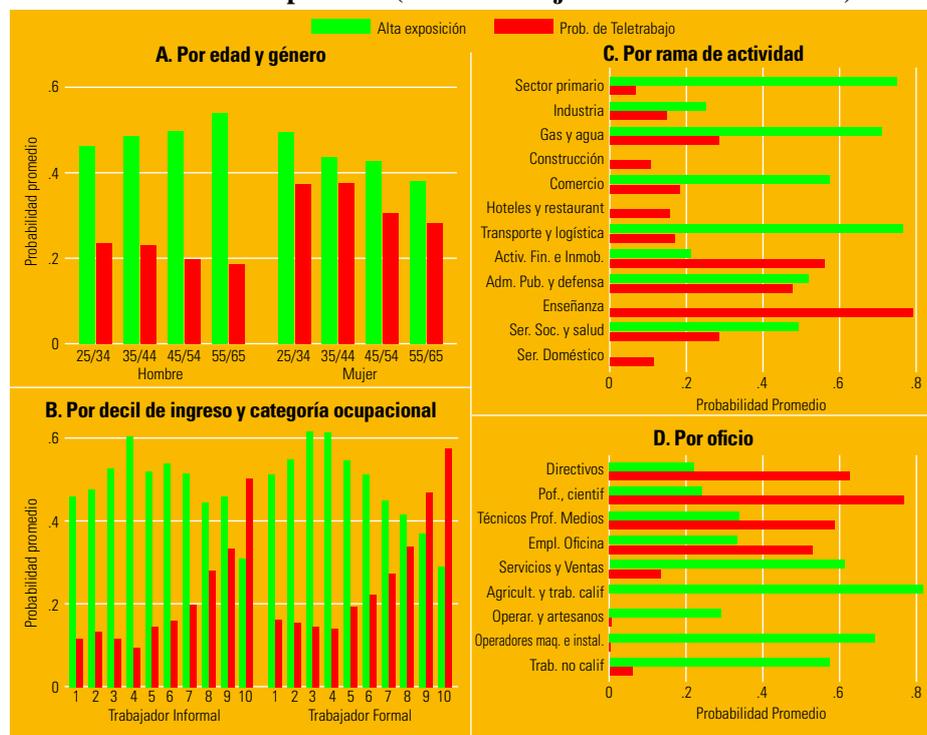
El no poder hacer teletrabajo genera potencialmente una alta exposición en sectores considerados esenciales, como son el sector primario, comercio, gas y agua, transporte y logística y servicios sociales y de salud<sup>7</sup>.

La distribución de los trabajadores (su residencia) con empleos factibles de virtualizarse y de aquellos con alta exposición (no virtualizables y en actividades consideradas esenciales) está al-

tamente concentrada en comunas específicas. En la Figura 3 se gráfica esta distribución geográfica para Región Metropolitana, la región en la que esta mala distribución es fácilmente visible en el mapa. Las comunas de altos ingresos (como Las Condes, Providencia, Vitacura) tienen una alta fracción de empleos virtualizables y una muy baja exposición de los trabajadores ya sea por que el empleo no requiere ser presencial o por que no pertenece a un sector esencial.

La correlación entre una baja factibilidad de realizar teletrabajo, una mayor exposición y menores ingresos crea una navaja de doble filo, esto es crea riesgos económicos y riesgos sanitarios al mismo tiempo para grupos vulnerables de la población (Mongey et al., 2020). De aquí la importancia de identificar a estos grupos vulnerables. Por un lado, la escasez de recursos pone en relieve la importancia de que la implementación de políticas de reemplazo de ingreso y de inyección de liquidez sea dirigida y focalizada. Evaluar alternativas de ayudas alternativas a grupos de estas comunas parece razonable, por cuanto es necesario impedir que una situación coyuntural pueda cambiar la configuración social de algunos de estos barrios en el largo plazo. Aplicar políticas más generosas, focalizadas sí, pero a grupos más amplios que los tradicionalmente cubiertos por la política pública es necesario en la contingencia actual. Estos trabajadores no pueden darse el lujo de no trabajar si no tienen alguna fuente alternativa de ingresos. Los costos podrán ser altos, pero el riesgo sanitario de no actuar ya para proteger a estos grupos puede ser muy alto. **OE**

**Figura 2: Probabilidad promedio de hacer teletrabajo y probabilidad de tener alta exposición (sin teletrabajo en sectores esenciales)**



# ¿Qué pueden hacer las AFPs para contribuir a mitigar la crisis económica que está

# CAUSANDO EL COVID-19?

*Prácticamente todos los días surgen noticias relacionadas con las Administradoras de Fondos Previsionales (AFP). ¿Qué hace que la institución de la administración de fondos para la jubilación genere tanto interés público? ¿Cuál es el tamaño agregado de los fondos administrados? ¿En qué invierten las AFPs? ¿Cómo podrían contribuir las AFPs a las empresas nacionales ante la crisis económica causada por el Covid-19?*

Rafael Romero M., Doctor of Business Administration, Questrom School of Business, Boston University, EE.UU.  
Académico FEN-UAH<sup>1</sup>

## LA INSTITUCIÓN DE LA ADMINISTRACIÓN DE FONDOS PARA LA JUBILACIÓN

Las AFPs nacieron el año 1980 en Chile, año de la reforma previsional, cuando se diseñó el nuevo sistema de fondo de pensiones (dictado por el Decreto Ley N° 3.500), que actualmente es administrado por siete entidades privadas de capitalización individual. En el año 2002 la Ley N° 19.795 modificó el DL 3.500 para introducir el sistema de multifondos.

De esta manera, el espectro de posibilidades de inversión de las AFPs, está dado por: el DL 3.500, el Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones y por la normativa complementaria dictada por la Superintendencia de Pensiones.

Hay diversos actores involucrados en la supervisión de las AFPs, entre ellos están:

- Comisión para el Mercado Financiero (CMF), institución encargada de fiscalizar todas las actividades y entidades que participan en los mercados de valores y seguros de Chile.
- Banco Central (BC), que regula y determina parte de los límites estructurales del Sistema de Pensiones, referidos al porcentaje máximo de inversión.
- Superintendencia de Pensiones (SP), organismo del Estado, contralor, regulador, fiscalizador y técnico, cuyo objetivo es supervisar y controlar el Sistema de Pensiones.

- Consejo Técnico de Inversiones (CTI), que fue creado por la reforma previsional de 2008, bajo el 1er Gobierno de Michelle Bachelet. Su objetivo principal es realizar informes, propuestas y pronunciamientos respecto de las inversiones de los fondos de pensiones, procurando el logro de una adecuada rentabilidad y seguridad para éstos.

- Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR), organismo al que le corresponde aprobar un conjunto de instrumentos para la inversión de los Fondos de Pensiones. Particularmente, debe aprobar las cuotas de fondos mutuos y fondos de inversión nacionales y los instrumentos representativos de capital extranjeros.

El desempeño promedio entre 2010 y 2019, de los cinco Fondos en términos reales ha sido positivo. Es decir, luego de descontada la variación porcentual de la UF, que sigue a la variación del Índice General de Precios de la economía, la rentabilidad del promedio de los cinco fondos es mayor que cero.

La Tabla 1 presenta las tasas reales de retornos anuales de los últimos 10 años. Con esta información es posible calcular la cantidad que se podría haber acumulado en una cuenta de ahorro individual durante este período de tiempo. Supongamos que el 1 de enero de 2010 se deposita, en alguno de los Fondos, \$1.000.000, equivalente a UF 47,7567. ¿Cuántas UFs y Pesos

se podrían haber acumulado en el lapso de 10 años?

Una forma de calcular el valor final después de 10 años, es multiplicar la inversión inicial por 1 más la rentabilidad anual de cada año, o multiplicando este valor 10 veces por 1 más la tasa promedio geométrica que se presenta en la Tabla 2.

Por ejemplo, para el Fondo A, UF 47,7567 invertidos el 1 de enero de 2010, se convertirían en UF 76,8147 al 31 de diciembre de 2019, equivalente a \$2.174.619; es decir, que la rentabilidad nominal acumulada fue de 117,46%. Pero, si los UF 47,7567 son invertidos el 1 de enero de 2010 en el Fondo E, al 31 de diciembre de 2019 se obtendrían UF 73,076, o equivalente a \$2.068.776, lo que significa una rentabilidad nominal acumulada de 106,88%. Si repitiéramos el ejercicio para los otros tres fondos, el resultado se mantendría. Es decir, la inversión inicial en términos nominales se habría más que duplicado.

A pesar de estos importantes desempeños financieros, las AFPs reciben múltiples críticas, tales como:

- Las pensiones que proveen son muy bajas.
- Las rentabilidades sobre el patrimonio de las empresas que administran los fondos son muy elevadas y, además, no están correlacionadas con el desempeño de la rentabilidad de los fondos que administran.
- Los fondos han ayudado a financiar

principalmente a los grandes grupos económicos.

- Dada la caída de las bolsas a nivel mundial de marzo de 2020, con la consecuente pérdida financiera para los fondos administrados, se cuestiona la gestión de las AFPs.

Si bien el foco de este artículo no es discutir la veracidad de estas críticas, es importante tomarlas en cuenta debido a que reflejan la percepción de la población en cuanto al desempeño de las AFPs, lo cual permite tener un parámetro a considerar toda vez que se pretende analizar el aporte de las AFPs en inversiones en empresas chilenas en una situación de crisis económica.

## MONTOS ADMINISTRADOS POR LOS FONDOS DE PENSIONES

Durante el primer semestre del año 2019, los ahorros previsionales llegaron a un valor histórico de US\$ 218.706 millones, debido a la mayor rentabilidad acumulada durante la última década, llegando a representar un 77% del PIB nacional. Lo anterior se debe a los altos rendimientos obtenidos por una cartera de inversiones diversificada, centrada en una mayor proporción en el mercado de renta variable internacional y en menor medida en el mercado local, complementada con instrumentos de renta fija local e internacional.

## EN QUE INVIERTEN LAS AFPs

El sistema de multifondos consiste en que cada administradora crea cinco Fondos (A, B, C, D y E). Las principales clases genéricas de activos son: Renta Fija (bonos estatales, de empresas y bancarios, letras hipotecarias) y Renta Variable (acciones, activos alternativos, fondos de inversión). La desagregación de las categorías de Renta Fija y Renta Variable, nacional e Internacional, se presenta en la Tabla 3.

Cada fondo tiene una cartera representativa, la cual está establecida en el D.L. 3.500 y en el Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones. Por lo tanto, existe una diferenciación entre los distintos tipos de fondos, cuya característica se basa en la

**Tabla 1: Rentabilidad real de los fondos de pensiones deflactada por la UF**

| Tipo de fondo | 2019   | 2018   | 2017   | 2016   | 2015  | 2014  | 2013  | 2012  | 2011    | 2010   |
|---------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|---------|--------|
| Fondo A       | 17,26% | -5,59% | 15,44% | -0,87% | 3,79% | 8,86% | 6,79% | 6,06% | -11,13% | 11,64% |
| Fondo B       | 14,89% | -3,70% | 11,79% | 1,07%  | 2,49% | 8,27% | 4,33% | 4,88% | -7,52%  | 11,38% |
| Fondo C       | 14,96% | -0,89% | 7,51%  | 1,74%  | 2,16% | 9,00% | 4,68% | 4,61% | -3,79%  | 9,34%  |
| Fondo D       | 13,15% | 1,21%  | 3,09%  | 2,60%  | 2,02% | 7,68% | 5,42% | 3,81% | 0,06%   | 7,08%  |
| Fondo E       | 9,03%  | 3,07%  | 1,01%  | 3,89%  | 0,71% | 6,78% | 5,09% | 3,15% | 4,31%   | 6,71%  |

Fuente: Elaboración propia con datos de la Superintendencia de Pensiones de Chile.

1. El autor agradece la excelente ayudantía de investigación de Milton Muñoz y los valiosos comentarios de Claudia Blanco y Fabricio Ibáñez."

**Tabla 2: tasa de rentabilidad real promedio de los fondos (2010-2019)**

| Tipo de Fondo | Promedio |
|---------------|----------|
| Fondo A       | 4,87%    |
| Fondo B       | 4,57%    |
| Fondo C       | 4,80%    |
| Fondo D       | 4,55%    |
| Fondo E       | 4,35%    |

Fuente: Elaboración propia con datos de la Superintendencia de Pensiones de Chile.

proporción de los portafolios invertidos en instrumentos de renta variable. Lo cual, genera diversas alternativas de riesgo-rentabilidad, debido a que el riesgo de cada tipo de fondo responde al porcentaje de renta variable que posee. La Tabla 4 presenta la cota superior e inferior de la inversión en renta variable.

**¿DE QUE MODO PODRÍAN LAS AFPs CONTRIBUIR A PALIAR LA CRISIS ECONOMICA QUE ESTA GENERANDO EL COVID-19?**

Dada la situación de virtual estancamiento que muchas empresas están enfrentando, es vital para las empresas poder contar con acceso al crédito que ayude a cumplir con los compromisos de corto plazo y entregue recursos para solventarlas por el periodo de tiempo que dure la crisis

**Tabla 3: cartera de inversión de los fondos de pensiones a marzo de 2020**

| Inversión nacional                      |                                  |
|---|----------------------------------|
| Renta fija                              | Renta variable                   |
| Instrumentos Banco Central              | Acciones                         |
| Instrumentos Tesorería                  | Activos Alternativos             |
| Bonos de Reconocimiento y MINVU         | Fondos de Inversión/FondosMutuos |
| Bonos de Empresas y Efectos de Comercio |                                  |
| Bonos emitidos por Fondos de Inversión  |                                  |
| Bonos Bancarios                         |                                  |
| Letras Hipotecarias                     |                                  |
| Depósitos a Plazo                       |                                  |
| Fondos Mutuos y de Inversión            |                                  |
| Activos Alternativos                    |                                  |
| Disponible                              |                                  |
| Derivados                               |                                  |
| Otros Nacionales                        |                                  |
| Inversión extranjera                    |                                  |
| Renta fija                              | Renta variable                   |
| Derivados                               | Fondos Mutuos                    |
| Otros Extranjeros                       | Activos                          |
|   | Alternativos Otros               |

Fuente: Elaboración propia con datos de la Superintendencia de Pensiones de Chile.

sanitaria, que podría ser de uno o dos años.

A principios de abril, la Asociación de AFPs dio a conocer una propuesta de formar un Fondo de US\$1.000 millones para apoyar a las Pymes, que debería contar con una garantía estatal para reducir el riesgo de no pago o default, y así proteger los ahorros de los chilenos. Temas a resolver sobre la propuesta de la Asociación de AFPs es sobre cómo se organizaría dicho Fondo, es decir cómo podría operar y llegar directamente a las empresas necesitadas.

Diversos economistas y dirigentes gremiales han apoyado la idea, ya que va en la línea de mejorar el canal de crédito en el país. Los detractores, por otro lado, argumentan sobre el potencial riesgo que enfrentarían los ahorros previsionales.

Es así como que dicha propuesta sigue siendo analizada y no se ven señales de avance, ya que hay diversos aspectos a considerar, tales como las regulaciones, y los múltiples organismos supervisores involucrados. Adicionalmente, un alto ejecutivo de AFP Cuprum comenta que se está diseñando un segundo fondo por un monto equivalente a US\$1.000 millones, pero esta vez con la colaboración de CORFO, con garantías por hasta el 80%. La desventaja de este segundo fondo sería que utilizaría intermediarios no bancarios, lo que podría aumentar el costo para las empresas.

**Tabla 4: límites de inversiones en renta variable**

|         | Límite Máximo Permitido | Límite Mínimo Permitido |
|---------|-------------------------|-------------------------|
| Fondo A | 80%                     | 40%                     |
| Fondo B | 60%                     | 25%                     |
| Fondo C | 40%                     | 15%                     |
| Fondo D | 20%                     | 5%                      |
| Fondo E | 5%                      | 0%                      |

Fuente: Elaboración propia con datos de la Superintendencia de Pensiones de Chile.

En paralelo, el Gobierno impulsó un proyecto de ley, ya aprobado por el Congreso, que inyecta hasta US\$3.000 millones de dólares en garantías para créditos a empresas con ventas de hasta UF 1 millón, lo que cubriría cerca del 99% de las empresas del país, esto es 1,3 millones de empresas. Con este aporte a modo de garantía, se espera que los créditos asciendan a US\$24.000 millones. El éxito de este programa depende de que los bancos comerciales adheridos, que abarca a cerca del 90% de las colocaciones, otorgue la llamada "línea de crédito Covid-19" para financiar capital de trabajo, cobre como máximo una tasa de 3,5% anual, otorgue seis meses de gracia para comenzar la devolución del préstamo y que se pague en cuotas que van desde 24 a 48 meses.

Cabe señalar que se espera que los bancos comerciales canalicen los créditos, y que las empresas que lo reciban, hagan buen uso de estos recursos, y logren retomar sus actividades comerciales, con los niveles de empleo, previos a esta crisis.

Son interesantes las propuestas de la Asociación de AFPs en conexión con los problemas actuales de la sociedad, provocada por la pandemia del Covid-19. Sin embargo, la creación de un Fondo tal como está planteado requiere el aval del Estado que limite las posibles pérdidas. No obstante, debido a que el Gobierno ya lanzó un ambicioso programa por hasta US\$3.000 millones en garantías, es poco probable que éste quiera avalar nuevos programas, hasta ver los resultados de la iniciativa ya aprobada.

**UNA PROPUESTA**

Una alternativa disponible para las AFPs, que conlleva cambios regulatorios menores, y que podría contribuir con la cadena de financiamiento para una gran

base de empresas es permitir que las AFPs puedan invertir, a través de fondos de inversión públicos, en facturas y pagarés.

El mecanismo de invertir en activos a través de un vehículo de inversión, como es un fondo de inversión público, se le llama inversión indirecta. Al contrario, cuando una AFP invierte en un determinado activo, sin pasar por un vehículo de inversión, se le llama inversión directa.

La principal característica de las facturas y pagarés es que son ubicuas a las actividades comerciales de empresas Pymes y grandes empresas. Estos instrumentos representan un compromiso de pago que, dado su bajo monto promedio y corta duración, no son factibles de ser sujetas a una clasificación de riesgo. Desde un punto de vista práctico, considerando el gran número de este tipo de instrumentos, su bajo monto promedio y su corta duración, no es razonable pensar que las AFPs pudieran invertir en ellas de modo directo. Ya que la AFPs tendrían que transformarse en Factoring. Desde un punto de vista regulatorio, al ser facturas y pagarés clasificables como deuda privada y al no existir una aprobación genérica en el Régimen de Inversión para deuda privada, las AFPs tendrían dificultades para invertir directamente en estos instrumentos.

Por lo tanto, la alternativa es que las AFPs puedan invertir en facturas y pagarés de modo indirecto, esto es, a través de vehículos de inversión, tales como los fondos de inversión públicos regidos por la Ley 20.712, que se especialicen en facturas y pagarés.

En el mercado local ya existen fondos de inversión que compran facturas a empresas de factoring. Con esto aportan al ciclo de liquidez de las empresas. Cada fondo de inversión define su política de inversión y el nivel de riesgo que desea tomar. Las AFPs podrán elegir dentro del abanico de posibles fondos de inversión, aquella combinación de riesgo retorno aconsejable para cada uno de sus fondos administrados.

Dado que facturas y pagarés están presentes en el quehacer diario de empresas de todo tipo, es una interesante alternativa para que las AFPs inviertan indirectamente en estos instrumentos, lo que podría lograr profundizar este mercado y facilitar el financiamiento de las empresas, en particular ante la crisis económica causada por Covid-19. **OE**

# FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS

[www.fen.uahurtado.cl](http://www.fen.uahurtado.cl)

**PREGRADO | POSTGRADO | EDUCACIÓN CONTINUA**

## PROGRAMAS DE MAGÍSTER

Magíster en Economía  
(Agencia Qualitas | 7 años |  
desde diciembre 2015 a  
diciembre 2022)

Magíster en Gestión de  
Personas en Organizaciones  
(Agencia Qualitas | 4 años |  
desde enero 2016 a enero  
2020)

Magíster en Administración de  
Empresas/ MBA  
(Opción de obtener el Master  
of Science in Global Finance de  
Fordham University, Nueva  
York, Estados Unidos)

Magíster en Economía Aplicada  
a Políticas Públicas | doble  
grado con Fordham University  
(Agencia Qualitas | 5 años |  
desde enero 2019 a enero  
2024)

## PROGRAMAS DE DIPLOMADO

Diplomado en Gestión  
Estratégica de las Relaciones  
Laborales

Certificación en Coaching  
Organizacional

Diplomado en Dirección y  
Gestión de Empresas  
(conducente al Magíster en  
Administración de  
Empresas- MBA)

Diplomado en Gestión de  
Personas (conducente al  
Magíster en Gestión de  
Personas en Organizaciones)

Diplomado en Gestión  
Tributaria

Diplomado de Normas  
Internacionales de  
Información Financiera  
(NIIF-IFRS)

## PROGRAMAS DE PREGRADO

Ingeniería Comercial

Contador Público  
Auditor

Gestión de Información,  
Bibliotecología y  
Archivística

## PROGRAMAS DE CONTINUIDAD DE ESTUDIOS

Ingeniería Comercial

Contador Público  
Auditor