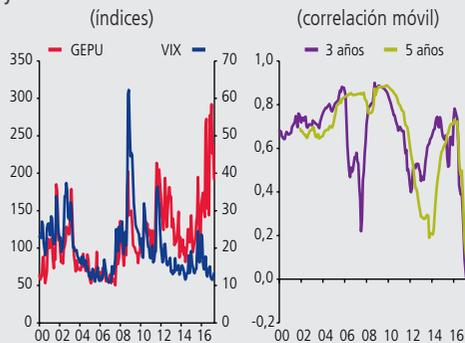


RECUADRO I.1

DIVERGENCIA ENTRE INCERTIDUMBRE FINANCIERA Y SOBRE POLÍTICAS ECONÓMICAS

Durante los últimos años una serie de eventos políticos, en especial en países desarrollados, han subrayado la importancia de la incertidumbre sobre las políticas económicas como uno de los determinantes del ciclo económico^{1/}. El Brexit, las elecciones en EE.UU. y Francia son algunos ejemplos de lo que, en términos generales, se ha traducido en un aumento de distintos indicadores de percepción de incertidumbre en esta área. Uno de los más citados es el *Index of Global Economic Policy Uncertainty*^{2/} (GEPU), que mide la frecuencia con que aparecen en la prensa palabras relacionadas con incertidumbre en políticas económicas (gráfico I.10). Destaca el mayor nivel que ha promediado tras la Crisis Financiera Global (50 puntos más que en los años previos), con máximos asociados al Brexit y las elecciones en EE.UU. Pese a lo anterior, el apetito de los mercados por activos riesgosos, incluidos los de economías emergentes, ha visto uno de sus mejores momentos de los últimos años. Especialmente llamativo ha sido el bajo nivel del indicador de volatilidad implícita del *Standard & Poor's* (VIX), usualmente considerado una buena medida del "miedo de los inversionistas"^{3/}, que en los meses recientes se ha ubicado cerca de los mínimos de los últimos 20 años y ha perdido su correlación con el GEPU (gráfico I.10).

GRÁFICO I.10
GEPU y VIX



Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Economic Policy Uncertainty.

^{1/} Ver Bloom (2014).

^{2/} El índice incluye información de Alemania, Australia, Brasil, Canadá, Chile, China, Rep. Corea, España, EE.UU., Francia, Holanda, India, Irlanda, Italia, Japón, Rusia, Suecia y Reino Unido. Para mayor detalle ver http://www.policyuncertainty.com/global_monthly.html y Baker *et al.* (2016).

^{3/} Ver Whaley (2009) para una explicación del VIX y su relación con el miedo de los inversionistas.

La brecha entre estos indicadores ha causado cierta preocupación, ya que podría ser un indicio de que los mercados no están incorporando correctamente los riesgos asociados al entorno económico-político actual^{4/}. Este Recuadro discute algunos elementos que ayudan a comprender esta diferencia. Se concluye que la falta de correlación entre ambos índices es particularmente inusual, pero que, en parte, podría justificarse por el hecho que ambos índices capturan distintos aspectos de la incertidumbre. En especial en un escenario donde el aumento de esta última se asocia a eventos cuyos efectos son más bien de mediano plazo y de difícil cuantificación. En este contexto, más que como sustitutos, ambos indicadores debieran ser vistos como complementos.

La relación entre incertidumbre en políticas económicas y riesgo en el mercado financiero^{5/}

La relación entre políticas económicas y valor de las empresas es natural, pues las primeras determinan parte importante del entorno económico y regulatorio en que operan las segundas. Así, tampoco debería sorprender que mayor incertidumbre sobre las primeras se asocie a un aumento de la volatilidad del valor de las segundas, especialmente tomando en cuenta que el efecto de cambios inesperados en las políticas económicas suele ser grande debido a la presencia de costos de ajustes^{6/}.

La evidencia empírica así lo corrobora. Por ejemplo, Brogaard y Detzel (2015) muestran que, en una muestra de 21 países, un aumento de 1% de su indicador de incertidumbre de políticas económicas (un indicador muy similar al GEPU) se asocia a una caída de casi 3% del retorno y a un aumento de 18% de la volatilidad de mercado. Pástor y Veronesi (2013) reportan que el premio por riesgo exigido por los inversionistas en los mercados accionarios aumenta con la incertidumbre sobre políticas económicas, especialmente en ambientes de crecimiento

^{4/} Por ejemplo, el ex-presidente de la Fed, Ben Bernanke, señaló en una reciente intervención que le impresionaba "lo apático que, hasta último minuto, eran los mercados con el riesgo político."

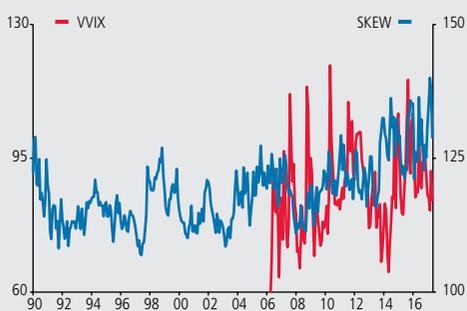
^{5/} Técnicamente existe una diferencia entre riesgo e incertidumbre (Knight, 1921). El primero se refiere a eventos que pueden tomar muchas formas, pero respecto de los que se conoce, al menos en términos subjetivos, la probabilidad de ocurrencia. El segundo se refiere a la incapacidad de pronosticar ciertos eventos respecto de los cuales no se tiene una noción clara de su comportamiento estocástico. No obstante, ambos conceptos se suele usar indistintamente, por lo que en este recuadro usamos el concepto incertidumbre en un sentido amplio que incluye ambas ideas.

^{6/} Ver Pástor y Veronesi (2012, 2013).

bajo. Además, la evidencia también indica que aumenta la correlación entre el retorno de acciones individuales y su volatilidad. Finalmente, Boutchkova *et al.* (2012), encuentran que la volatilidad de la rentabilidad de industrias que dependen más del comercio, del cumplimiento de contratos y del trabajo es mayor cuando los riesgos políticos locales aumentan, y que la incertidumbre política en socios comerciales afectan más a industrias dependientes del comercio.

No obstante que en promedio los indicadores de incertidumbre sobre políticas públicas y mercado financiero se mueven en la misma dirección, hay ocasiones donde la relación se debilita, como se ha observado en el último tiempo entre el VIX y el GEPU. Parte de la explicación es que estos indicadores se centran en distintos aspectos de la incertidumbre^{7/}. El GEPU, por construcción —en base a noticias y citas de prensa— suele reflejar principalmente riesgos de cola importantes y negativos, mientras que el VIX es una medida más general de dispersión, que considera tanto eventos positivos como negativos y pondera menos los eventos extremos. Por lo tanto, si tras el aumento reciente en la sensación de incertidumbre se encontrara que la mayor probabilidad de eventos es de cola, sería razonable que el GEPU respondiera con mayor fuerza que el VIX. De hecho, otras medidas que usan la misma información que el VIX, pero que tratan de medir la probabilidad de riesgos de cola, como la volatilidad del VIX (VVIX) y la probabilidad de retornos muy negativos (SKEW)^{8/}, si han aumentado (gráfico I.11).

GRÁFICO I.11
VVIX y SKEW
(índice)



Fuente: Bloomberg.

^{7/} La incertidumbre es concepto que resulta muy difícil de medir por lo que no es extraño que no haya un indicador óptimo para medirla, sino más bien un conjunto de medidas que tratan de aproximarsele. Dentro de estos destacan medidas que describen el comportamiento estocástico de variables financieras, tales como la volatilidad implícita o realizada, u otros momentos de la distribución de mercados accionarios, o de tasas de interés; medidas de dispersión en una población, como la dispersión de utilidades entre firmas, retorno de las acciones, o de pronósticos económicos; por último hay medidas, como el GEPU, que mide la aparición de palabras relacionadas con incertidumbre en medios de comunicación.

^{8/} Ver Liu y Faff (2017) y Park (2015) para una discusión respecto de las bondades y beneficios de estas medidas. Por cierto, existen otras medidas, directas o indirectas, de riesgo en los mercados financieros. Por ejemplo, según Hyun Song Shin, economista Jefe del BIS, la apreciación del dólar refleja de mejor forma que el VIX el menor apetito por riesgo en el mercado (Avdjiev *et al.* 2016).

Otro factor que puede explicar parte de la diferencia es que mientras el VIX se relaciona con la incertidumbre de corto plazo (fluctuaciones de la rentabilidad de la bolsa en 30 días), el GEPU lo hace con eventos que, si bien se discuten hoy, sus efectos pueden materializarse en un plazo de varios años^{9/}. Esto podría ser particularmente importante en el contexto actual, ya que el mercado se ha ido convenciendo que de materializarse eventos negativos, como fue el caso del Brexit, los bancos centrales actuarán, limitando la volatilidad de mercado, al menos en el corto plazo, lo que de alguna forma acota los efectos de dichos eventos sobre el VIX, pero no sobre el GEPU.

El rol de las políticas monetarias ultra expansivas no se limita solo a su capacidad de moderar aumentos del riesgo financiero frente a eventuales casos de aumento de la incertidumbre política, sino que es muy probable que, así como han afectado las tasas largas disminuyendo los premios por plazo, también hayan presionado a la baja el VIX^{10/}.

Por último, las diferencias entre los indicadores de incertidumbre de política económica y los de riesgo financiero, también puede diferir porque se nutren de distintas fuentes de información. Mientras el VIX refleja la sensación de los mercados financieros, el GEPU se relaciona más con la visión de analistas y expertos. Esto es importante pues es posible que la visión de ambos grupos no siempre coincida. Un buen ejemplo es la elección de Trump, cuya agenda desreguladora entusiasmó a muchos en Wall Street, pero que ha recibido en general malas críticas de los analistas y de importantes medios de comunicación. Lo mismo sucedió con el Brexit, que para muchos especialistas generaría impactos importantes y rápidos en la economía del Reino Unido, los que en la práctica no han ocurrido.

En suma, las actuales diferencias entre indicadores de incertidumbre sobre políticas económicas medidas por el GEPU y financiera medida por el VIX son altas. Dada la importante correlación histórica de ambos indicadores, la pregunta sobre de si los mercados financieros están o no incorporando todos los riesgos relativos a la evolución de las políticas económicas es relevante, especialmente dada la dificultad de calibrar el impacto de los desarrollos recientes en estas materias en el precio de los activos. Si bien es cierto que hay razones por las cuales dichos indicadores pueden diferir, el hecho de que capturen distintos aspectos de la incertidumbre y fuentes de información, sugiere que deben ser leídos como complementarios y no como sustitutos. Esto, pues podrían reflejar expectativas de cierta estabilidad en los mercados financieros a corto plazo, pero una preocupación mayor por eventos que podrían ocurrir en horizontes más largos, con impactos difíciles de evaluar hoy.

^{9/} Ver Barrero *et al.* (2016) para un análisis de los efectos diferenciados sobre la economía de la incertidumbre de corto y largo plazo.

^{10/} Sobre la relación entre política monetaria y VIX ver Bekaert *et al.* (2013), Bruno y Shin (2015) y Lutz (2014).