

## LO QUE NO DICEN LOS PRECIOS EN TIEMPOS DE INCERTIDUMBRE

Durante el último año, los escenarios de inversión se han modificado significativamente, acorde con un entorno internacional y local lleno de desafíos y crecientes tensiones y a una economía global que lucha por estabilizarse. En esta realidad, las expectativas económicas internalizadas por el mercado pueden presentar algo que pocos esperan.

Por Ramiro Torres, CFA. | Jefe de Renta Fija y Asset Allocation Principal Chile

El camino recorrido en lo que llevamos del 2022 ha estado lleno de sorpresas. Inicialmente, la principal preocupación económica a nivel global era enfrentar el difícil camino de retirar las excepcionales e históricas medidas de apoyo entregadas para hacer frente a la pandemia, sin que esto gatillara un deterioro en la actividad, y que echara abajo la recuperación económica lograda gracias a, en parte, las mismas medidas. Las políticas implementadas alrededor del mundo permitieron alcanzar niveles de actividad por sobre la tendencia de largo plazo y compensar, en distintos grados, el deterioro producido durante los últimos dos años. Pero las consecuencias de estas medidas eran inevitables y se empezaron a reflejar en una retórica dominante, internalizándose una creciente inflación, que requeriría que las condiciones de liquidez fuesen restringidas más allá de lo considerado neutral para evitar que el alza de precios se saliera de control. Éste ya era un escenario desafiante...y era lo que se hablaba en enero.

Si bien existían banderas de alerta que hoy identificaríamos de forma inequívoca, en su momento indicaban cambios tan radicales en el escenario que, en su mayoría, eran ponderados con baja probabilidad, a pesar de su posible impacto.

Y es que en general se asumía que China dejaría atrás las medidas más estrictas para controlar la pandemia, especialmente considerando que enfrentábamos un escenario económico global agotado, junto con un virus que se mostraba más contagioso y menos letal, lo que en otros países mermaba la eficacia de las

restricciones de movilidad y aislamiento como principal herramienta de control de la pandemia. Además, las cadenas logísticas no estaban aún del todo recuperadas tras las fuertes disrupciones que sufrieron a nivel global, y con la inflación elevada en el mundo era al menos desafiante incorporar alguna respuesta más drástica por parte de las autoridades. Se requirió finalmente de un nuevo y extenso periodo de fuertes restricciones en distintas localidades para primero contener el virus -con nuevas disrupciones en las cadenas de suministros y el consiguiente impacto en la actividad económica y, particularmente, inflación que esto tendría para el mundo-, y luego reevaluar las políticas futuras, lo que aún no es seguro de todas formas.

Por otro lado, quizás con mayor anticipación podríamos haber previsto la invasión de Rusia a Ucrania, considerando no sólo la gran acumulación de tropas rusas en las fronteras o la invasión y anexión de Crimea del 2014, sino que también la advertencia explícita al respecto de Estados Unidos y otros países y organismos. Pero no predominó en general la retórica que incorporaba una nueva guerra en Europa, a pesar de las señales, y en cambio lo hizo la del status quo, donde esto era sólo un intento de desviar la atención de otros problemas, y poco más. Tampoco era un supuesto descabellado. Hoy, sin embargo, estamos viviendo las consecuencias de la guerra, con escasez de ciertos productos agrícolas claves y altos precios del petróleo, todo redundando nuevamente en mayores presiones inflacionarias. **No estamos viviendo las**

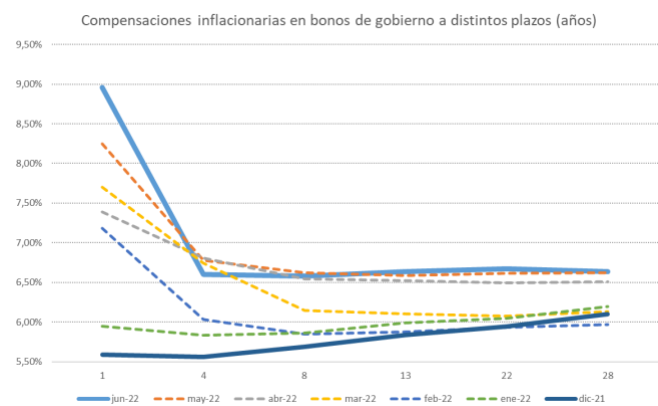
**consecuencias de ningún otro escenario más moderado.**

¿Cómo era posible internalizar correctamente los efectos disruptivos de eventos como estos, en periodos de alta incertidumbre y cuando han terminado siendo más intensos de lo inicialmente proyectado? Probablemente no se podía. Al menos no todo el mundo podía. Y se ha hecho de a poco.

Esto parece ser cierto, tanto en mercados internacionales, como también a nivel local: **cuando miramos las proyecciones económicas internalizadas en distintos instrumentos financieros a lo largo del año, encontramos que el ajuste es continuo y paulatino.** En los precios en general vemos el promedio de las expectativas de los participantes del mercado, que puede ser un camino que nadie transite realmente (difícil imaginar que alguien apueste por un escenario intermedio de guerra, por ejemplo). Puede terminar siendo un escenario central que pocos realmente esperaban, poco representativo, pero finalmente pareciera ser el que vemos reflejado en los precios de mercado.

Viendo las compensaciones inflacionarias a distintos plazos podemos ver como este ajuste paulatino se ha visto en los precios de mercado:

Gráfico 1: Compensaciones inflacionarias con ajuste continuo

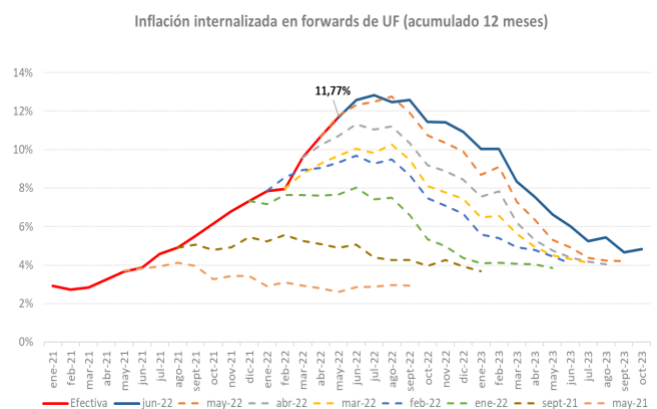


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Riskamerica.

Mientras se conocen nuevos datos de inflación y noticias que afectan a los supuestos de mercado predominantes, continuamente se internalizan alzas en la inflación promedio hacia adelante, pero en general de forma acotada, no incluyendo escenarios extremos.

Si miramos, por ejemplo, las expectativas de inflación implícitas en los contratos forward en UF, podemos evidenciar este fenómeno, donde se ha internalizado en este ciclo inflacionario un nuevo *peak* en el ritmo de alza de precios cada mes, y cada mes se va corrigiendo al alza:

Gráfico 2: Ajuste en proyecciones implícitas de inflación



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Riskamerica.

Esto también se ha observado en ciclos inflacionarios anteriores y en ciclos a la baja en las presiones inflacionarias. Con distintos matices, dado que el comportamiento de los precios cambia en tendencias al alza y a la baja, y también porque el contexto general es otro, pero la situación recurrentemente se repite tanto en la inflación como en otras variables: **vemos un promedio sobrerrepresentando un escenario central que pocos esperan, pero que es el promedio de escenarios más extremos.**

Y mientras más incertidumbre exista respecto a los escenarios futuros, probablemente mayor es esta sobrerrepresentación, dado que el sesgo de los analistas nos lleva a proyectar una eventual normalización de las distintas variables relevantes en un plazo razonable, y según algún patrón visto en algún periodo similar o buscando alguna lógica razonable al menos (la frase “en el horizonte de proyección” se lee



bastante). Esto puede hacer algo más entendible por qué los escenarios de distintos orígenes pueden terminar siendo tan similares: **ante la incertidumbre, hay una tendencia a la reversión a la media**. Claro, esto es una interpretación posible desde lo observado en los datos de mercado, y requeriría ser testado formalmente para poder asegurarlo de forma más general. Pero hace sentido pensar que es más complejo y propenso a errores incorporar escenarios más extremos, y que podemos terminar viendo valores esperados no observables en la realidad.

De todas formas, éste fenómeno no es algo necesariamente malo ni un error: en cada momento del tiempo lo que se puede proyectar con la información disponible siempre va a estar en desventaja frente a una posición futura que conoce el desenlace hasta de las interrogantes más complejas. Puede parecer subóptimo hoy, pero en retrospectiva y en laboratorio, todo análisis puede ser más exacto. Lo mejor que podemos hacer es **ser lo suficientemente flexibles para lograr adaptar nuestro escenario de inversión acorde con el paso del tiempo, y aprender de cada ciclo para que la próxima vez que nos preguntemos si algo puede pasar o no, logremos ver esas esquivas banderas de alerta más claramente**. Mientras antes se logra identificar señales inequívocas de un cambio de escenario, antes se logra adaptar una estrategia de inversión y moderar las exposiciones a riesgos que se van materializando.

Con todo, vale resaltar lo importante que es no comprometerse con una narrativa, sino más bien ser capaz de cuestionarla constantemente para identificar si aún sostiene las relaciones riesgo/retorno en base a la cual fue construida. La administración del riesgo en este sentido es clave al construir escenarios de inversión. Pero también es importante tener una narrativa y no el resultado promedio de diversos escenarios plausibles como única retórica, o si no nunca sabremos si el camino que queremos tomar es transitable o si es un error del mapa.