



INCERTIDUMBRE POLÍTICA Y EMPRESA

MATÍAS BRAUN²

Qué duda cabe que este año será en Chile el de mayor incertidumbre política en los últimos treinta. Elegiremos a casi todas nuestras autoridades: presidente, alcaldes, concejales, diputados, la mitad de los senadores, gobernadores y convencionales. Es evidente que la política tiene un impacto en los resultados económicos y es algo que los fundadores de la economía moderna tenían bastante claro. Para Smith, Ricardo, Malthus y Marx, política y economía eran inseparables. Por otro lado, es también claro que la incertidumbre afecta las decisiones económicas de la gente. Es algo que nos incomoda, rehuimos y hace difícil la elección. La incertidumbre sobre política, y política económica en específico, debe ser, por lo tanto, un determinante relevante del comportamiento de los agentes económicos en general y de las firmas en particular.

Lo primero que hay que reconocer es que incertidumbre no es lo mismo que riesgo. El riesgo se refiere a situaciones de decisión en que, si bien no conozco alguna variable relevante, sé cuáles son los potenciales resultados y la probabilidad de cada uno de ellos. Es algo que se puede medir, cuantificar y, por ello, de alguna manera manejar. La incertidumbre es distinta; se relaciona con contextos en que ya sea los distintos escenarios o sus probabilidades son desconocidos; no sé qué esperar. Los cambios que provienen de la política son, en general, de esta segunda clase. ¿O alguien ha podido, por ejemplo, cuantificar razonablemente bien unos pocos tipos de constituciones que podrían salir del proceso constituyente y cuáles serían las chances de cada cual?

A pesar de la relevancia de la incertidumbre política, hace sólo muy poco tiempo es que se ha empezado a investigar este tema en forma sistemática y cuantitativa. La piedra de tope fue, claro, la propia dificultad de medir incertidumbre. Inicialmente se investigó qué pasaba en los momentos previos a cambios políticos visibles, como las elecciones. Se encontró, entre otros, que la inversión se postergaba y los mercados se volvían más volátiles. Y es que quién esté a cargo influye y mucho. En un trabajo con algunos coautores analizamos el texto de los discursos presidenciales en Chile desde sus inicios en 1832 para medir los distintos énfasis que se daba a los temas en cada año. Y lo que primero salta a la vista es que las prioridades cambian mucho. Como es esperable, los cambios están relacionados con los desarrollos económicos y políticos. Las materias políticas fueron las más prominentes en un inicio, pero van rápidamente dejando paso a las económicas y de negocios que llegan a su nivel máximo hacia los años 1920s. Estos ámbitos se mantienen balanceados hasta los inicios de los 1970s, cuando los temas sociales por primera vez se transforman en la prioridad. A partir de 1990 y hasta el periodo presidencial anterior, lo social y económico dejan muy relegados a los temas políticos. Todo esto se vino abajo en estos últimos años, cuando la política se hace central. Si medimos el grado de incertidumbre política por medio de la (in)consistencia en los énfasis de los mensajes, nos damos cuenta de que lo que vivimos en la llamada democracia de los acuerdos no es la norma sino algo muy especial (sólo en algo comparable al periodo parlamentario). Y, por tanto, no es obvio que debiésemos esperar un retorno a dicha situación.

Pero los momentos eleccionarios no traen siempre los mismos niveles de incertidumbre; hay elecciones en que el ganador está relativamente claro de antemano o que no se juega mucho y otros momentos

² Profesor titular, Dirección de Finanzas, ESE Business School, Ph.D. in Economics, Harvard University.



INCERTIDUMBRE POLÍTICA Y EMPRESA

MATÍAS BRAUN

en que las posibilidades son tremendamente variadas. También hay diferencias puesto que el actuar político está restringido por el ordenamiento jurídico y las instituciones que un país adopta en cada momento. Las Constituciones determinan gran parte de éstas. Aparte de ser un símbolo o acuerdo político, restringen el comportamiento y son más bien permanentes; estructuran los poderes del estado y limitan y definen derechos. En una palabra, reducen la incertidumbre política. Distintos regímenes constitucionales se relacionan con diferencias importantes en crecimiento, inversión y gasto de gobierno. Afectan, aunque en menor grado, también a la desigualdad y la inflación. Es por esto por lo que los meses que se nos vienen son tan importantes, en especial, por el hecho que se parte de una hoja en blanco.

Las características específicas que tenga la constitución que resulte son relevantes. Debemos fijarnos, especialmente, en las reglas electorales, la separación de poderes y los derechos básicos que ésta consagre. La evidencia tiende a favorecer esquemas con reglas mayoritarias más que proporcionales y con controles y equilibrios entre los tres poderes. Es claro que todo esto reduce la incertidumbre. Respecto al sistema de gobierno, el efecto teórico no es claro. Los regímenes parlamentarios exigen llegar a consensos y, por lo tanto, tienden a generar más estabilidad y menor incertidumbre. Por su lado, el presidencialismo fuerte tiene mayor discreción, pero también mayor accountability porque la responsabilidad ante el electorado está concentrada en una persona. Tiene también más permanencia en el tiempo. Al parecer, nuestra nueva constitución estaría yendo más bien hacia una mayor preponderancia del legislativo, reglas proporcionales y menor definición de límites entre los tres poderes. La evidencia muestra que esta estructura se relaciona con mayor gasto de gobierno e inflación.

De seguro, el tema de los derechos que consagre la constitución estará al centro de la discusión en la convención. Los derechos, en general, se dividen en los económicos (básicamente propiedad privada y posibilidad de realizar actividades económicas), los civiles y políticos (la participación en las decisiones), los sociales (educación, salud, vivienda, pensiones, etc.) y los derechos humanos. En comparación con los esquemas de otros países, nuestra constitución actual protege en mucho mayor medida los derechos económicos que los sociales. Seguramente la crisis social tuvo que ver algo con esto. Es del todo esperable que este balance se dirija hacia el otro extremo. Ahora, el tema de identificar los efectos de la consagración de distintos derechos en los resultados esperados le ha sido esquivo a la literatura. No es para nada claro que el consagrar el derecho a la educación o la salud de calidad, por ejemplo, efectivamente las mejore. Porque ni siquiera todas las veces esto se asocia a un mayor esfuerzo o gasto fiscal pues existen restricciones presupuestarias. La clave aquí es si estos derechos serán efectivamente adjudicables, es decir, que se pueda ir a las cortes y exigir su cumplimiento. Si ello sucede, será difícil mantener controlado el gasto público y la inflación.

Últimamente se ha intentado medir la incertidumbre política de maneras que consideren elementos que van más allá de lo relacionado al ciclo político establecido. El trabajo de Baker y coautores ha sido especialmente influyente. Ellos miden el nivel de incertidumbre de política económica a nivel agregado de país en base a lo que reportan los medios de prensa. En particular, en cada momento calculan la frecuencia de noticias que, al mismo tiempo, incluyen términos asociados a la tríada



INCERTIDUMBRE POLÍTICA Y EMPRESA

MATÍAS BRAUN

incertidumbre, política y economía. Esta literatura, fundamentalmente basada en evidencia para Estados Unidos y algunos otros países desarrollados ha comenzado a ser replicada para las demás economías. Por ejemplo, el Índice de Incertidumbre de Política Económica que publica CLAPES es una implementación para Chile. Dicha medición se mantuvo estable desde inicios de la década pasada hasta mediados del 2019 cuando aumenta rápidamente llegando hoy día a duplicar sus niveles previos a la crisis.

Se ha documentado una serie de resultados macroeconómicos relacionados con estos indicadores de incertidumbre. Por ejemplo, un mayor nivel se asocia a una disminución de la actividad y el empleo, y en un menor crecimiento en el crédito. El estudio a nivel microeconómico, es decir, a nivel de las decisiones de las empresas, sin embargo, recién comienza. Se ha mostrado que las firmas reducen su inversión y contratación y las fusiones y adquisiciones. Y que esto no afecta igualmente a todas las firmas. Las empresas que realizan inversiones menos reversibles, muy intensivas en capital físico, con poco uso alternativo o de muy largo plazo tienen pocas posibilidades de reaccionar y echar pie atrás si la situación política se complica. De igual manera, las compañías con menos acceso al financiamiento se ven más afectadas porque, aunque se espere que la incertidumbre se resuelva o las condiciones mejoren, no son capaces de aguantar los ciclos políticos que se extienden por varios años.

Mis coautores y yo, nos dimos a la tarea de explorar el tema desde la perspectiva de lo que comentan las corporaciones mismas en sus reportes al regulador. No basado en lo que la opinión pública o los medios piensan que es relevante sino en lo que piensan las propias firmas. Miramos, además, las diferencias a través de múltiples países. Esto para unas 7 mil empresas por más de una década.

Basar la comunicación de la empresa con sus inversionistas solamente en los estados financieros está bastante pasado de moda, aunque en nuestros países recién comencemos a darnos cuenta. Una razón para esto es que hay bastante evidencia de que los números reportados no siempre corresponden exactamente a la realidad. Existen grados de discreción en la contabilidad de varias partidas de los estados, y hay empresas que manejan cuentas por cobrar, por pagar, gastos activados y otros elementos para mejorar y suavizar los resultados que publican. Otra razón para que se haya ido complementando la comunicación es que los números no logran entregar una imagen completa de la empresa en la actualidad y, especialmente, en lo que puede pasar a futuro.

El regulador de valores norteamericano (la SEC) exige, al menos una vez al año, a las empresas que emiten acciones en ese mercado, que comenten sobre una serie de materias que afectaron y podrían afectar a la firma en el futuro. Los temas son bien amplios, incluyendo la descripción de su modelo de negocios, los mercados y productos, las políticas medioambientales y sociales y, en particular, sobre los riesgos que observan. Y pide que se haga de una forma bien definida y estandarizada. Esto mejora la comprensión de los inversionistas y su toma de decisiones y facilita el hacer responsable a la administración de lo que hace. El inversionista puede exigir sus derechos si la firma no siguió la estrategia que propuso o no identificó riesgos relevantes.



INCERTIDUMBRE POLÍTICA Y EMPRESA

MATÍAS BRAUN

Estos reportes, sumado a la tecnología de análisis textual automatizado, nos entregan una fuente riquísima que nos permite adentrarnos más en cómo piensan las empresas. Por ejemplo, entre los elementos que comienzan a captar más interés son aquellos relacionados a cómo trata la empresa los temas de medioambiente, sociales y de gobierno corporativo. Y es que la presión para que las compañías tomen en cuenta el contexto en que se desenvuelven es cada vez mayor. Vemos una variación enorme en la disposición que muestran las empresas hacia estos temas. Por ejemplo, un análisis preliminar indica que las empresas en Chile parecen estar más o menos en sintonía con las de otros países en cuanto a su preocupación por el medioambiente y el gobierno corporativo, pero que están muy retrasadas en cuanto a lo social. Me parece que esto se ha hecho evidente y, de nuevo, seguramente está relacionado con la explosión del 2019.

Con otros coautores utilizamos este tipo de análisis para medir la clase de estrategia de negocios que siguen las firmas. Exploramos por qué algunas empresas se quedan en estrategias básicas del tipo de reducción de costos, mientras que otras avanzan a modelos basados en el cambio y la innovación. Mostramos que la estrategia óptima depende de la distancia a la frontera tecnológica mundial: si se está muy lejos es muy difícil remontar la diferencia y conviene copiar y producir al mínimo costo. Si se está cerca, el retorno de empujar esa frontera y generar nuevos mercados y productos es mayor. Para los países como el nuestro, es complicado porque estamos lejos de la frontera y porque es el crecimiento de la productividad que se asocia a las estrategias de innovación y lo que está detrás del crecimiento económico de largo plazo. Tomando como dada la distancia a la frontera, el avance hacia estrategias más innovativas depende del nivel de competencia y de la capacidad de financiamiento que enfrente la firma. Si no hay competencia, no hay incentivo a moverse y si no hay financiamiento es muy difícil hacerlo. Y depende también de si existe un ecosistema que apoye la innovación, lo que incluye mano de obra capacitada, apoyo público a la inversión en investigación y desarrollo, transferencia tecnológica entre empresas y universidades, etc.

Volviendo al tema de la incertidumbre política, las firmas cada vez hablan más sobre ambos temas, política económica e incertidumbre, pero especialmente sobre ambos al mismo tiempo. La política fiscal, las regulaciones específicas al sector y los cambios en política monetaria son, en ese orden, los aspectos que más comentan las compañías. Hay ciertamente tendencias mundiales: la incertidumbre política ha aumentado bastante en los últimos años, pero el país y la industria son determinantes relevantes. Y lo importante cambia bastante en el tiempo: hoy puede ser lo regulatorio para las sanitarias y eléctricas, mañana la dirección que tomará el gasto público y cómo reaccionará la política monetaria.

Aparte de verificar los resultados encontrados para países desarrollados, en cuanto a los efectos en el empleo y la inversión, nuestro análisis muestra que la incertidumbre sobre política económica se asocia con actitudes de precaución como el mantener mayores niveles de caja y menor endeudamiento. Y que esto va más allá de las expectativas de crecimiento y rentabilidad de la firma y que no es simplemente un reflejo de la incertidumbre económica. Más aún, no es solo cuando se espera que la política empeore las cosas que el comportamiento cambia, sino que el sólo hecho de haber incertidumbre ya genera estos efectos indeseados.



INCERTIDUMBRE POLÍTICA Y EMPRESA

MATÍAS BRAUN

Por el lado positivo, también encontramos que los cambios en la incertidumbre política tienen un efecto menor sobre las empresas en países con alto nivel de incertidumbre. Esto sugiere que estas firmas se adaptan mejor y cuentan con buenos mecanismos que les permite aislar sus decisiones reales de la incertidumbre política. No sabemos exactamente cuáles son los mecanismos en este caso en particular, pero uno potencial consiste en que las empresas aprenden a cómo relacionarse con la autoridad de manera de limitar el impacto de los cambios en política económica. Tradicionalmente, los empresarios influían en la política directamente. En Chile, por ejemplo, el cruce entre parlamentarios y ministros y directores de grandes empresas siempre fue bien alto. Incluso ahora último, casi un cuarto de todos los ministros (no sólo los de Economía y Hacienda) habían sido o serían también directores de empresas listadas en la Bolsa. Y luego está el financiamiento, claro. Estas dos formas han sido limitadas fuertemente en los últimos años. Con esto, el equilibrio tradicional entre la empresa y la política se vio perturbado y todavía estamos explorando la forma en que esta relación puede darse en el futuro.

No hay que dormirse en los laureles. Los empresarios en otros países tienen bastante más experiencia en cómo lidiar con el tema político, porque han enfrentado esta incertidumbre desde siempre. Y eso conlleva una fuente de ventaja competitiva. En este sentido, es preocupante que varias importantes empresas chilenas en sectores regulados (afps, isapres, eléctricas, etc.) hayan pasado a manos extranjeras en los últimos años.

Como vimos, el nuevo orden político que viene tendrá probablemente un mayor rol del estado en lo económico. Las empresas se verán enfrentadas a una mayor incertidumbre de política económica. Tuvimos tres décadas de tranquilidad, pero eso no es lo habitual. Nuestras empresas deben aprender cómo relacionarse con el poder político, no como competidores sino como socios. Y es que el desarrollo, ahora más que nunca, exige cambios en los modelos de negocio hacia una mayor sintonía con los desarrollos tecnológicos y la innovación. Lo que requiere generar un ecosistema en que privados y estado tienen un rol importante, y en que la empresa se conecta mejor con el contexto en que opera. Esto merece nuestros mejores esfuerzos para que el nuevo equilibrio garantice estabilidad política y crecimiento económico.