



# Navegando por un mar de incertidumbre: ¿Quién guía el timón frente a las olas?

Tiago Alves Ferreira, Ph.D. en Finanzas, Universidad Adolfo Ibáñez, Chile. Director Ingeniería en Control de Gestión, mención Ciencia de Datos FEN- UAH; Matías Vicuña, Licenciado en Ciencias Económicas, UAH; Matías Tobar, Licenciado en Ciencias Económicas, UAH; Gonzalo Núñez, Licenciado en Ciencias Económicas, UAH; y José Bravo, Licenciado en Ciencias de la Administración; Universidad Alberto Hurtado.



En los últimos períodos Chile ha experimentado un máximo histórico en su índice de incertidumbre de política económica, EPU<sup>1</sup>. Sin duda este aumento se debe también al incremento de esta incertidumbre a nivel global, lo cual es natural en una etapa de recuperación post-pandemia con aumento en la inflación y las tasas de interés a nivel mundial, expansión de gastos públicos en muchos países y la guerra en Ucrania.

Debido a que Chile es un país con una economía abierta y con una fuerte dependencia de las exportaciones, lo pone en una posición aún más vulnerable a cualquier shock de incertidumbre a nivel global.

La mayor parte de las empresas chilenas no pueden hacer mucho para escapar de esta incertidumbre de naturaleza global, dentro de un panorama donde -incluso- las empresas más internacionalizadas también encuentran fuertes dificultades para protegerse de este nivel de incertidumbre.

Sin embargo, no todo es repercusión desde el exterior. Los datos sugieren que una parte importante de la incertidumbre de política económica enfrentada por Chile no puede ser atribuida únicamente a factores externos, sino también a una incertidumbre local intrínseca, la cual está muy conectada a la coyuntura que ha venido atravesando el país.

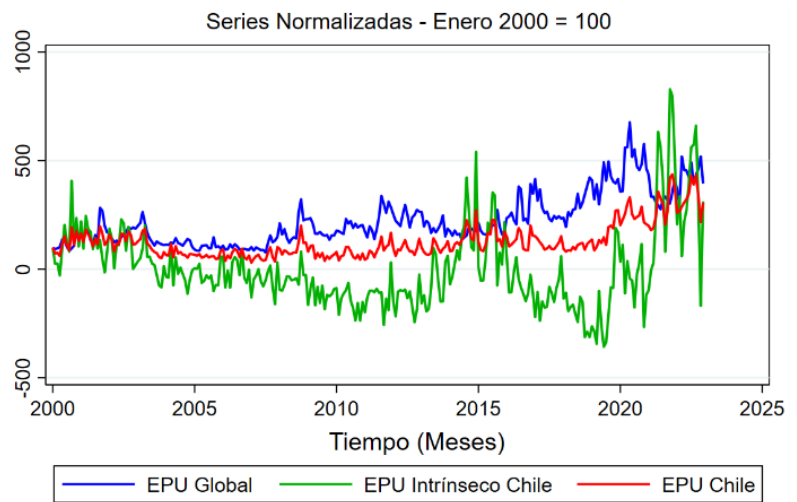
(1) El índice EPU es medido a partir de técnicas de minería de texto de importantes diarios chilenos. Los datos están, junto con índices de otros países, en la página <https://www.policyuncertainty.com>. El índice EPU para Chile fue elaborado por Rodrigo Cerda, Álvaro Silva y José Tomás Valente. Mayores detalles acerca de la metodología pueden ser observados directamente en el paper: Cerda, R., Silva, A., & Valente, J. T. (2016). Economic policy uncertainty indices for Chile. Economic Policy Uncertainty working paper. [https://www.policyuncertainty.com/media/EPU\\_Chile.pdf](https://www.policyuncertainty.com/media/EPU_Chile.pdf)

Como se puede observar en el gráfico 1, el nivel de incertidumbre de política económica global (línea azul) y el de Chile (línea roja) realmente ha aumentado de manera muy correlacionada a lo largo del tiempo. Sin embargo, se puede apreciar una elevada variación de un componente que estima el nivel de incertidumbre intrínseco de Chile (línea verde)<sup>2</sup>.

El gráfico sugiere que el aumento en la Incertidumbre de Política Económica de Chile ha sido fuertemente influenciado por elementos locales, en una cuota posiblemente superior al efecto atribuible a factores globales.

En este contexto, se hace muy válido diferenciar riesgo de incertidumbre. Riesgo es

**Gráfico 1: Evolución de la Incertidumbre de Política Económica- EPU.**



Datos recuperados de <https://www.policyuncertainty.com/>. EPU Intrínseco Chile estimado como el residuo de una regresión entre EPU Chile y EPU Global. EPU Chile calculado por Cerda, Silva and Valente (2016).

*Debido a que Chile es un país con una economía abierta y con una fuerte dependencia de las exportaciones, lo pone en una posición aún más vulnerable a cualquier shock de incertidumbre a nivel global”*

algo que se puede medir, estimar y que tiene potencial de ser administrado por las empresas. La incertidumbre es una situación en la que no se puede prever con certeza lo que sucederá, por lo tanto, los márgenes de error de cualquier predicción de inversión no se muestran confiables.

Todo esto genera que el trabajo de ingeniería financiera de definir rangos de rentabilidad proyectada de emprendimientos de largo plazo se torne más desafiante.

Debido a esto, muchas empresas pueden preferir esperar para invertir, deteniendo sus inversiones hasta tener mayor certeza

de los niveles de retorno que podrían llegar a obtener.

Importantes estudios han encontrado evidencias que muestran que el aumento de incertidumbre de política económica influye en que las empresas dejen de invertir, tomen menos créditos y contraten menos personal, lo que puede finalmente afectar el crecimiento económico<sup>3</sup>.

En este escenario, se hace aún más importante que las autoridades políticas e institucionales del Estado tomen acciones dirigidas a atenuar los efectos dañinos sobre la inversión que tiene la incertidumbre de

política económica de un país en desarrollo como Chile.

En el gráfico 2 se puede observar que las empresas, a partir del estallido social y de la pandemia, iniciaron un ciclo inicial de aumento de caja (en proporción del activo total), lo que es consistente con una posible retención de inversión o preparación de un colchón de liquidez.

Sin embargo, se nota posteriormente una caída importante de esta retención de caja, muy contemporánea a un aumento, también histórico, del nivel de reparto de dividendos (gráfico 3).

Estas evidencias denotan una gran similitud con evidencias de estudios anteriores que han encontrado una fuerte relación entre la incertidumbre y el aumento de reparto de dividendos<sup>4</sup>.

De ser esta la razón que explica el aumento del reparto de dividendos, no es para nada

(2) Este componente fue estimado como el residuo de una regresión lineal simple entre el EPU chileno y EPU Global, ocupando datos desde el principio de la serie histórica para EPU Chile.

(3) Ver:

• Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The quarterly journal of economics*, 131(4), 1593-1636.

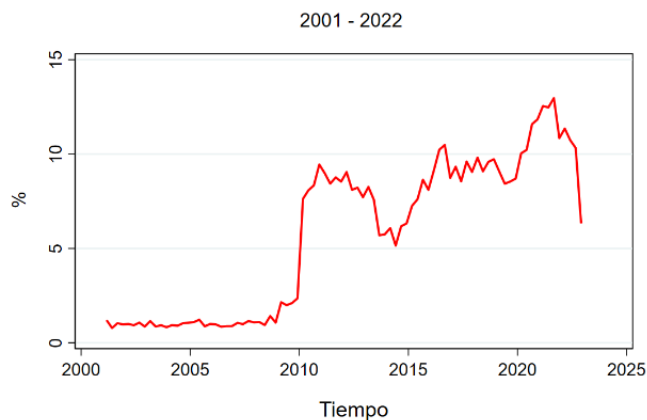
• Al-Thaqeb, S. A., & Algharabali, B. G. (2019). Economic policy uncertainty: A literature review. *The Journal of Economic Asymmetries*, 20, e00133.

(4) Ver:

• Attig, N., El Ghoul, S., Guedhami, O., & Zheng, X. (2021). Dividends and economic policy uncertainty: International evidence. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101785.

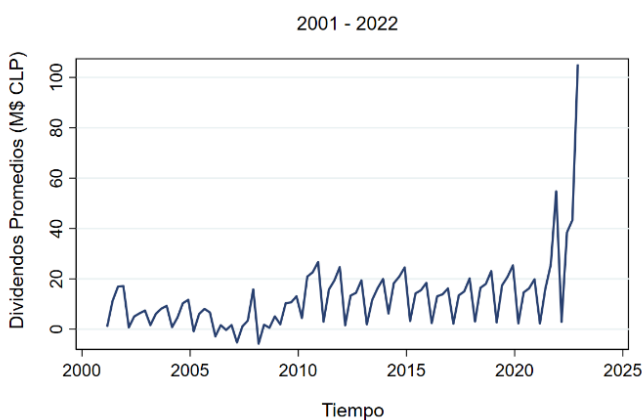
• Tran, D. V. (2020). Economic policy uncertainty and bank dividend policy. *International Review of Economics*, 67(3), 339-361.

## Gráfico 2: Evolución trimestral de la proporción de caja y equivalente sobre el total del activo.



Datos incluyen todas las empresas Chilenas con datos disponibles en el portal económica. <https://economica.com/>

## Gráfico 3: Evolución trimestral del reparto total de dividendos en M\$ CLP.



Datos incluyen todas las empresas chilenas con datos disponibles en el portal económica. <https://economica.com/>

auspicioso desde el punto de vista financiero, ya que el aumento del reparto de dividendos no viene acompañado de una mayor rentabilidad, sino que además lo acompaña una menor liquidez y una más acotada posibilidad de inversión.

Esto puede ser una señal de que las empresas ya no confían en que puedan ofrecer un retorno adecuado al accionista al invertir en nuevos proyectos, teniendo, por lo tanto, un exceso de efectivo dada sus expectativas de inversión.

Este aumento en el reparto de dividendos también podría ser traducido como una reducción de expectativa de retorno futuro (riesgo) o incapacidad de producir expectativas dentro de un margen de error posible de ser estimado (incertidumbre).

Como una medida a ser considerada para la recuperación de la inversión, sería de gran valor que la clase política pudiese llegar a acuerdos de manera más expedita en las reformas con potencial de afectar el retorno de la inversión de las empresas, ya que de esta forma se lograría una mayor estabilidad en términos de niveles de confianza.

Obviamente no podemos olvidar el mayor y más complejo tema de fondo: cambio de constitución y reforma tributaria, lo que representa un cambio en las reglas del juego. Pero es importante tener claro que la forma como se hacen los cambios también importa.

La falta de señales claras y de acuerdos políticos con mirada de Estado no permite a los inversionistas dibujar un futuro predecible, con márgenes de error dentro de un estándar aceptable.

Llegar a acuerdos más rápidamente, evitar sorpresas innecesarias y tomar medidas que puedan afianzar la confianza institucional, de la que Chile ha gozado internacionalmente en estos últimos tiempos, son medidas mínimas que podrían ayudar a disminuir la cuota local de incertidumbre de política económica.

Seguramente, el desafío de cruzar todo este mar de incertidumbre y llegar a buen puerto con las empresas en marcha, ejerce mucha presión sobre directivos y gerencias de muchas empresas. Mientras tanto, las empresas deben dedicar más tiempo a sus actividades de planificación y control de gestión, buscando evitar por lo menos dos grandes desgracias: primero, la sobreinversión, que no se pagaría en caso de peores escenarios, segundo, el pánico y pesimismo excesivo que podrían llevarlas a la subinversión, dejando de aprovechar importantes oportunidades de crecimiento y con esto facilitar el camino para la llegada de mayor competencia, principalmente la internacional. **OE**

