

Trabajo Final de Graduación

Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2017

Alumno: PETRIELLA, Nicolás Damián Francisco

¿LOS PROCESOS ELECTORALES IMPACTAN EN LOS MERCADOS
FINANCIEROS?

EVIDENCIA LATINOAMERICANA

Abstract

El objetivo del presente trabajo es identificar relaciones significantes entre los procesos de elecciones presidenciales y el comportamiento de los principales mercados de Latinoamérica durante los últimos 15 años. Los países elegidos para el estudio fueron los siguientes: Argentina, Brasil, Chile, México y Perú. Se utilizaron otras variables explicativas como el tipo de cambio, el riesgo país, la tasa de referencia de la política monetaria y un ETF que replica el desempeño de la región. Los resultados muestran que sólo en uno de los países analizados el factor electoral resultó significativo. Por otro lado, la variación del tipo de cambio y la performance de la región fueron las variables comúnmente halladas como significativas en gran parte de los países estudiados.

Contenido

Abstract.....	2
Introducción.....	5
Capítulo 1: Revisión de la Literatura.....	10
Impacto de decisiones electorales en la Economía.....	14
Partidos políticos y las bolsas de EEUU.....	15
Elecciones y Mercados Europeos.....	18
Elecciones y Mercados Latinoamericanos.....	20
Elecciones y Otros Mercados.....	23
Elecciones y Comportamiento.....	26
Otros factores importantes.....	27
Inflación.....	31
Capítulo 2: Procesos Electorales.....	37
Comportamiento Electoral.....	37
El rol de las elecciones en sistemas democráticos.....	39
Pronósticos electorales.....	39
Ciclo Político Económico.....	40
Comportamiento del votante.....	42
Modelos de Ciclo Político Económico.....	42
El ciclo Político y el tipo de cambio.....	44
Orientaciones ideológicas. Izquierda y Derecha.....	46
Palabras finales del capítulo.....	48
Capítulo 3: Contexto Electoral.....	52
Argentina.....	52
Brasil.....	53

Chile.....	54
México.....	54
Perú.....	55
Capítulo 4: Metodología.....	56
Capítulo 5: Resultados.....	60
Argentina.....	60
Brasil.....	61
Chile.....	62
México.....	62
Perú.....	63
Capítulo 6: Análisis de los Resultados.....	65
Conclusión.....	88
Referencias Bibliográficas.....	90

Introducción

Uno de los principales objetivos de la economía financiera es comprender el vínculo entre los precios de los activos y las diversas fuentes de riesgo. Si bien se ha dedicado considerable atención al papel de las variables macroeconómicas y al impacto de las correlaciones entre los diferentes riesgos, la influencia de factores políticos requiere una investigación más profunda.

Algunos estudios afirman que la volatilidad de los índices bursátiles se ven profundamente afectados por los cambios en el Gobierno de un país.

Los políticos a menudo se preocupan por el desempeño de los mercados de valores y las economías de los países y regiones sobre los que presiden. Las formas de manejar la economía durante los tiempos de las elecciones suelen ser debatidas sin cesar por los candidatos. Debido a que las preocupaciones económicas influyen fuertemente en las agendas de los políticos, se podría esperar que los inversores tomen en cuenta las acciones de los funcionarios al elegir dónde invertir.

Con una economía cada vez más global, los inversores están constantemente buscando formas de diversificar sus carteras y aumentar sus ganancias. Una forma de diversificar una cartera es a través de la diversificación geográfica. Esto implica invertir en diferentes regiones para proteger la cartera contra ciertos riesgos. A medida que los inversionistas consideran la compra de acciones y otros instrumentos de inversión de otros países, se hace importante para ellos entender cómo los diferentes eventos afectan a los mercados de valores. Ser capaz de anticipar el efecto de ciertos eventos que se producen puede hacer la diferencia entre ganar o perder dinero.

De todos modos, no todos los inversores son sofisticados ni pueden diversificarse internacionalmente, quedando de esta manera totalmente expuestos al riesgo político local. En estos casos, la incertidumbre en torno al resultado tiene implicaciones directas sobre los activos de estos inversores. Estudios anteriores afirman que *“los inversores particulares no*

*están siempre diversificados internacionalmente, y muestran un significativo “home bias”. Como estos disponen de activos nacionales, no se podrán cubrir del riesgo político específico de su país, por lo que los procesos electorales tendrán implicaciones directas en sus carteras”.*¹

Una elección política es un evento que podría llegar a ser importante para los inversionistas. Con una fuerte conexión entre la política y el desempeño de la economía, una elección podría ser un punto de inflexión que cambie las perspectivas de los inversores sobre los índices bursátiles. Tener ciertas administraciones en el poder puede ser favorable para los inversionistas en comparación con otros partidos políticos. Si este es el caso, una elección podría ser un punto donde la gente empiece a sacar su dinero de los mercados de renta variable en estos países o aumentar sus inversiones en estos países. Dado el impacto significativo que puede tener una elección, surge la pregunta de cómo este evento podría afectar los índices bursátiles del país respectivo.

La presencia de eventos políticos, según Muñoz (2006), tiene efectos en variables de política económica como las tasas de interés y en las variables macroeconómicas fundamentales. Muñoz ha realizado una investigación de recopilación de los principales aportes de la literatura respecto a los ciclos político-económicos, donde apunta que el aspecto central del campo mencionado gira alrededor de los conflictos de intereses dentro de los procesos electorales. Los mencionados conflictos, dan lugar a manipulaciones de la política económica y resultan en fluctuaciones macroeconómicas. Estas manipulaciones, en algunos casos, derivan en el intento de los gobernantes por mejorar sus oportunidades de reelección (ciclos político-económicos oportunistas) y otras situaciones en las que las fluctuaciones económicas son consecuencia de las diferencias ideológicas por parte de los partidos aspirantes al gobierno sobre como conducir la política económica (ciclo político-económico partidista). Ambos casos fueron investigados a través de dos tipos de modelos conocidos como modelos de primera generación y segunda generación.

¹ Trabajos realizados por French y Poterba, 1991; Baxter y Jermann, 1997.

Dentro del modelo de primera generación, Hibbs (1977) plantea uno en uno en el que los partidos políticos que persiguen la victoria en las elecciones tienen preferencias de políticas macroeconómicas distintas entre ellos, acorde a las bases políticas que representan. De este modo, el modelo plantea que los cambios de gobierno causarán mayores fluctuaciones en las variables macroeconómicas como consecuencia de los cambios relevantes en la orientación de la política económica que se darían al traspaso del poder de un partido político a otro. A pesar de ello, Muñoz apunta que esta primera generación de trabajos presenta tres problemas conceptuales: se asume que el poder ejecutivo posee pleno control de la política monetaria, que la política fiscal no juega un rol importante en la estimulación económica y, principalmente, asumen un comportamiento irracional de los agentes económicos.

Como el modelo de primera generación se encuentra limitado conceptualmente, llevaron al surgimiento de una segunda generación de modelos, los cuales mejoraron los fundamentos macroeconómicos de los primeros e incorporaron expectativas. Así, llegaron a convertirse en la corriente principal en el estudio de las fluctuaciones macroeconómicas relacionadas a la dinámica electoral. El elemento fundamental de este modelo es el hecho de que los votantes mantienen la incertidumbre sobre qué partido ganará las elecciones presidenciales.¹

De este modo, las expectativas de los agentes económicos sobre qué partido resultará ganador en las elecciones condiciona el desempeño del mercado financiero en los meses preelectorales. Por lo cual, la relación existente entre el mercado de valores y las expectativas políticas resulta de sumo interés para su análisis. Estudios recientes², realizados para países desarrollados con mercados financieros eficientes, sugieren que las empresas se desempeñan mejor bajo gobiernos de derecha que con políticas de izquierda. Si los inversores anticipan este efecto, entonces los cambios de las expectativas sobre los resultados de las elecciones producirán distintos desempeños en el mercado bursátil reflejando en el comportamiento de los precios en un periodo preelectoral.

¹ Trabajo realizado por Muñoz 2006.

² Trabajos realizados por Leblang y Mukherjee (2005) y Füss y Bechtel (2006).

Desde hace décadas se reconoce que, en investigaciones realizadas en economías en desarrollo, las máximas autoridades económicas de un gobierno tienden a dejar su cargo después de una devaluación.¹ Visto de este modo, no parece extraño que las devaluaciones sean uno de los fenómenos económicos que más aversión causa a los gobiernos.

Esto debido a que se las asocia negativamente a problemas sociales, económicos e incluso políticos. Al señalar la incompetencia del gobierno o al romper promesas previas de estabilidad cambiaria, la devaluación deteriora la confianza de la sociedad en las autoridades derivando en la reducción del apoyo del electorado.² Asimismo, algunas de sus consecuencias, como la contracción del PBI, la reducción de ingresos en moneda extranjera o la transferencia regresiva de recursos, pueden generar conflictos políticos y producir un grave descontento social también expresado con el voto como herramienta.

La dimensión de estas implicancias crea incentivos para que el gobierno de turno intente elegir el momento de devaluar su moneda. Si los Gobernantes se enfocan principalmente por mantener su continuidad en el poder, entonces deberán evitar a toda costa devaluaciones en el período preelectoral, posponiéndolas hasta que las elecciones hayan pasado. Detrás de este intuitivo esquema electoral, estudiado entre otros por Stein y Streb (2004) y Stein, Streb y Ghezzi (2005), se encuentra el deseo del gobierno en no pagar el costo de imagen política y evitar la pérdida de votos antes de las elecciones, para realizar la devaluación con un capital político mayor en el período post-electoral o, si los resultados fueran adversos, que el costo lo pague el nuevo gobierno.

Los estudios realizados, como veremos más adelante, se centran principalmente en países Europeos y en el mercado norteamericano con algunas excepciones asiáticas. Por este motivo, resulta de sumo interés realizar un estudio sobre la dinámica electoral y bursátil en países latinoamericanos.

¹ Cooper (1971) y Frankel (2005).

² Frankel (2005).

Para el análisis del presente trabajo, se han tenido en cuenta 5 países de América Latina: Argentina, Brasil, Chile, México y Perú, utilizando de referencia sus principales índices bursátiles: Merval, Bovespa, IPGA, IPC MEX y IGBVL respectivamente.

Ahora bien, cuando un país se encuentra próximo a un período de elecciones presidenciales, ¿realmente afecta de alguna manera al mercado?

Con el presente trabajo, se espera encontrar evidencia significativa que atravesar por un proceso electoral genera impacto en el mercado bursátil de los países mencionados.

Capítulo 1

Revisión de la Literatura

Existe gran cantidad de investigaciones y trabajos académicos enfocados a la relación que une los mercados y los ciclos políticos. Dependiendo de la metodología empleada, los datos disponibles, el lapso temporal y el mercado elegido, se han llegado a distintas conclusiones e incluso hasta contradictorias.

La idea de que el mercado de capitales tenga una mejor performance bajo un gobierno de derecha ha encontrado sustento en estudios de la década de 1970. Entre ellos, Niederhoffer, Gibbs y Bullock (1970), Reilly y Drzycimski (1976) y Riley y Luksetich (1980) analizaron el impacto en el mercado de valores luego del resultado de las elecciones en Estados Unidos. En estos casos encontraron que, en el corto plazo luego de las elecciones, el cambio de precios de las acciones fue positivo y con grandes incrementos como consecuencia de las victorias republicanas.

La política del país puede ejercer una influencia significativa en su distribución de ingresos y por ende, en su horizonte económico. En los países democráticos, los electores eligen partidos que mejor representan sus ideales e intereses personales. Según la teoría partidista esbozada por Hibbs (1977), los gobiernos de orientación izquierda tienden a priorizar la reducción del desempleo, mientras que los gobiernos de derecha atribuyen mayores costos sociales a la inflación.

Otra teoría influyente, presentada por Nordhaus (1975) postula que, independientemente de su orientación política, el gobierno de turno seguirá políticas que maximicen sus posibilidades de reelección y permanencia. Como consecuencia de ello, van a realizar acciones para sintonizar el ciclo económico a la fecha de las elecciones y de esta manera realizar políticas económicas de corto plazo. La economía será estimulada por políticas expansionistas insostenibles antes de las elecciones, y las duras acciones encaminadas a frenar la inflación resultante tendrán que seguir al comienzo del nuevo

mandato. Sin embargo, es destacable que cualquier ciclo inducido por la política en la actividad real será efímero si los agentes económicos y los votantes tienen expectativas racionales (Alesina, 1987; Rogoff, 1990).

En 1986, Cowart y Yantex realizaron una serie de 26 observaciones de frecuencia semanal para cada periodo electoral desde 1935 a 1981, encontrando que los precios de las acciones tienden al alza varias semanas antes de que las elecciones se lleven a cabo. Encontraron también una relación inversa entre el volumen de transacciones y los precios según el partido político ganador. Si los Republicanos resultaban victoriosos, los precios de las acciones se incrementaban y el volumen operado caía. En cambio, si los candidatos Demócratas eran los elegidos, sucedía lo contrario.

En el estudio de Santa-Clara y Valkanov (2003) se encontró que, para el lapso 1927-1998, el exceso de retorno promedio del índice Center for Research in Security Prices (CRSP) sobre la tasa de las Notas del Tesoro a 3 meses era menor bajo administración Republicana. Se concluyó, que era consecuencia de la diferencia entre los retornos inesperados por los inversionistas (debido a las sorpresas en las políticas económicas). De todos modos, al analizar si se observaba un mayor riesgo bajo gobiernos demócratas, encontraron que la volatilidad del mercado era mayor bajo gobiernos republicanos.

Continuando, Leblang y Mukherjee (2005) realizaron un análisis, para Estados Unidos e Inglaterra, sobre cómo las expectativas de los traders acerca del partido político que podría resultar elegido afectaba el promedio y la volatilidad del precio de las acciones, mediante la construcción de un modelo basado en el trading especulativo. Los resultados de este análisis fueron, en primer lugar, que las expectativas racionales de una mayor inflación bajo gobiernos de izquierda disminuía el volumen de transacciones de las acciones. En segundo lugar, se observó que ante un aumento de la incertidumbre sobre qué partido podría ser elegido, se daba un incremento en la volatilidad de los precios de las acciones.

Respecto a esto último, Füss y Bechtel (2006) realizaron un análisis del efecto de las expectativas electorales sobre el desempeño de pequeñas empresas para la elección alemana

del 2002. Los resultados hallados fueron que el rendimiento de las pequeñas empresas era positivo en relación a la probabilidad de que una coalición de derecha gane las elecciones. Observándose exactamente el caso contrario si la orientación izquierda resultaba elegida. Esta idea presentada, es que asumiendo la hipótesis de mercado de capitales semi-fuerte de Fama (1970) y que los partidos de derecha proveen políticas económicas que benefician más a las empresas que los partidos de izquierda, se puede ver cómo los inversores valoran la diferente toma de poder de las distintas orientaciones políticas.

Peel y Pope (1983) y Gemmill (1992) examinaron los comportamientos de las acciones durante las elecciones gubernamentales y/o legislativas en varios países desarrollados y encuentran cierta ineficiencia en el precio de las acciones en el momento de la elección. Sostienen que los cambios en la administración gubernamental tienden a afectar las políticas financieras, lo que afecta significativamente los precios de las acciones. Por otro lado, Cutler, Poterba y Summers (1989) estudiaron el impacto de varios eventos políticos sobre los precios de las acciones, pero no encontraron evidencia significativa de eventos no económicos en el desempeño de los mercados bursátiles estadounidenses.

En otro estudio, Worthington (2006) realizó un análisis para Australia tomando el período 1901-2005. Este autor encontró que la comparación de los retornos promedios ofrecía cierta evidencia de que los retornos, los excesos de retornos sobre la inflación y los excesos de retornos sobre las tasas de interés dependían del partido político al poder. También evidenciaba que estos retornos eran más altos bajo administración de derecha y, además, su distribución se acerca más a una distribución normal en comparación con la distribución de retornos bajo gobiernos de izquierda. Estas diferencias surgirían a partir de las distintas políticas económicas y sociales, de la incertidumbre por parte de los inversionistas sobre estas políticas y/o de la incertidumbre sobre los resultados de las elecciones futuras.

Por su parte, Bialkowski, Gottschalk y Wisniewski (2006) analizaron 134 elecciones de 27 países distintos, comprobando empíricamente que, a pesar de predecir con precisión los resultados de las elecciones, los inversores continúan sorprendidos por la distribución final de los votos. Los precios de las acciones reaccionan fuertemente en respuesta, y se

observan niveles de volatilidad temporalmente elevados. Los participantes del mercado tienden a reaccionar de una forma más volátil durante las elecciones más disputadas, cuando el resultado de la elección provoca un cambio de orientación política y cuando el gobierno elegido no asegura mayoría parlamentaria. En estos casos, los inversores perciben mayor incertidumbre.

Por otro lado, si los inversores tradicionales no están completamente diversificados a nivel internacional, y ocasionalmente puede percibir que todo su capital invertido se encuentra en un país próximo a elecciones. En este esquema, es crucial investigar si dichos inversores están debidamente compensados por el riesgo político asociado a las elecciones. Resulta que la prima ofrecida para el riesgo de la elección es bastante modesta y aceptable sólo para los inversores con un grado relativamente bajo de aversión al riesgo. El resto de inversores obtendrán una mayor utilidad esperada mediante la diversificación de su cartera a nivel internacional. Además, esta investigación muestra que las elecciones nacionales pueden ser consideradas como eventos importantes por parte de los participantes en los mercados de opciones. En el calor de los cambios políticos, las opciones tienden a negociarse con volatilidades implícitas más altas.

La publicación de Bialkowski, Gottschalk y Wisniewski aporta también, que la mayor parte de los estudios empíricos sobre estos temas se centran exclusivamente en los datos de los Estados Unidos. Como las elecciones son eventos esencialmente raros, el enfoque de un solo país conduce sesgar la investigación por ser una pequeña muestra, evidenciando problemas estadísticos específicos. Es por ello que los autores, para superar este obstáculo, compilan datos de 27 naciones industrializadas.

Liu (2007) analizó, para los años 1996 a 2005, el comportamiento del mercado de valores alrededor de periodos electorales para el caso de Taiwán, Singapur, Filipinas, Corea del Sur e Indonesia. Debido a las características políticas y civiles de estos países, el autor los agrupó en dos grupos denominados: “países con menos libertad” Y “países con mayor libertad”. Los resultados que se obtenían en los mercados de valores generaban retornos atípicamente positivos quince días antes y después de las elecciones. La magnitud de los

retornos era mayor cuando, en los países con menos libertad, el candidato que estaba en el poder perdía las elecciones. Los resultados muestran que a largo del período muestral, los retornos promedios más bajos se dieron en los dos años previos al año electoral y que los retornos promedios más altos se dieron en dos años posteriores a la elección.

Pastor y Veronesi (2010) encuentran que los retornos de las acciones ante anuncios en cambios políticos son, en promedio, siempre negativos. Especialmente cuando se encuentra presencia de incertidumbre (es decir cuando las encuestas de preferencias electorales no tienen un claro favorito), esto contribuye aumento de la volatilidad y aumento de prima de riesgo.

Impacto de decisiones electorales en la Economía

Desde otra perspectiva, LuDuc y Pammett (2013), expusieron que existe una relación entre el desempeño económico y el resultado de las elecciones. En su investigación, analizaron las elecciones que tuvieron lugar entre 2008 y 2011 durante la crisis financiera más reciente. En la misma encontraron pruebas sustanciales de que los votantes castigan a los partidos gobernantes durante un período de turbulencia económica. En los 24 países que celebraron elecciones nacionales durante el período de tiempo examinado, 20 de los partidos gobernantes perdieron apoyo. Por otro lado, el nivel medio de disminución de su participación en el voto en todos los casos fue de -8,1%. Dieciséis de estas 27 elecciones vieron al gobierno perder la continuidad y caer en la derrota.

Sengoz y Uyar (2014) en su estudio intentan comprobar si la evolución de los mercados bursátiles explica la fortuna electoral de los candidatos, analizando en total 42 elecciones de 4 diferentes países: Estados Unidos (presidencial), el Reino Unido (parlamentario-mayoritario), los Países Bajos (Representación parlamentaria-proporcional) y Alemania (mixta parlamentaria). Los resultados de la investigación fueron que volatilidad del mercado de valores no hace una contribución estadística significativa al destino final de la elección.

Partidos políticos y las bolsas de los Estados Unidos

Roberts (1990) encuentra que el desempeño de los precios de las acciones de escasos sectores fueron afectados positivamente por un aumento en la probabilidad de que Ronald Reagan ganara las elecciones presidenciales de 1980, mientras que el mercado general permaneció prácticamente inalterado. Herron (1999) documenta una influencia significativa en 15 de 74 sectores económicos como consecuencia de un cambio en las probabilidades de victoria de los candidatos durante el período de campaña de las elecciones presidenciales de 1992.

En un estudio realizado por Jeremy Siegel en su libro *Stocks for the Long Run* (1994), encuentra que en el corto plazo los inversores prefieren las administraciones republicanas. Para evaluar el desempeño del mercado, examinó el índice DJIA. Al mirar los datos a corto plazo, encontró que el DJIA cayó un promedio de 0.75% el día después de que un presidente demócrata fuera elegido. Durante el mismo período, el DJIA promedió un aumento promedio de 0.81% después de la elección de un presidente republicano. Estas reacciones confirman la inclinación de que las administraciones republicanas son mejores para los mercados bursátiles.

Sin embargo, la realidad indica que muchos estudios han encontrado que en el largo plazo, los presidentes demócratas proporcionaron mejores rendimientos del mercado. Siegel descubrió que desde 1948, cuando se ajustaba por inflación, el rendimiento real de las administraciones republicanas era del 6,11% anual. En el caso de los demócratas, los retornos reales eran mucho más altos en 11.25% por año. Si bien este dato estaba limitado al DJIA que sólo tiene en cuenta 30 acciones, otro estudio realizado por James R. Booth (1998) examinó un índice más amplio, el S&P500.

El S&P500 es visto generalmente como el índice que representa mejor cómo la economía de los Estados Unidos. Booth encuentra diferencias realmente pequeñas entre los rendimientos anuales del mercado entre las administraciones republicanas y demócratas. En su investigación muestra que a partir de 1945 a 1997, el rendimiento anual promedio para las administraciones republicanas es 13.1%, mientras que para las administraciones

democráticas es 15.3%. Aunque todavía muestra que las administraciones demócratas tuvieron retornos ligeramente superiores, las diferencias no fueron estadísticamente significativas.

En otro estudio realizado para Estados Unidos, Chien, Mayer y Wang (2014) examinan las relaciones entre el retorno del mercado después de cada día de la elección y el desempeño económico durante el período presidencial, utilizando datos bursátiles e indicadores económicos entre 1900 y 2008, abarcando 27 administraciones presidenciales incluyendo 15 republicanos y 12 demócratas. Utilizando el marco teórico de la economía política, los autores examinan cómo la reacción de Wall Street a una elección presidencial actúa como una medida predictiva del desempeño económico futuro. El análisis demuestra que el movimiento de mercado después de las elecciones ha sido cada vez más preciso en la predicción del crecimiento futuro del Producto Interno Bruto (PIB), pero no de las tasas de desempleo futuras. Dado que los resultados muestran una mayor correlación con el tiempo, el modelo parece proporcionar un buen punto de partida para juzgar el potencial económico de las futuras administraciones presidenciales.

Goodell y Vähämaa (2013) demostraron que el proceso de las elecciones presidenciales crea incertidumbre en el mercado a medida que los inversores desarrollan expectativas respecto a los potenciales ganadores y la futura política macroeconómica. Goodell y Bodey (2012) determinaron que a medida que el probable ganador de la elección se vuelve más claro, la volatilidad disminuye y los mercados reaccionan de forma positiva con las disminuciones en los ratios P/E.

Si bien la mayor parte de los estudios analizan las diferencias generales entre los retornos promedio anual de los dos principales partidos políticos estadounidenses, otros estudios se han centrado en los años dentro de una Presidencia. Se ha demostrado que los mercados de valores tienden a pasar por un ciclo electoral de cuatro años. Roger Huang (1985) presentó una investigación que analizó el ciclo electoral para mercados de gran capitalización. En su estudio, encontró que para las administraciones republicanas y demócratas, hay un patrón básico que muestra mayores retornos en el tercer y cuarto año de

un mandato. Otro estudio de Chris R. Hensel y William T. Ziemba (1995) confirmó estos resultados y también los amplió para mostrar que el mismo ciclo se puede aplicar en los sectores de pequeña capitalización. Los retornos durante el tercer y cuarto año de mandato de una Presidencia son consistentemente significativamente más altos, comparados con los primeros dos años al frente del país.

Oehler, Walker y Wendt (2012), analizaron las elecciones de Estados Unidos para el periodo comprendido entre 1976 y 2008. Concluyeron que independientemente de su afiliación política, los periodos electorales han provocado retornos anormales en el mercado. Sin embargo, estos efectos son particularmente pronunciados cuando se examinan los meses posteriores a las elecciones. Luego proponen dos posibles interpretaciones: el mercado sigue siendo incierto (y no se ajusta) hasta que las prioridades políticas del presidente sean claras; el mercado lucha por conciliar los efectos de los cambios políticos. Esto nos deja con una visión bastante ambigua de la eficiencia del mercado con respecto a los efectos políticos.

Algunos estudios han proporcionado nuevas pruebas empíricas que han impulsado el interés en este tipo de literatura financiera. En este caso el estudio de Pantzalis (2000), examina el comportamiento del mercado de valores en torno a las elecciones a escala internacional -33 países- y observa que los rendimientos de los índices son generalmente positivos y significativos en las dos semanas previas a las elecciones. Encuentra que la volatilidad del retorno aumenta en la misma medida que crece el grado de incertidumbre.

Tanto Schmitz (1997) y Wong y McAleer (2009) muestran que los precios de las acciones estadounidenses caen durante la primera mitad de una presidencia, alcanzando un mínimo en el segundo año, se elevan durante la segunda mitad, mostrando un pico máximo en el tercer o cuarto año. Además, Allivine y O'Neill (1980) y Huang (1985) muestran que el mercado de valores estadounidense tiende a tener una mejor performance en la segunda mitad del mandato presidencial. Resultados similares fueron obtenidos en el mercado de valores canadiense para el periodo de 1951 a 2006 (Chrétien y Coggins, 2009).

Elecciones y Mercados Europeos

Un estudio del 2004 llevado adelante por Döpke y Pierdzioch, brinda un análisis trimestral para el caso alemán entre los años 1960 al 2002. Estos autores no encontraron evidencia de que los retornos en el mercado de valores tiendan a ser más altos durante los gobiernos liberales en comparación con los conservadores, contradiciendo lo encontrado por los análisis previos en el mercado estadounidense.

Al mirar los retornos del mercado, hay muchos aspectos diferentes a considerar. Todos los estudios previos se realizan sobre índices generales que mostraban cómo estaba traccionando la economía en general. Otro aspecto a considerar son los diferentes sectores y ver cómo la política puede afectar a la economía de manera más específica. Bechtel (2010) proporcionó más investigación en profundidad sobre cómo los gobiernos pueden afectar a sectores individuales de la economía de manera diferente mientras están en el cargo. En este análisis, la aplicación se centró en cómo actúan los sectores individuales en los diferentes partidos políticos. Los resultados mostraron que hubo retornos estadísticamente diferentes bajo diferentes sectores dependiendo de las ideologías del partido en el poder. En particular, los sectores de defensa, energías alternativas, farmacéutica y consumo se vieron influidos por la probabilidad de que las distintas orientaciones políticas ganaran las próximas elecciones.

Un estudio realizado por Asal (2011) analiza el impacto del euro en los retornos sectoriales y el riesgo de la cartera. Los resultados de este estudio muestran que la volatilidad en los índices sectoriales ha aumentado desde la introducción del euro. El estudio también mostró que a un inversor le conviene diversificarse en todos los sectores de la economía en lugar de en todos los países. Según lo concluido en esta investigación, la diversificación en sectores crea una cartera más eficiente que cuando los inversores se diversifican en los países.

Un tópico importante analizado en algunas investigaciones, es el impacto de la introducción del euro en los mercados de renta variable. Cappiello, L., Kadareja, A., y Manganelli, S. (2010) analizaron el euro y sus efectos en los mercados bursátiles desde su implementación en 1999. Notaron un aumento en el movimiento conjunto entre mercados de valores europeos desde la introducción del euro. También analizaron los sectores que fueron

los impulsores del aumento de la movilidad conjunta. Su investigación demostró que los servicios financieros, industriales y de consumo impulsaron este movimiento.

Green, C. J., & Bai, Y. (2008), realizó otro estudio que se centró más en los retornos promedio desde el euro frente a los movimientos de los mercados de renta variable entre los países europeos. Encontraron rendimientos anormales de existencias desde la implementación del euro en sus investigaciones. Su investigación mostró que los mercados bursátiles no se vieron afectados por la introducción del euro antes de que ocurriera este evento. Encontraron rendimientos anormales en siete países de la zona euro junto con cuatro países no pertenecientes a la zona del euro.

En un estudio realizado por Kearney & Poti (2008), se examinó el riesgo idiosincrásico y el riesgo de mercado en relación con la introducción del euro. Los resultados de su estudio mostraron que tanto el riesgo idiosincrásico como el riesgo de mercado aumentaron como resultado de la implementación del euro. Concluyeron que el Euro ha aumentado el riesgo en los mercados de valores en general para los países europeos.

Continuando con Europa, Andrew Lafortune (2014) analizó las elecciones en ocho países europeos diferentes en sus respectivas elecciones entre los años 1991-2013. Su trabajo consistió en comparar los índices de cada país entre los cien días antes y cien días después de la fecha de cada elección con un índice global. Su trabajo explora el grado de riesgo en el índice bursátil de cada país en momentos de cambio político. Asimismo, examina la diferencia en la volatilidad de los mercados de valores antes y después de una elección, haciendo hincapié tanto en el corto plazo de cinco días alrededor del evento y en un plazo más largo de cien días. También investiga el impacto de la implementación del euro en los índices del país durante una época de elecciones. Un aspecto final considerado, es el efecto de un cambio en la ideología política del partido que controla la presidencia.

En este trabajo, el autor realiza el análisis mediante regresiones por separado para los distintos países concluyendo que las dos variables significativas del modelo fueron los 100 días previos a la elección y el ex – ante introducción del Euro.

Furió y Pardo (2011) examinan para el caso de España la influencia de la política en el comportamiento del mercado bursátil mediante el contraste de las implicaciones empíricas de las teorías actuales sobre la conexión entre los eventos políticos y las plazas bursátiles. Por un lado, sus resultados son consistentes con la teoría partidaria¹ dado que los rendimientos de las acciones exhiben un comportamiento distinto dependiendo de la ideología del gobierno, no solamente el día de las elecciones sino también durante el período en el que está al frente del poder. Por otro lado, verifica la hipótesis de información incierta de Brown (1988), de acuerdo con la cual, la volatilidad de los rendimientos de las acciones se incrementa con la llegada al mercado de información no esperada.

Elecciones y Mercados Latinoamericanos

Nieto Parra y Santiso (2008), analizan las interacciones entre el ciclo político y los mercados de capitales en las economías emergentes, examinando la manera en que Wall Street reacciona ante los principales acontecimientos políticos latinoamericanos, específicamente en las elecciones presidenciales. Para este propósito, construyeron una base de datos de todas las recomendaciones de bonos soberanos de los principales bancos de inversión de activos en los mercados emergentes de bonos entre 1997 y 2008. De esta manera, evalúan el impacto de las elecciones presidenciales en las recomendaciones de los bancos de inversión.

Los resultados de esta investigación son que, en primer lugar, el ciclo político es una variable determinante para explicar los cambios en las recomendaciones de los bancos de inversión. Además, la relación es particularmente fuerte antes de las elecciones presidenciales: las percepciones de los bancos de inversión se deterioran considerablemente justo antes de las elecciones presidenciales. En segundo lugar, las perspectivas de los bancos de inversión dependen de las señales que envían los candidatos sobre la credibilidad de sus plataformas de política económica.

¹ Hibbs (1977)

En particular, si los bancos de inversión perciben que los candidatos no están comprometidos a defender políticas macroeconómicas sostenibles, degradan la deuda soberana. Por el contrario, la ausencia de incertidumbre en torno a la reelección de los candidatos titulares no parece tener un impacto en las recomendaciones de los bancos. Por último, al comparar el año electoral 2006 con las elecciones presidenciales anteriores, los resultados sugieren que el impacto de los ciclos políticos ha disminuido en las democracias latinoamericanas. Sin embargo, el riesgo político sigue siendo un determinante importante con los candidatos populistas todavía abundando en las democracias latinoamericanas.

Cuando se examina más detenidamente el comportamiento de las variables financieras durante los años electorales en los mercados emergentes, los acontecimientos políticos también están asociados con una alta volatilidad. Bussière y Mulder (2000) encontraron que las elecciones y la volatilidad política están relacionadas de manera significativa con las crisis monetarias, mientras que la estabilidad de la coalición no lo es. Realizaron un análisis para 22 países emergentes entre el período 1994 y 1997 asociado con el Tequila y las crisis asiáticas.

Los ciclos políticos, como las elecciones presidenciales, en los países emergentes tienden, por lo tanto, a tener fuertes repercusiones en el comportamiento de los mercados de capitales y en variables de mercado como los tipos de cambio, los diferenciales de bonos soberanos y los rendimientos de las acciones.

Según distintos autores, hay dos razones principales que podrían explicar el alto impacto de las elecciones presidenciales en los mercados emergentes de capital. En primer lugar, durante los ciclos electorales, las políticas fiscal y monetaria tienden a ser expansionistas (Block y Vaaler, 2004). Como señalan Shi y Svensson (2006) y Brender y Drazen (2005), esto es particularmente cierto en los países en desarrollo. Más precisamente, si los votantes tienen una mayor capacidad para controlar la política fiscal, el aumento de los déficits fiscales durante las elecciones será mayor. De hecho, la importancia de los votantes informados sobre los resultados fiscales en torno a las elecciones es crucial (Shi y Svensson, 2006, Brender y Drazen, 2005).

Desde un punto de vista teórico, la literatura de investigación tradicional indica que los partidos de gobierno tradicionales se enfrentan a incentivos para implementar políticas económicas expansionistas con el fin de aumentar su popularidad y apoyo de los votantes durante los años electorales (Nordhaus, 1975, Alesina, 1987, Roubini y Cohen, 1997). En particular, Rogoff (1990) muestra que incluso los votantes racionales podrían votar por los políticos que tienen déficits fiscales, dados problemas de información imperfectos. Esta visión ha sido desafiada más recientemente por otros autores (Brender y Drazen, 2008).

El aumento del gasto público en torno a las elecciones no implica necesariamente un deterioro del déficit fiscal. Como señala Drazen y Eslava (2005) para el caso de las elecciones en Colombia, el aumento de los gastos por parte del titular en el Gobierno no afecta el déficit fiscal. Las partes titulares tienden a aumentar los gastos en categorías de gastos que afectarán a los votantes. Esto es particularmente evidente para las economías emergentes (Drazen y Eslava, 2005, González, 2002, Khemani, 2004).

Las políticas monetarias expansivas han sido ampliamente observadas durante los ciclos electorales. Remmer (1993) encuentra que la inflación es mayor en los países latinoamericanos durante los períodos electorales de los años setenta y ochenta. Block (2002), por su parte, encuentra un aumento del crecimiento de la oferta monetaria en los países del África Subsahariana durante los años electorales desde los años sesenta. Blomberg, Frieden y Stein (2005) sostienen que a medida que se aproxima una elección, aumenta la probabilidad de mantener un tipo de cambio fijo. El aumento de las políticas monetarias y/o fiscales durante las elecciones podría afectar la credibilidad de los regímenes económicos y perjudicar los intereses de los inversionistas. En los mercados emergentes, este comportamiento es crítico debido a la dificultad que enfrenta el sector público para atraer capital, necesario para abordar una amplia gama de objetivos de desarrollo.

Para el caso peruano, G. Rodríguez y A. Vargas (2012) analizan el impacto de las expectativas electorales (entendido como la probabilidad de que un candidato resulte elegido) en los retornos de Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL). Para esta investigación, los autores consideraron el período entre 1994 y 2000, obteniendo como

resultado que tanto la probabilidad de que el gobernante de turno gane las elecciones, así como la incertidumbre electoral, tienen un impacto significativo en el comportamiento del índice bursátil.

Elecciones y otros Mercados

Dar-Hsin Chen, Feng- Shun Bin y Chun-Da Chen (2005) examinaron el impacto de los eventos políticos en el desempeño de las acciones de empresas taiwanesas con diferentes propietarios de Inversiones en Instituciones Extranjeras Calificadas (QFII). La importancia de QFII ha ido constante aumento en los mercados de valores de Taiwán después de una serie de progresos de internacionalización e institucionalización desde 1983. Para este estudio en particular, observaron el comportamiento del trading de las acciones de estas empresas durante los periodos electorales entre 1996 y 2002.

Finalmente, sus hallazgos arribaron a que los acontecimientos relacionados con las elecciones políticas de Taiwán y las políticas económicas generalmente están asociados con un desempeño anormal considerable en el mercado de valores de Taiwán. Bilson, Brailsford y Hooper (2002) sugieren que los precios de las acciones en los mercados emergentes son específicamente sensibles al riesgo político, mientras que Chan y Wei (1996) y Kim y Mei (2001) han encontrado la misma evidencia en el mercado de Hong Kong. Las estimaciones de Dar-Hsin Chen, Feng- Shun Bin y Chun-Da Chen en los rendimientos anormales en el mercado de valores de Taiwán también parecen apoyar esas conclusiones.

En los mercados emergentes, tanto Chan como Wei (1996) y Kim y Mei (2001) documentan que las noticias políticas aumentan sustancialmente la volatilidad de las acciones para el caso de Hong Kong. Bilson, Brailsford y Hooper (2002), utilizando la Guía Internacional de Riesgo País (Risk Risk Guide - ICRG), indican que el riesgo político tiende a ser mucho más frecuente en los mercados emergentes (especialmente en la Cuenca del Pacífico), que en los mercados desarrollados.

Celis y Jia Shen (2015) examinaron la presencia de un ciclo político en los rendimientos del mercado de valores de Malasia y las volatilidades durante el período

comprendido entre 1982 y 2012, cubriendo siete (7) elecciones generales. Adoptaron para este estudio pruebas de igualdad, análisis de regresión y modelos GARCH con el objetivo de probar cada efecto con el fin de obtener un resultado consistente que resulte significativo a la naturaleza de un ciclo político. Contrariamente a muchas investigaciones anteriores a estos autores, los resultados que obtuvieron indican la ausencia de un ciclo político en los retornos del mercado de valores de Malasia. Las pruebas de igualdad y la regresión por mínimos cuadrados ordinarios produjeron resultados homogéneos que rechazan la presencia de un ciclo político en el comportamiento de retorno del índice compuesto de Kuala Lumpur.

Nimkhunthod (2007) realiza la observación de 30 eventos políticos (elecciones, golpes de estado, disturbios, entre otros) para Tailandia, encontrando que los resultados generales muestran un retorno anormal significativo durante un período de 1 semana antes y después de las elecciones. El mercado al día siguiente de un intento de golpe, produce un rendimiento anormalmente negativo. El golpe ejerce un choque temporal negativo, pero impulsa el mercado en un período más largo. En caso de disturbios, el mercado reacciona negativamente.

En el caso de Egipto, fue estudiado por Yvan Nezerwe (2013). Quien analizó dos elecciones para este país encontrando impactos positivos en los retornos de las acciones para ambos períodos.

Los mercados financieros no sólo pretenden pronosticar los precios de las acciones en relación al resultado esperado de las elecciones, sino también los movimientos de las tasas de interés, las divisas y los precios de las materias primas.¹ La orientación política, sin embargo, también influye en las variables macroeconómicas como la inflación, el crecimiento y la tasa de desempleo.²

Sin embargo, es importante destacar que la causalidad de la influencia entre la esfera económica y la esfera política fluye en ambos sentidos (Gerber, Huber y Washington 2009),

¹ Snowberg, Wolfers & Zitzewitz (2007)

² Hibbs (1977), Alesina, Roubini & Cohen (1997) y Caporale & Grier (2000).

ya que el mercado también influye en la reforma de políticas. Knight (2007) y Mattozzi (2008) reflejan esta relación circular y analizan los efectos de las acciones de las firmas estadounidenses que hicieron contribuciones de campaña a los candidatos presidenciales.

Dejando a un lado el evento de procesos electorales, Chau, Deesomsak y Wang (2013) publican un artículo que examina el impacto de la incertidumbre política (causada por los levantamientos civiles en el mundo árabe, es decir, "primavera árabe") sobre la volatilidad de los principales mercados bursátiles de esa región. Sus principales hallazgos son: en primer lugar, al distinguir entre los índices bursátiles convencionales e islámicos, encontraron que estos índices reaccionan heterogéneamente a la turbulencia política. Específicamente, documentan un aumento significativo en la volatilidad de los índices islámicos durante el período de conflictos políticos, mientras que los levantamientos han tenido poco o ningún efecto significativo sobre la volatilidad en los mercados convencionales. En segundo lugar, independientemente de su impacto en la volatilidad, hay poca evidencia que sugiera que los mercados de esta región se han integrado más con los mercados internacionales después de la revolución política.

Brown, Harlow y Tinic (1988) proporcionan una base teórica para comprender los inversores, los comportamientos y/o mecanismos de mercado ante eventos extremos. Su hipótesis sobre información incierta (UIH) ofrece una explicación sobre la conducta de los inversores. Se supone que los inversores reaccionan exageradamente a las malas noticias en relación a las buenas noticias. Por lo tanto, se cree que una serie de ajustes al alza siguen las grandes caídas en los precios del mercado, pero no se observa evidencia significativa de reversión de los precios de las acciones después de un gran aumento de los precios de las acciones.

Voth (2003) analizó hasta qué punto la incertidumbre política, impulsada por la fragilidad institucional y la tumultuosa política de los años 20 y 30, causó inestabilidad en los mercados de valores. Los precios de las acciones fluctuaron ampliamente durante la Gran Depresión, contribuyendo al exceso de volatilidad destacado por Shiller y socavando el caso de los sistemas financieros basados en los mercados. Examinó también, la hipótesis de

Merton/Schwert basada en que la preocupación por la supervivencia del sistema capitalista era crucial. Utilizando un panel de datos sobre disturbios, demostraciones y otros indicadores de inestabilidad de 32 países desarrollados y en desarrollo durante el período de entreguerras, demostró que la inestabilidad política causó caídas drásticas en los precios de las acciones. Gran parte del aumento de la volatilidad durante la Gran Depresión pudo explicarse por factores políticos.

Elecciones y comportamiento

En un mundo racional, los precios sólo cambian cuando llega la noticia. Desde que los primeros trabajos de Robert Shiller fueron publicados en 1981, los economistas se han dado cuenta de que los precios de las acciones parecen moverse mucho más de lo que pueden justificarse por los cambios en el valor intrínseco (medido, por ejemplo, en el valor actual de los dividendos futuros). Aunque el trabajo de Shiller generó una controversia larga y compleja, su conclusión generalmente se cree que es correcta: los precios de las acciones y los bonos son más volátiles que los defensores de la teoría eficiente y racional del mercado predecirían.

Las finanzas del comportamiento también desafían el uso de funciones de utilidad convencionales basadas en la idea de la aversión al riesgo. Kahneman y Tversky (1979) proponen la teoría de la perspectiva como una teoría descriptiva de la toma de decisiones en situaciones de riesgo. La evidencia sugiere que los inversionistas individuales no se comportan racionalmente incluso en situaciones muy simples.

Kaustia y Torstila (2009) explican que la participación en el mercado de valores está fuertemente asociada con la orientación política como así también a los ingresos, la riqueza, la educación, entre otros factores relevantes. Estos autores también exponen que hay una fuerte correlación entre las preferencias políticas y las actitudes que se toman frente al mercado a la hora de realizar inversiones. Según explican, las preferencias de riesgo determinan las preferencias políticas, donde la ideología de izquierda es mucho más aversa al riesgo que la derecha.

Otros factores importantes

La percepción del riesgo que los agentes tengan de un país depende en gran medida del desempeño económico, que a su vez no está exento de los acontecimientos de índole políticos y de orden público. Considerando que para el cálculo del EMBI no están implícitos estos hechos, se identifican que los acontecimientos políticos, de orden público y los indicadores de violencia que influyen de alguna manera en el EMBI.¹

El trabajo realizado para Colombia por Cardenas Barrera y Garcia (2006) explica que los movimientos de los spreads del país analizado no dependen exclusivamente de factores internos sino de condiciones derivadas del comportamiento de los spreads de los países latinoamericanos. Conociendo este hecho y la importancia de las variables financieras que explican el Riesgo País, analizan la relación entre el EMBI y los Secuestros, las Masacres, las Acciones de la Guerrilla y el Terrorismo. La evolución de estas variables (aumento/disminución) representa la intensidad del conflicto colombiano. Dada la importancia encontrada de los avances/retrocesos en el Proceso de Paz dentro del marco del Conflicto Armado colombiano, identificaron como de impacto representativo en el EMBI las acciones de la FARC y las masacres.

La literatura acerca del ciclo electoral en variables económicas ha enfatizado el análisis sobre el ciclo económico político (*political business cycle*), ciclos de presupuesto (*budget cycles*), partidarios (*partisan cycles*) y de lobby por parte de grupos de presión. En general, todas estas investigaciones han destacado, para distintos países y épocas, la importancia de diversos aspectos de economía política. El enfoque de esta rama de la disciplina también ha sido utilizado para investigar distintos aspectos relacionados con el tipo de cambio, recorriendo desde la elección del régimen cambiario hasta el análisis de los ataques especulativos.

¹ Cardenas Barrera y Garcia (2006). Universidad de La Salle. Facultad de Economía. Santafe de Bogota, D.C.

La aplicación de la economía política al análisis del ciclo electoral del tipo de cambio es relativamente nueva, aunque la lógica de *Political Devaluation Cycles* puede remontarse a Cooper (1971), quien reconoció que las devaluaciones son políticamente costosas.

Dejando a un lado las causas subyacentes a una devaluación, como balance de pagos insostenible, shocks a los términos del intercambio, etc., la literatura enfatiza distintos canales por los cuales ésta afecta el PBI y el ingreso real y, por lo tanto, la satisfacción del electorado respecto a su gobierno.

Por un lado, como toda modificación de precios relativos, una devaluación trae consigo un efecto sustitución y un efecto ingreso. Pero mientras el efecto sustitución es expansivo, dado que el incremento en el precio relativo de los bienes extranjeros aumenta la demanda por productos domésticos, el efecto ingreso es negativo, dado que se reduce el valor real de la riqueza mantenida en moneda local y acrecienta el valor real de las deudas en moneda extranjera, ambos con efectos negativos sobre el consumo y la inversión. En la medida que el efecto ingreso supere al efecto sustitución, las devaluaciones pueden generar una contracción económica. Por otro lado, difícilmente los efectos redistributivos sean neutros. La transferencia de ingresos en contra de sectores con alta propensión a consumir y a favor de otros con baja propensión puede generar una caída en la demanda agregada en el corto plazo.

Dejando a un lado si la devaluación es expansiva o contractiva, sus efectos sobre el estado de ánimo social son menos discutibles. Debido a que la transferencia de ingresos de una devaluación implica la reducción de poder adquisitivo en moneda extranjera, perjudica a una buena parte de la sociedad que puede mostrar su descontento castigando al gobierno con el voto. A menos que estemos hablando de una conciencia social cortoplacista, una devaluación probablemente tenga consecuencias políticas.

Si las devaluaciones acarrear costos, entonces los incentivos para posponerlas hasta momentos de relativa fortaleza política deberían ser fuertes. Justamente a causa de estos incentivos se generan períodos de apreciación seguidos por una devaluación que permita

realizar la corrección necesaria. En esta dirección se expresan Goldfajn y Valdés (1999), quienes sostienen que es común observar ciclos de apreciación cambiaria que finalizan con fuertes devaluaciones para llevar el tipo de cambio a un nivel más depreciado. Plantean que, si bien hay causas económicas detrás de esta dinámica, la economía política complementa el análisis aportando motivaciones políticas. Para crear incentivos a sobrevaluar la moneda solo se necesita combinar el ciclo electoral con asimetría de la información.

Esta línea de pensamiento es la que siguen Stein y Streb (2004), quienes presentan un modelo de ciclo económico político racional donde la devaluación toma el papel de impuesto al consumo debido a su efecto sobre la tasa de interés. Con asimetrías de información, los gobiernos se ven tentados a explotar el *trade-off* entre devaluación actual y futura, con el objetivo de mejorar sus probabilidades de ganar elecciones.

Stein, Streb y Ghezzi (2005), realizaron una investigación sobre el comportamiento del Tipo de Cambio Real entorno a las elecciones. En su modelo de dos sectores (transable y no transable), una baja devaluación genera temporalmente sobrevaluación cambiaria y crecimiento en el consumo de bienes transables debido al efecto sustitución intertemporal y, además, porque puede señalar una menor devaluación futura. El mencionado efecto entrega incentivos al gobierno para sostener un Tipo de Cambio Real sobrevaluado durante la etapa pre-electoral, ya que en el contexto de información asimétrica esta política mejora sus probabilidades de ganar la elección.

Bonomo y Terra (2004) desarrollan un modelo teórico donde los efectos distributivos de variaciones en el Tipo de Cambio Real son fundamentales para formar ciclos electorales en el tipo de cambio. Ellos dan por hecho que el sector transable, beneficiado por una devaluación del tipo de cambio, es menos numeroso que el sector no transable, que se afectado directamente con una devaluación, por lo cual le resulta más fácil coordinar acciones para ejercer influencia sobre el gobierno. Al mismo tiempo, los electores se inclinan por el postulante que tiene más probabilidad de beneficiar al sector no transable. Por su parte, el gobierno será quien decida su nivel de gasto en bienes no transables comparando los resultados de corto plazo frente a los de largo plazo, o sea, ser reelecto aumentando el nivel

de gasto. Un gobierno que se encuentra sesgado hacia el sector transable puede elegir un mayor nivel de gasto para aumentar sus posibilidades de reelección, mientras que un gobierno sesgado hacia el sector no transable elegirá un mayor nivel de gasto para diferenciarse del oponente. Es así que los autores generan un ciclo electoral en el gasto público que, como causa del efecto del gasto en bienes no transables sobre el tipo de cambio, se traduce en un ciclo electoral sobre el Tipo de Cambio Real.

Otras investigaciones se relacionan con *Political Devaluation Cycles* en economías en desarrollo, aunque no se enfocan particularmente en este aspecto. Edwards (1994) estudió épocas de grandes devaluaciones en economías emergentes, encontrando una tendencia a que ocurrieran en la primera etapa del comienzo de un nuevo gobierno. Klein y Marion (1997), por otra parte, investigaron la duración de regímenes de cambio fijo en economías latinoamericanas, mostrando que la probabilidad de salir del mismo se incrementaba significativamente tras un cambio de gobierno. Gavin y Perotti (1997), también para economías de América Latina, hallaron que la probabilidad de dejar un tipo de cambio fijo y pasar a uno flexible era sustancialmente mayor inmediatamente después de una elección.

Esta revisión de la literatura muestra las principales ideas que surgen de los estudios existentes y que serán factor de la investigación en este documento. Al mirar las reacciones a corto plazo a las elecciones políticas, será fundamental compararlas con estas tendencias que ya se han encontrado. La literatura también ha mostrado diferencias entre las tendencias del mercado europeo y americano principalmente, en relación con la política. Al investigar las reacciones del mercado a los cambios de los partidos políticos en América Latina, será importante considerar las razones por las que los resultados en los países analizados en el presente trabajo pueden ser diferentes a los estudios previos.

Con los resultados en mano, también será importante considerar algunos de los otros hallazgos en estos estudios. Dado que principalmente se van a analizar los 100 días antes y 100 días después de una elección, será importante recordar que los últimos años de un Gobierno, en general, ve mayores rendimientos del mercado que en los primeros años. Esto podría tener un impacto en los resultados encontrados en esta investigación.

Otra cuestión que podría afectar a los resultados es la volatilidad del mercado. La volatilidad describe el riesgo que implica invertir en un determinado mercado. Dado que la volatilidad tiende a ser menor después de que se produzca una elección, podría afectar los resultados al comparar retornos antes y después de la elección.

Inflación

Teniendo en cuenta que los países que se van a estudiar a lo largo del trabajo, en su mayoría, son países que aplican metas de inflación, es importante realizar una introducción breve del marco bibliográfico de este tema, de modo que nos ayude a interpretar los resultados obtenidos en materia de tipo de cambio y tasa de interés.

Según lo postulado por Fischer (1993), la estabilidad de los precios se encuentra muy lejos de ser la panacea, pero ciertamente contribuye a sentar las bases para que las reformas estructurales de aliento a la productividad y que las políticas orientadas al crecimiento resulten más efectivas. El punto de partida radica en definir el significado de una estructura macroeconómica estable, la cual necesita una inflación más baja y predecible, un tipo de cambio real competitivo y una situación viable de la balanza de pagos. Asimismo, Fischer enfatiza que la inflación resulta ser el mejor indicador simple de las políticas macroeconómicas, dado que constituye una medida de las capacidades del gobierno para controlar la evolución de los precios, que es una de las piezas fundamentales de la economía.

A partir de lo expuesto, un Gobierno que, a través de un Banco Central que ha perdido su independencia, produce inflación elevada es un Gobierno que ha perdido el control de la economía. El principal medio de transmisión de la inestabilidad en los precios hacia las variables reales, según Fischer, es la formación de incertidumbre. También aporta evidencia a favor de mantener bajos niveles de déficit fiscal, dado que un déficit considerable en las cuentas públicas se vuelve insostenible y refleja un manejo inadecuado de la política macroeconómica.

Barro (1995), en relación al problema de inflación, halló que la tasa de crecimiento del nivel de precios guarda relación inversa con la tasa de crecimiento de la economía.

Concretamente comprobó que un incremento en la tasa media de inflación anual de 10 puntos porcentuales se traduce en una disminución en la tasa de crecimiento anual de entre 0,2 y 0,3 puntos porcentuales.

La experiencia de la mayor parte de los países de América Latina desde la crisis de deuda a principios de los años ochenta estuvo signada por profundos desequilibrios monetarios. Cualquier descripción que se hiciera de tales circunstancias no podría dejar de lado tres aspectos que son fundamentales que estuvieron relacionados con la inestabilidad monetaria: desequilibrios fiscales, sobreendeudamiento externo y la inflación¹.

Si luego de más de una década de crisis externa se evalúan los indicadores como la relación stock de deuda externa/ingreso nacional o stock de deuda pública/ ingresos públicos, rápidamente se aborda a la conclusión de que a pesar de lo prolongado del período de ajuste, aún los países más exitosos muestran un desbalance entre el stock de deuda y la capacidad de pago medida por el flujo de ingresos.

Según Hicks (1967), las teorías monetarias surgen de los desarreglos monetarios. Al analizar los problemas de la política monetaria no deben dejarse de lado cuestiones institucionales y hechos económicos estilizados centrales para la experiencia Latinoamericana como: la subordinación del Banco Central a las decisiones del Tesoro; la coexistencia de racionamiento del crédito internacional y de sobreendeudamiento con el exterior y la reducida oferta de moneda en relación al producto que conlleva una escasa disponibilidad de crédito doméstico para el sector privado.

Barro y Gordon (1983) desarrollan una explicación del sesgo inflacionario que puede tener la política monetaria. La misma es descripta como una sociedad que desea que la autoridad monetaria siga una política de baja inflación; luego de que los agentes económicos se comprometen con contratos fijos en términos nominales que incorporan una tasa baja de inflación, el Banco Central tiene un incentivo para crear una inflación no esperada que disminuye el valor real de los contratos nominales. Como resultado, las empresas contratarán

¹ Fanelli (1991)

más obreros, produciendo un mayor nivel de empleo. Pero por su parte, el sector privado, con expectativas racionales, conoce la política económica y forma sus expectativas de inflación conforme con el comportamiento que tendrá el gobierno. De esta forma, la política de aumento de ocupación y la producción no tienen efecto alguno y solo se obtiene una mayor tasa de inflación.

La teoría moderna supone que el Banco Central resuelve una dinámica compleja de equilibrio general con el fin de encontrar la tasa de interés intertemporal. Pero en la práctica, la tasa de intereses tiene que ser adaptativa. El *policy maker* nunca conoce el valor de la tasa natural, descubriendo si la tasa de mercado es demasiado baja o demasiado alta - si la política monetaria es demasiado expansiva o demasiado restrictiva – para el nivel de precios dado, comenzando a subir o bajar la misma, ajustando los tipos de interés en consecuencia. El problema es que este *loop* de retroalimentación ha tenido cortocircuitos por las políticas cambiarias que permitiendo que crezcan sin fin desequilibrios financieros mundiales. Por lo tanto, el problema con las metas de inflación en estas circunstancias es que una constante tasa de inflación no da absolutamente ninguna información sobre si su política monetaria sea correcta.¹

La gran mayoría de los Bancos Centrales del mundo tiene como objetivo fundamental el control y estabilidad de los precios. En algunos casos se agrega la estabilidad financiera, y también objetivos de empleo y desarrollo económico.

En el caso de Chile, por ejemplo, hay dos objetivos explícitos. El primero es la estabilidad de precios, y el segundo es el normal funcionamiento de la balanza de pagos². El Banco Central de Argentina estableció, dentro de su Carta Orgánica, que su objetivo es velar por la estabilidad monetaria y, en segundo lugar, asegurar la estabilidad y el crecimiento del sector financiero³. En Brasil, el Banco Central tiene como objetivo asegurar la estabilidad

¹ Leijonhufvud (2007)

² <http://www.bcentral.cl>

³ http://www.bcra.gob.ar/Institucional/Objetivos_y_Planes.asp

del poder de compra de la moneda y un sistema financiero sólido y eficiente¹. Los bancos centrales de Perú y México, tienen como objetivo proveer la estabilidad de precios²³.

La herramienta utilizada para cumplir con estos objetivos de estabilidad en el poder de compra es la adopción de metas de inflación. Son requisitos fundamentales para las mismas una transmisión clara, un Banco Central independiente y la ausencia de otras anclas nominales.

Ha existido un movimiento creciente hacia esquemas de metas de inflación por parte de los bancos centrales. En estos regímenes, el Banco Central tiene un objetivo monetario públicamente anunciado sobre la inflación, el que puede tratarse de un número específico o un rango. A pesar de que hay bastante claridad respecto del objetivo, por lo general no se explicita que porcentaje del tiempo se desea cumplir con el rango, dado que hay shocks inflacionarios, o deflacionarios, que conducen a desviaciones de la inflación respecto de la meta. En lo que si se suele ser más claro es en el horizonte en el que se desea cumplir con la meta y corregir las desviaciones. Muchas de las imprecisiones se deben precisamente a la incertidumbre sobre la conducta de la economía y los shocks a los que está expuesta.

Es decir que, en un escenario preelectoral existe incertidumbre de como el ganador va a manejar la economía, que decisiones sobre las variables de la misma va a tomar y cuál será la disciplina fiscal a asumir. Por lo cual, un contexto de estas características pone a prueba el cumplimiento de las metas de inflación y, por ende, la credibilidad e independencia de la autoridad monetaria.

Si bien el Banco Central considera el dato de inflación para definir el estándar de metas de inflación, también hay que tener en cuenta su relación con el desempleo. A pesar de que el Banco Central define su objetivo respecto de una meta de inflación, sus decisiones consideran el costo en términos de desempleo que causa la consecución de la meta. En otras

¹ <https://www.bcb.gov.br/fis/crc/port/objetivos.asp>

² <http://www.bcrp.gob.pe/sobre-el-bcrp/preguntas-frecuentes.html>

³ <http://www.banxico.org.mx/>

palabras, tener una meta de inflación no significa que no se consideren los costos del desempleo.

La ventaja de especificar el objetivo de estabilidad macroeconómica en términos de una meta de inflación evita los inconvenientes de definir dos objetivos que pudieran ser incoherentes. Es relevante considerar también complicaciones adicionales al especificar la meta en términos de nivel de actividad, puesto que con dificultad se conoce el producto de pleno empleo, el que podría llevar a la tradicional aceleración inflacionaria en la medida en que se persiguiera un desempleo muy bajo, o similarmente a una desaceleración inflacionaria en caso de que subestimara el producto de pleno empleo.¹

Los bancos centrales no controlan directamente la inflación sino que lo hacen a través de la tasa de interés, la que a su vez afecta la demanda agregada. Para ello bastaría especificar una demanda agregada, la cual sería afectada por la tasa de interés de modo de cumplir con la trayectoria esperada de inflación. Sin embargo, los principales resultados no se perturban debido a que son los shocks inflacionarios los que generan el *trade off* entre inflación y desempleo.

Una de las áreas donde las metas de inflación han fallado, no solo en América Latina sino también en otras regiones, es en proteger los mercados financieros y a la producción real en las economías periféricas de los efectos de los shocks externos incluyendo la expansión monetaria de las economías avanzadas. Pese a contar con tipos de cambio flexibles y políticas monetarias de características contra-cíclicas, la inestabilidad de la demanda agregada respondiendo a los shocks externos se ha incrementado en Latinoamérica, contradiciendo algunos de los supuestos en los que se basa la utilización de metas de inflación.

En el centro de los mencionados supuestos se encuentra el denominado “trilema”, el cual establece que las economías abiertas pequeñas no pueden tener al mismo tiempo estabilidad cambiaria, políticas monetarias independientes y libre movilidad de capitales. En todos los casos, una de ellas debe sacrificarse. Si se concede la libre movilidad de capitales,

¹ De Gregorio (2006)

la única manera para que esas economías posean independencia monetaria es permitiendo la flotación nominal del tipo de cambio. El combinado de flexibilidad cambiaria y de una política del banco central que se incline contra la tendencia internacional utilizando la tasa de interés de corto plazo como su principal herramienta, debería ser suficiente para aislar a tales economías de casi todos los shocks externos excepto los más brutales permitiéndoles a estas ir en busca de sus propias metas independientes.¹

¹ Cottani J. y E. Oliveros Rosen (2016)

Capítulo 2

Procesos Electorales

Comportamiento electoral

Las elecciones presidenciales constituyen el evento político de mayor magnitud y trascendencia a nivel mundial, con pocas excepciones. En efecto, desde que se dan inicio a las campañas y hasta que se conocen a los ganadores, se involucran en el proceso un número importante de ciudadanos, además de atraer la atención de aquellos que están al frente del poder, medios de comunicación masivos, agentes económicos y analistas políticos.

El comportamiento electoral constituye un campo de interés de la investigación de distintas ramas de la ciencia, en especial la política y la social, con la creciente difusión de la democracia, que es el mecanismo de legitimación de un sistema gubernamental.

El interés del análisis de estos temas residen los múltiples fenómenos sociales involucrados en estos comportamientos, tales como el poder, la cohesión social y la naturaleza del estado moderno. El conocimiento del comportamiento electoral debería ser considerado como el avance en la comprensión de los fenómenos sociales. En la comprensión de estos fenómenos la teoría y la indagación empírica se complementan.

El pensamiento sociológico tiene dentro de sus objetivos explicar el motivo por los cuales los individuos actúan de una manera determinada y toman ciertas decisiones. En el caso en particular de las elecciones, esta ciencia colabora en la explicación de cómo se opta en las decisiones en el ámbito electoral.

Los individuos toman sus decisiones en función de las presiones y condiciones sociales, económicas y financieras en las cuales se desenvuelven. Conforme a esto, los resultados de las votaciones obedecen a la situación de clase, ocupación y estrato socioeconómico de los electores. Por ende, se podría concluir con esta premisa, en donde los sectores de menores recursos suelen votar partidos obreros y de izquierda; mientras que los

empresarios, grandes comerciantes e individuos que pertenecen a los grupos de mayores ingresos votan por los partidos de derecha o afines al pensamiento de su orientación de clase; lo cual conlleva a un bajo nivel de movilidad de partidos y candidatos¹. De acuerdo a esto, puede decirse que las campañas políticas ejercen pocos efectos en el comportamiento de los electores.

Dentro de los distintos modelos que estudian el comportamiento electoral, existen diferentes ramas como la sociológica, psicológica, entre otras.

El psicólogo Angus Campbell (1964) publicó los resultados de un estudio sobre los elementos que el elector de Estados Unidos considera al momento de votar, los cuales aíslan totalmente la identidad política, la imagen de los candidatos y los temas de interés de las campañas políticas. Para su modelo, el voto es considerado como un mecanismo de afirmación, pero no de pertenencia a una clase social, sino que es un proceso de largo plazo que lo ha llevado al individuo a identificarse con un partido en particular.

De este modo, identificó las actitudes políticas como factor determinante en la decisión de participar o no en una convocatoria electoral, haciendo hincapié en características psicológicas y perceptivas del individuo ante diferentes elementos del sistema político y como actor con capacidad para intervenir en la política.

El énfasis del modelo postulado por Campbell es el individualismo, dado que considera al votante como un agente individual que desarrolla una identificación psicológica duradera con un partido a través de un proceso de socialización. Los ciudadanos desarrollan vinculaciones psicológicas con los partidos y posiciones que adquieren por socialización y que influyen de manera determinante en su comportamiento político.

¹ Roche Aguirre (2008)

El rol de las elecciones en sistemas democráticos

Mackenzie (1974) define a las elecciones como *“una forma de procedimiento, reconocida por las normas de una organización, en virtud de la cual todos o algunos de sus miembros escogen a un número de personas, o a una sola persona, para ocupar cargos en tal organización”*, o considerando a las mismas como un mecanismo institucionalizado a través de un grupo de personas manifiestan su preferencia para decidir quién desempeñará un puesto específico en un ámbito en particular, que tendrá atribuciones de gobierno y, por lo tanto, autoridad sobre el grupo que lo elige.

La democracia necesita las elecciones, puesto que constituye la vía para seleccionar un gobierno. Esta función es desempeñada en forma directa tanto en las elecciones presidenciales como en las parlamentarias. Las elecciones constituyen la base de la democracia.

Pronósticos Electorales

La opinión pública se ha convertido en una parte integral del panorama político actual. En medio de las campañas electorales, los resultados de las principales encuestas aparecen como historias de portada en los principales medios, y los políticos realizan encuestas privadas, lo que les proporciona información estratégica. La encuesta preelectoral, si bien tiene una larga historia, hay que señalar que muchas de las primeras encuestas estaban plagadas de serios problemas metodológicos, lo que hizo que sus predicciones no fuesen fiables.¹ No fue sino hasta la década de 1930 que se introdujeron procedimientos científicos de muestreo.² Habiendo comprendido la importancia de la selección apropiada de muestras, los encuestadores comenzaron a mejorar su herramienta estadística, avanzando gradualmente hacia el muestreo probabilístico.

La precisión de las proyecciones basadas en encuestas puede depender de múltiples factores, como el procedimiento de muestreo, la población de encuestados o la correcta identificación de los no votantes. Con su reputación en juego, los encuestadores están

¹ Squire (1988); Cahalan (1989).

² Gallup y Robinson (1938).

motivados a reducir el margen de error aplicando las mejores técnicas posibles. Por esta razón, las principales encuestas preelectorales han tenido un historial razonablemente bueno desde que se aprobó la encuesta científica. En Estados Unidos, puede calcularse a partir de los datos publicados por el Consejo Nacional de Encuestas Públicas que el error promedio absoluto de candidato para todas las principales encuestas presidenciales entre 1936 y 2000 fue del 2,32%.

Para efectuar el pronóstico electoral, también se utilizan otras técnicas que no son las encuestas. Por ejemplo, podría utilizarse el hecho de que los resultados electorales tienden a correlacionarse con variables macroeconómicas.¹ Esta correlación se observa dado que gran parte de los votantes evalúan retrospectivamente las condiciones económicas y responsabilizan a los gobernantes históricos por la eficacia de sus políticas. Fair (1978) formalizó esta intuición derivando un modelo que relaciona la preferencia electoral (entendido como la respuesta de una encuesta) con factores tales como el crecimiento del PIB y la inflación. Se realizaron actualizaciones de la mencionada ecuación del voto y proporcionando pronósticos para las elecciones presidenciales². La predicción ex-post dentro de la muestra del modelo de Fair ha sido muy acertada con respecto al ganador de las elecciones en la gran mayoría de las carreras presidenciales llevadas a cabo.

En general, los inversores racionales se esforzarán por evaluar el sentimiento de los votantes y pronosticar el posible desenlace utilizando todas las fuentes de información disponibles, como encuestas, datos macroeconómicos, debates electorales o informes de los medios de comunicación. En un mercado eficiente, sus expectativas se agregarán en un pronóstico de consenso, y los precios de las acciones se moverán para reflejarlo.

Ciclo Político Económico

En los países democráticos, el Estado cumple el rol de agente económico con la función de proveer bienes y servicios públicos que el mercado es incapaz de suministrar de manera eficiente y equitativa de acuerdo a la voluntad general.

¹ Estudios de Kramer (1971); y Grier y Mc Garrity (1998).

² Fera (1982, 1988, 1996, 2002).

La Teoría del Ciclo Político Económico hace referencia al hecho de que los gobernantes tienen al alcance todas las herramientas disponibles, como la política fiscal, monetaria y cambiaria, para lograr permanecer en el poder en lugar de utilizar estos instrumentos de forma óptima para estimular el crecimiento de la economía. Esto se refleja como desviación de ciertas variables macroeconómicas claves respecto de su tendencia normal. Estos comportamientos traen como consecuencia grandes políticas expansivas durante los períodos próximos a las elecciones, generando altas tasas de inflación y depresiones una vez finalizado el período electoral.

Los políticos poseen incentivos para permanecer en el poder, y en caso de no existir esta posibilidad debido a la no existencia un sistema de reelección, intentarán influir de modo que los suceda la misma orientación política. Como los ciudadanos tienen en cuenta el desempeño económico del país como uno de los principales argumentos al momento de votar, los gobernantes se ven sesgados a utilizar herramientas económicas en los períodos preelectorales, pudiendo ello producir fluctuaciones en variables como el nivel agregado económico y la tasa de inflación. William Nordhaus, tal como fue mencionado en la Revisión de la Literatura, define sobre este fenómeno en su trabajo publicado en 1989 en el cual establece: *“La teoría del Ciclo Político Económico, el cual analiza la interacción de los sistemas políticos y económicos, surge del hecho obvio de la vida donde los votantes se preocupan por la economía mientras que los políticos se preocupan por el poder”*.¹

La teoría predice que un Ciclo Político Económico típico presenta las siguientes características: la economía experimenta una expansión antes de cada elección, un aumento de la tasa de inflación alrededor del período de elección, como consecuencia de la expansión previa, para luego evidenciar políticas contractivas durante el período postelectoral provocando esto una desaceleración del crecimiento y una reducción en la tasa de inflación. Otro rasgo importante que presenta esta teoría es que los ajustes y alzas de impuestos suceden después del período electoral.

¹ Nordhaus, 1989.

Comportamiento del Votante

El fenómeno electoral ha evolucionado en los últimos años junto a los distintos países. El cambio fundamental se expresa en el conjunto de variables que determinan las predisposiciones específicas del voto, el cual se ha tornado de manera progresiva complejo, variado e impredecible.

Ante una elección, siempre existen esfuerzos por tratar de presentar indicadores de la distribución probable de los votos en el espectro de opciones políticas partidistas. Sin embargo, este tipo de estudios le han otorgado un peso excesivo a la respuesta de “¿Quién va a ganar las elecciones?”.

Modelos de Ciclo Político Económico ¹

Dentro de la teoría tradicional de la política económica² el comportamiento de los políticos es exógeno, dado presume que éstos no tienen otra motivación que la de satisfacer el bienestar social. Esta presunción parece demasiado simple, dado que los políticos tienen incitaciones personales y partidarias que influyen de cierta manera al momento de tomar sus decisiones, sobre todo en lo referido a la política económica. Esto causó, en los primeros años de la década del 70, el desarrollo de teorías que vuelven endógeno el comportamiento de los políticos y que, por esta razón, permiten un estudio más acabado del proceso de toma de decisiones de política económica. Dentro de estas teorías se puede observar, por una parte, un modelo económico que poco a poco ha ido evolucionando en torno a la ortodoxia económica dominante, y por otra, un modelo político que también ha tenido un desarrollo continuo hasta el presente. En el *cuadro 1* se resumen los principales enfoques que existen sobre el ciclo político económico, sus principales supuestos.³

Dentro de las teorías del ciclo político económico coexisten dos enfoques principales; el enfoque oportunista, supone que los políticos tienen como única estimulación el apetito de permanecer en el gobierno. Por otro lado, el segundo enfoque, conocido como partidario-

¹ Aboal, Lorenzo y Ruis (2003) desarrollan los modelos abordados.

² Timbergen (1956)

³ Aboal, Lorenzo y Ruis (2003) en su estudio agrupan los modelos de esta forma.

ideológico, está fundamentado bajo el supuesto básico de que los políticos tienen fines partidarios de orden ideológico, y que, por ende, representan a ciudadanos económicamente diferenciados. De este modo, dentro de cada enfoque existen modelos distinguidos por utilizar expectativas adaptativas o racionales.

Cuadro 1. Modelos de ciclo político económico basado en Aboal, Lorenzo & Ruis (2003).

Modelos de ciclo político económico			
Racionalidad de los agentes			
Motivación	Expectativas adaptativas	Expectativas racionales	
		Con asimetría de información	Con rigidez nominal
Oportunista	Nordhaus (1972)	Rogoff (1988)	
	Assael & Larrain (1994)	Ghezzi, Stein & Streb (1999)	
Ideológica	Hibbs (1977)	Bonomo y Terra (1999)	Alesina (1987)

El modelo oportunista nace en los años 70, con las investigaciones de Nordhaus (1972). En el mismo desarrollan modelos que incorporan el supuesto de expectativas adaptativas. En los años posteriores, surgen en la década de los 80, modelos que sustituyen el supuesto de expectativas adaptativas por el de expectativas racionales, siendo Rogoff (1990) el principal exponente.

El modelo partidario-ideológico surge en la segunda mitad de los 70 con Hibbs (1977). El supuesto fundamental de su trabajo es que los gobiernos tendrán políticas diferentes de acuerdo a si pertenecen a la izquierda o a la derecha. Si bien no se supone directamente que los agentes tienen expectativas adaptativas, esto se encuentra implícito de alguna manera en el análisis desarrollado. En la generación de estos modelos, se introducen expectativas racionales (Alesina, 1987). Nordhaus (1989) desarrolla un modelo político mixto que incorpora tanto las estimulaciones oportunistas como las motivaciones partidarias ideológicas.

El ciclo político y el tipo de cambio ¹

Entre los ciclos político-económicos se pueden diferenciar entre los que son generados por un comportamiento oportunista de los políticos, los que poseen diferencias ideológicas y los que podrían surgir por la diferente capacidad de los gobernantes.

El ciclo oportunista es causado por una política económica que no es óptima, dadas las preferencias del político gobernante. Es decir, dicho ciclo es producido únicamente por el anhelo del gobernante de ganar las siguientes elecciones, ya que en otra situación la política adoptada sería diferente a la observada.

El ciclo ideológico-partidista es un proceso que no implica apartamiento de la política óptima, dadas las preferencias de los políticos. Estos buscan alcanzar determinados objetivos económicos que favorezcan a sus partidarios, y por ende, se observa un comportamiento “cíclico” en ciertas variables económicas, cuando se pasa de un gobierno que representa una ideología o a un determinado sector social a otro que representa otros intereses.

Finalmente, se tiene un ciclo que no es frecuentemente mencionado en la literatura sobre el ciclo político económico, que es consecuencia de la diferente capacidad administrativa de los gobernantes y que podría llamarse ciclo de competencia política. Si se encuentra frente al poder un político incompetente, necesitará una mayor recaudación impositiva para proveer determinada cantidad de bienes públicos de la que requeriría un político competente, por ende, al ser sustituido se observará un ciclo sobre determinadas variables económicas.

Si se hace hincapié en el ciclo oportunista cualquier modelo político pronostica idéntica evolución del tipo de cambio nominal en los períodos pre y pos electoral. Existiendo una apreciación en el período electoral y una depreciación en el período pos electoral del tipo de cambio nominal.

¹ Aboal, Lorenzo y Ruis (2003)

Cuadro 2. Características de los Ciclos oportunistas.

Características de los Ciclos oportunistas sobre el tipo de cambio nominal y real						
Modelo	Condiciones políticas		Tipo de Cambio Nominal		Tipo de Cambio Real	
	Características del Presidente	Vencedor	Antes de la elección	Después de la elección	Antes de la elección	Después de la elección
Assael y Larrain (1994)	Oportunista	Oportunista	Baja devaluación	Alta devaluación	Apreciación	Depreciación
Stein y Streb (1999)	Incompetente y altamente oportunista	Presidente	Baja devaluación	Alta devaluación	Constante	Constante
	Competente	Presidente	Baja devaluación	Alta devaluación	Constante	Constante
Ghezzi, Stein y Streb (1999)	Incompetente y altamente oportunista	Presidente	Baja devaluación	Alta devaluación	Apreciación	Depreciación
	Competente	Presidente	Baja devaluación	Alta devaluación	Apreciación	Depreciación
Bonomo y Terra (1999)	Representante del Sector Transable	Presidente	Baja devaluación	Alta devaluación	Apreciación	Depreciación

El tipo de cambio real presentará una evolución similar a la del tipo de cambio nominal en tres de los cuatro modelos presentados en el *cuadro 2*. En el modelo de Stein y Streb (1999) se toma como dado que se cumple la paridad de poderes de compra en una economía de un único sector, lo que nos trae aparejado una nula variación en el tipo de cambio real de corto plazo. En el modelo de Assael y Larrain (1994), donde no hay escape a un ciclo oportunista, ésta no es la única evolución posible del tipo de cambio nominal y real, dado que el ciclo está vinculado a parámetros de estructura del modelo y de la función de voto considerada. En este modelo, en el punto de inicio siempre estará el comportamiento de políticos oportunistas en el poder. Además, hay que destacar que el modelo se presupone que a los votantes les desagrada la inflación, el desempleo y las variaciones del tipo de cambio real.

Los políticos competentes como los incompetentes de alguna manera pueden tener incidencia en los ciclos oportunistas, dependiendo del tipo de asimetría de información que se suponga. Por ende, no hay posibilidad que el gobernante competente en caso de asimetría de información o el gobernante incompetente oportunista en el caso de doble asimetría de información pierdan la elección, lo que es una limitante. También existe la posibilidad de introducir incertidumbre en el resultado de la elección. Esta posibilidad no es irrelevante desde el análisis empírico, ya que una menor devaluación del tipo de cambio antes de la

elección y una mayor devaluación posterior no implica que los políticos actúan de forma oportunista.

Para intuir el funcionamiento, hay que suponer que el tipo de cambio es utilizado como forma de señoreaje. Una mayor devaluación implicará una mayor tasa de interés nominal, traduciéndolo en un mayor costo para los consumidores que necesitan acceder a dinero en efectivo para hacer frente a sus gastos.

Aquellos gobernantes más competentes necesitaran una menor cantidad de recursos y una menor devaluación para brindar determinada cantidad de bienes públicos y mejorar el bienestar de la sociedad. Por esta razón, los gobernantes incompetentes pero oportunistas desaceleran el ritmo de devaluación que les sería óptimo, para asemejarse a un gobernante competente. Una vez finalizada y ganada la elección, deben proceder a devaluar para hacer frente las deudas que asumidas durante la campaña.

Si un político competente es continuado en la presidencia por uno incompetente la evolución de la tasa de devaluación en el período pre y pos electoral debería ser igual a la que se produce con políticos oportunistas con continuidad en el gobierno.

Por último, el modelo de Bonomo y Terra (1999) presume que los votantes del sector productor de bienes no transables son la mayoría, por lo tanto muchos políticos del sector comercializable simularán sentirse identificado con este sector para alcanzar la victoria en las elecciones.

Orientaciones ideológicas. Izquierda y Derecha.

La diferenciación entre las ideologías políticas proviene de la posición física que ocupaban los representantes del gobierno en el parlamento francés surgido tras la “Revolución Francesa” en finales del Siglo XVIII. Existían dos grandes bloques políticos: a la derecha quienes defendían una organización social que favoreciera a los grupos privilegiados social y económicamente, mediante el establecimiento de diferenciaciones de derechos y poder entre las personas en función a factores económicos, políticos, religiosos y

militares; y a la izquierda quienes defendían la igualdad de derechos y poder de todas las personas sin diferenciaciones.

En función a lo descripto, la izquierda se centra principalmente en impulsar medidas y acciones que garanticen el cumplimiento de los derechos y libertades para toda la población, mientras que la derecha se centra en medidas y acciones enfocadas a asegurar el poder económico-social de los grupos privilegiados. Estos rasgos diferenciadores que constituyen el marco general de clasificación del espectro político.

En la aplicación práctica, la ideología izquierda vela por la eliminación de privilegios socio-económicos de los grupos políticos y económicos, intentando proporcionar mecanismos de igualdad de condiciones y oportunidades para toda la población. Por esto, la economía estará enfocada en conseguir el beneficio general de la población, el control social del sistema mediante mecanismos como la banca pública. Por otro lado, la derecha organiza la economía según los intereses de los grupos de referencia.

De todos modos, la distinción política es considerada como el grado de preferencias sobre la política económica que llevara el gobierno. En primer lugar, como Iglehart (1997) sugiere, las concepciones clásicas sobre la semántica izquierda-derecha ven estos términos como la distinción entre aquellos que prefieren mayor (izquierda) o menor (derecha) intervención del Estado en la economía.

Con el fin de evaluar cómo se idealiza la posición política en Latinoamérica, se debe tener en cuenta tanto las preferencias sobre el papel del Estado en la economía así como las preferencias a favor o en contra del libre comercio. Partimos de la asunción que los términos izquierda y derecha se entienden como indicadores de una división de ideología económica.

Por lo expuesto hasta el momento, y a los fines de este trabajo, es importante realizar una primera aproximación de cómo se consideraran las diferentes orientaciones políticas. Si bien, conocemos que existen diferentes matices entre las orientaciones, como ser: Izquierda, Centro-izquierda, Centro, Centro-Derecha y Derecha; para facilitar los cálculos y análisis de

este estudio, consideraremos la existencia de dos únicas corrientes políticas: Izquierda y Derecha.

A lo largo de este trabajo, consideraremos que un ciudadano que vota por un gobierno de derecha está optando por un gobierno pro-mercado, un Estado con poca o nula intervención en el mercado, que beneficie el desempeño de las empresas y por ende, que aumente el volumen de transacciones bursátiles. También se espera que el Gobierno de derecha implemente políticas macroeconómicas que reduzcan la inflación.

Por otro lado, un votante de un partido de ideología de izquierda desea un gobierno no afín al mercado, donde el Estado tenga intervención y participación en el mismo. Nos referimos a un Gobierno que intente estimular el crecimiento y consumo a costa de inflación.

Palabras finales del capítulo ¹

El estudio de los ciclos políticos y económicos se ha desarrollado en dos fases diferentes. La primera de ellas, iniciada a mediados de los años setenta, se caracterizó por el uso de los modelos macroeconómicos tradicionales, los cuales, permiten a los gobiernos influenciar de manera sistemática y predecible los resultados económicos en la medida en que logran explotar una curva de Phillips de corto plazo. Nordhaus (1975) fue uno de los primeros en estudiar el tema, realizando énfasis en las motivaciones oportunistas de los *policymakers*.

Dentro de este enfoque, los políticos no tienen preferencias sobre las políticas fiscales, monetarias y cambiarias, de forma tal que escogen aquellas que afecten favorablemente a las variables económicas como la tasa de crecimiento del PBI, la inflación y el desempleo, con lo cual pretenden maximizar sus posibilidades de permanecer en el poder a través del apoyo de los votantes como hemos visto anteriormente. Las implicaciones de este modelo son entonces que el gobierno estimula de una manera artificial variables macroeconómicas, así,

¹ Lopéz G. y Rodríguez V. (2008)

en el periodo posterior a las elecciones, se eliminaran los efectos iniciales a través de una recesión en la economía.

Igualmente, Assael y Larrain (1994), se encargaron de estudiar el enfoque oportunista de los ciclos políticos, sin embargo, el primero en modelar la teoría fue Nordhaus. En su modelo se supone una economía caracterizada por una curva de Phillips aumentada con expectativas adaptativas. En cada elección, hay dos candidatos que se enfrentan: el titular y el retador. Los votantes prefieren el crecimiento y les disgusta la inflación y el desempleo. Votan de acuerdo a como se esté comportando la economía durante el periodo del titular: a favor, si hay un bajo desempleo y baja inflación, con crecimiento del PBI, y en contra en caso contrario. Así, la forma en que evolucione la economía en el periodo anterior a las elecciones afecta a la decisión de los votantes en mayor grado que la situación de la economía en un pasado más distante, siempre visto con la relación al desempeño económico que permite al votante medio comparar los resultados.

La naturaleza del partido –izquierda o derecha- determina la posición frente a ciertas variables. Se considera, en general, que los partidos de tendencia izquierdista son más afines a un bajo de desempleo y al crecimiento del PBI, que a mantener una baja inflación, mientras que los de la derecha prefieren mantener el control sobre los precios, aunque esto implique un mayor desempleo y una menor producción.

Este tipo de modelos, ambos partidos escogen puntos diferentes en el *trade-off* entre inflación y desempleo en una curva de Phillips manipulable. Los votantes escogen los partidos de izquierda o derecha de acuerdo con sus propias preferencias, a través de expectativas adaptativas¹. La inflación y el desempleo tienen consecuencias en la distribución de la renta, y explican las diferencias en las preferencias de los votantes al momento de elegir un partido al cual pertenecer.

¹ El modelo de Hibbs incorpora que el electorado de derecha está compuesto por la clase media-alta y la comunidad financiera y de negocios, y el de izquierda incluye a la clase media-baja y movimientos sindicales.

La segunda parte del estudio de la teoría de los ciclos políticos-económicos se desarrolló a mediados de los años ochenta, como una forma de incorporar la teoría de juegos a la política económica. Con estas teorías, los modelos de ciclos políticos tradicionales traen consigo las expectativas racionales de los votantes, haciendo énfasis en los límites de los gobiernos para modificar los comportamientos de las variables económicas e impactar en el ciclo, dada la capacidad de los agentes de preverlos, y en sus efectos sobre las intenciones de voto. Desde la visión oportunista, Rogoff y Sibert (1988), introdujeron las expectativas racionales en los modelos tradicionales, es decir, la maximización de la utilidad esperada de los agentes y la formación óptima de las expectativas, con la información disponible. En cuanto al enfoque partidista, se encargó de lo propio Alesina (1987).

Los modelos oportunistas con expectativas racionales hacen uso de las herramientas planteadas por Nordhaus, y enfatizan en las capacidades de los hacedores de política, pero sus puntos de partido e implicaciones son diferentes. Rogoff parte del presupuesto del gobierno, en lugar de la curva de Phillips, y concluye que en el año electoral se deben observar impuestos más bajos y déficits mayores. Aquí la capacidad de los *policymakers* está determinada por su habilidad para reducir los resultados negativos en el presupuesto. Persson y Tabellini (1990) parten en cambio de la curva de Phillips, concluyendo que el hacedor de política más competente es aquel que favorezca el crecimiento sin inflación. El modelo se encuentra que hay existencia de voto retrospectivo, o sea que existe una correlación positiva entre la tasa de crecimiento antes de las elecciones y los resultados electorales.

Por último, Alesina (1987) incorporó al modelo partidista las expectativas racionales, teniendo en cuenta rigideces de precios y salarios. En este tipo de modelos, pueden existir dos o más partidos políticos que asignan a las variables económicas diferentes ponderaciones. De este modo, Alesina estudia en su modelo la incertidumbre en las políticas, como consecuencia de la incertidumbre electoral, ya que a pesar de que las políticas de cada partido son conocidas, la distribución de las preferencias de los votantes es incierta.

Para finalizar, como los resultados electorales no son predecibles, cada elección puede producir choques de política que afectan a las variables reales, choques transitorios ya

que las expectativas de los votantes pueden ajustarse de una manera racional. El modelo concluye que en el periodo siguiente a la elección, el crecimiento debería estar por encima de su tasa natural en un gobierno de tendencia izquierda, y por debajo en el caso de un gobierno de derecha; sin embargo, para el periodo siguiente, el crecimiento estará en su tasa natural para ambos tipos de gobierno. De esta manera, los efectos sobre las variables reales son de corta vida en el caso de una teoría partidista racional, pero la inflación difiere en forma permanente, siendo mayor en el caso de los gobiernos de izquierda.

Capítulo 3

Contexto electoral

Argentina

La elección en Argentina del año 2003 se celebró, su primera vuelta, el 27 abril de ese año. La misma encontraba una Nación golpeada por la crisis del 2001, desencadenada por un desorden primero económico, político y luego social.

El resultado arrojó un empate técnico entre Carlos Menem, con el 24,45% de los votos, y Néstor Kirchner, con el 22,25%. Al no llegar ninguno de ellos al mínimo del 45%, pasaron a una instancia final *-ballotage-* que se celebraría el 18 de mayo de 2003. Sin embargo, Menem decidió retirar su candidatura, con lo cual Kirchner resultaría elegido. En esta elección, Nestor Kirchner representaba al movimiento Frente para la Victoria. El mismo a los fines de este trabajo será considerado ideológicamente de izquierda.

El 28 de octubre de 2007 se celebraría otra jornada electoral para elegir al Presidente argentino. Nuevamente ganaría estas elecciones el Frente para la Victoria y la Presidente de la Nación sería Cristina Fernández de Kirchner con el 45,28% de los votos. Lejos, en segundo lugar, quedaría Elisa Carrió, representando al Partido ARI- Coalición Cívica.

Cristina Fernández sería reelegida el 23 de Octubre del 2011, con el 54% de los votos frente a Hermes Binner (Frente Amplio Progresista) con el 16,81% y Ricardo Alfonsín (UCR) con el 11,14%. Nuevamente en Argentina ganaría un partido afín a la ideología de izquierda.

Las elecciones presidenciales de Argentina 2015 se realizaron el 25 de octubre de ese año en una primera vuelta, donde empatarían Mauricio Macri con el 34,15% y Daniel Scioli con el 37,08%. Con este resultado fue necesario definir la presidencia en una segunda vuelta.

Macri representaba a Cambiemos, que se considera de ideología de derecha para nuestro análisis, y Daniel Scioli al Frente para la Victoria.

La elección se definiría el 22 de noviembre de 2015 donde Mauricio Macri se impondría con el 51,34% frente al 48,66% de Daniel Scioli. Resultando de esta manera la victoria de la ideología de derecha en Argentina.

Brasil

El 6 de Octubre de 2002 se celebrarían las elecciones generales en Brasil. Esta jornada electoral fue ganada por Luiz Inácio Lula da Silva del Partido de los Trabajadores (Izquierda) con el 46,4% de los votos frente José Serra del partido PSDB (centro izquierda) con el 23,2%.

Al no llegar al mínimo del 50% de los votos por parte del primero de ellos, fue necesaria una segunda vuelta que se celebraría el 27 de Octubre de 2002. En ella se impondría definitivamente Lula da Silva con el 61,3% del electorado.

Lula da Silva sería reelecto, nuevamente en *ballotage*, en 2006. Esta vez, en segundo lugar quedaría Geraldo Alckmin, representante del PSDB. La izquierda continuaba gobernando Brasil.

Más adelante, el 3 de Octubre de 2010, se elegiría nuevamente Presidente en Brasil. El Partido de los Trabajadores sería elegido nuevamente pero esta vez representado por Dilma Rousseff, quien se impondría –en *ballotage*- con el 56,05% de los votos frente al PSDB personalizado por José Serra.

La última elección brasileña tuvo lugar el 5 de Octubre de 2014, donde hubo otro empate entre Dilma Rousseff (PT) y Aécio Neves (PSBD). Desempataría el 26 de octubre de ese año, donde Rousseff resultaría nuevamente elegida como Presidente de Brasil.

Chile

El 11 de Diciembre de 2005 sería el día en el que el pueblo chileno debía elegir al Presidente de la Nación. El resultado se vería dividido entre Michelle Bachelet del Partido Socialista (considerado de Izquierda) con el 45,96% de los votos y Sebastián Piñera Echenique de la Renovación Nacional (derecha) con el 25,41%.

La segunda vuelta se llevaría a cabo el 15 de Enero de 2006, donde Bachelet se impondría con el 53,50% de los votos y gobernaría los próximos cuatro años.

La nueva elección tendría lugar el 13 de Diciembre de 2009 con una segunda vuelta el 17 de Enero de 2010. En la misma, resultaría elegido como Presidente de Chile quien hubiera sido derrotado en la anterior elección, Piñera Echenique (derecha). El mismo derrotó a Eduardo Frei Ruiz-Tagle quien representaba al Partido Demócrata Cristiano.

En 2013, sería el turno de Michelle Bachelet (izquierda) nuevamente. Se impondría en segunda vuelta frente a Evelyn Matthei Fornet quien representaba a la Unión Demócrata Independiente (derecha).

México

El 2 de Julio de 2006 se celebraron las elecciones generales en México, en las cuales se elegiría tanto el presidente de la República, como los puestos del Congreso. Resultaría ganador de esta elección, Felipe Calderón Hinojosa quien representaba al Partido Acción Nacional (derecha) obteniendo el 35,6% de los votos. En segundo lugar, quedaría López Obrador del Partido de la Revolución Democrática (centro izquierda).

Seis años después, el 1 de Julio de 2012, se celebraría otra jornada electoral. En este caso, López Obrador volvería a perder, esta vez frente a Enrique Peña Nieto del Partido Revolucionario Institucional (derecha).

Perú

Las elecciones generales de Perú tuvieron lugar el 10 de Abril de 2016, para elegir Presidente de la República, Vicepresidente, Congresistas y Parlamentarios.

La primera vuelta resultó en un empate entre Pedro Kuczynski, quien representaba a Peruanos por el Cambio (derecha), y Keiko Fujimori, Fuerza Popular (derecha), con el 21,05% y 39,87% del electorado respectivamente.

Finalmente, Kuczynski se impondría con el 50,12% de los votos siendo elegido como Presidente de Perú.

Capítulo 4

Metodología

El objetivo de la presente investigación es analizar la relación existente entre las expectativas electorales de los diferentes países bajo análisis y los retornos de sus principales índices bursátiles.

Los datos para este estudio fueron seleccionados en 5 diferentes países. Estos países, como fue mencionado anteriormente, incluyen a: Argentina, Brasil, Chile, México y Perú. Para cada uno de estos países, se examinaron los principales índices bursátiles para recopilar información en tiempos electorales.

Cuadro 3. Elecciones bajo análisis.

Election Data		
País	Elecciones observadas	Días observados
Argentina	4	3288
Brasil	4	3185
Chile	3	2159
México	2	1708
Perú	1	200

Los índices utilizados para cada país para tomar datos entorno a las elecciones fueron:

- Merval (Argentina) ¹
- Bovespa (Brasil) ²
- IPSA (Chile) ³
- IPC MEX (México) ⁴

¹ <http://www.merval.sba.com.ar/Vistas/Cotizaciones/Acciones.aspx>

² <http://www.bmfbovespa.com.br/es/>

³ <http://www.bolsadesantiago.com/Paginas/Home.aspx>

⁴ <https://mx.advfn.com/mundo/mexico>

- IGBVL (Perú) ¹

Con el fin de examinar más de cerca los efectos de las elecciones en los mercados bursátiles, se utilizó un modelo de regresión.

En cada caso, la variable dependiente elegida son los retornos diarios del principal índice de cada país ($R_{i,t}$). Las variables independientes son diferentes factores considerados que podrían afectar los retornos diarios del índice del país.

Una de las variables independientes utilizadas fue si hubo cambio en la ideología política en el momento de las elecciones. A los fines de este estudio, se decidió arbitrariamente que los partidos políticos podían tener solo dos posibilidades: Orientación de Izquierda y Orientación de Derecha.

El cambio político es considerado cuando el partido que ganas las próximas elecciones es de distinta ideología al que estaba como titular en el poder. El cambio en la ideología política (ELEC) representa una de las cinco variables independientes utilizadas en el modelo de regresión.

Cuadro 4. Elecciones observadas y ganadores.

Elecciones observadas y orientaciones políticas ganadoras					
País		1	2	3	4
Argentina	Fecha	27/03/2003	28/10/2007	23/10/2011	25/10/2015
	Ganador	Izquierda	Izquierda	Izquierda	Derecha
Brasil	Fecha	06/10/2002	01/10/2006	03/10/2010	05/10/2014
	Ganador	Izquierda	Izquierda	Izquierda	Izquierda
Chile	Fecha	11/12/2005	13/12/2009	17/11/2013	
	Ganador	Izquierda	Derecha	Izquierda	
México	Fecha	02/07/2006	01/07/2012		
	Ganador	Derecha	Derecha		
Perú	Fecha	10/04/2016			
	Ganador	Derecha			

¹ <http://www.bvl.com.pe/>

Estas variables independientes incluyen:

- Retornos diarios del iShares Latin America 40 ETF (R_r, t)
- Tasa de Interés de Política Monetaria (TASA)
- Riesgo País (RP)
- Tipo de Cambio (TC)

El ETF iShares Latin America 40¹ busca replicar los resultados de un índice compuesto por 40 de las acciones más importantes de América Latina. Al ser un activo compuesto por las principales acciones de Latinoamérica, se entiende que en promedio replica el rendimiento de la región.

En el modelo de regresión, cada una de las variables independientes es examinada con el objetivo de encontrar impactos significativos en el retorno de cada país en cuestión.

El resto de piezas que completan el modelo de regresión son los coeficientes. Estos son tres diferentes coeficientes utilizados en las regresiones realizadas.

Los coeficientes utilizados en el modelo son:

- Beta (β): Estima el riesgo sistémico relativo de cada país en función a la región.
- Gamma (γ): Describe la estimación de cambio en la intercepción y si los retornos son significantes diferentes en torno a los eventos.
- Error (ε): el error asociado supone que se distribuye normalmente con una media de cero.

Combinando todos ellos, el modelo de regresión utilizado para buscar impactos significativos en los retornos de los índices analizados se presenta a continuación.

¹ Índice de Referencia: S&P Latin America 40 Index. Fact-Sheet: <https://www.blackrock.com/cl/literature/fact-sheet/ilf-ishares-latin-america-40-etf-fund-fact-sheet-es-lm.pdf>

$$R_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 R_{r,t} + \gamma_1 \text{TASA}_{i,t} + \gamma_2 \text{RP}_{i,t} + \gamma_3 \text{TC}_{i,t} + \gamma_4 \text{ELEC}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

La misma regresión fue realizada para cada uno de los países para determinar que coeficientes impactaban significativamente en la variable dependiente ($R_{i,t}$). Los datos utilizados en la regresión incluyeron todas las variables mencionadas. Las observaciones se realizaron con frecuencia diaria, abarcando un rango desde 100 días antes de la primera elección hasta 100 días después de la última elección. Por ejemplo, en el caso de Argentina, la primera elección bajo estudio se llevó a cabo el 27/04/2003 y las observaciones comienzan el 02/12/2002, o sea 100 días de mercado antes. Por otro lado, la última elección observada para nuestro país fue la del día 23/10/2015, pero la última observación fue el 26/03/2016, 100 días hábiles de mercado posteriores.

El resultado de la regresión incluye tanto los coeficientes como los p-values para determinar la significancia. Un p-value por debajo del 0.05 se considerará significativo a los efectos de esta regresión.

Capítulo 5

Resultados

Argentina

El resultado para Argentina muestra que el ETF y la Tasa de Interés local son las variables significativas en el presente modelo. De esta manera, la regresión nos muestra que la sensibilidad del Merval se encuentra explicada por el desempeño de la región y los movimientos en la tasa de referencia de política monetaria.

En el caso de la Tasa de Interés, el coeficiente de regresión es -0.006702 y el p-value $.0446$. Dado que el coeficiente es negativo en este caso, esta variable significativa sugiere que la variación del índice bursátil argentino es menor después de un cambio político. El coeficiente del ETF obtenido es $.426059$, de esta manera tiene un efecto significativo sobre la variable dependiente.

Cuadro 5. Resultados para Argentina.

Dependent Variable: Merval				
Method: Least Squares				
Date: 05/21/17 Time: 11:31				
Sample: 1 3288				
Included observations: 3288				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000613	0.000317	1.935651	0.0530
ETF	0.426059	0.013478	31.61137	0.0000
RP	-0.003531	0.002129	-1.658531	0.0973
TASA	-0.006702	0.003336	-2.008804	0.0446
TC	-0.034243	0.040279	-0.850146	0.3953
ELEC	-0.000593	0.001281	-0.463131	0.6433
R-squared	0.240969	Mean dependent var		0.001184
Adjusted R-squared	0.239813	S.D. dependent var		0.020097
S.E. of regression	0.017523	Akaike info criterion		-5.248825
Sum squared resid	1.007713	Schwarz criterion		-5.237697
Log likelihood	8635.068	Hannan-Quinn criter.		-5.244841
F-statistic	208.3869	Durbin-Watson stat		1.962662
Prob(F-statistic)	0.000000			

Según el resultado obtenido, se considera que la variable del resultado del proceso electoral (ELEC) no es significativa.

De todos modos, la bondad de ajuste del modelo (R^2) es baja, no explicando la variabilidad del parámetro endógeno.

Brasil

En el análisis de la regresión, para el caso de Brasil, obtenemos como resultado tres variables significativas que explican la variación diaria del Bovespa durante los días analizados. Estas variables significativas son: el Riesgo País, el Tipo de Cambio y el desempeño del ETF.

Cuadro 6. Resultados para Brasil.

Dependent Variable: BOVESPA				
Method: Least Squares				
Date: 05/21/17 Time: 11:13				
Sample: 1 3185				
Included observations: 3185				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.77E-05	0.000225	-0.078693	0.9373
ETF	0.456435	0.011138	40.98091	0.0000
RP	0.004491	0.001959	2.292821	0.0219
TASA	-0.001125	0.005005	-0.224805	0.8221
TC	-0.361374	0.023018	-15.69966	0.0000
ELEC	0.000436	0.001333	0.326851	0.7438
R-squared	0.526219	Mean dependent var		0.000614
Adjusted R-squared	0.525474	S.D. dependent var		0.018070
S.E. of regression	0.012448	Akaike info criterion		-5.932655
Sum squared resid	0.492583	Schwarz criterion		-5.921227
Log likelihood	9453.753	Hannan-Quinn criter.		-5.928557
F-statistic	706.1705	Durbin-Watson stat		2.074507
Prob(F-statistic)	0.000000			

En el caso del Tipo de Cambio, el coeficiente obtenido es de -.361374 y el p-value $<.0001$, esto indica que los valores del Bovespa descenderán ante un movimiento positivo del tipo de cambio.

También para el caso brasilero, se considera que la variable del resultado electoral (ELEC) no resulta significativa.

Chile

El resultado de la regresión para el caso chileno, nos arroja como variables significativas: el desempeño del ETF y la variación del tipo de cambio. Asimismo, la bondad de ajuste del modelo (R^2) es .657803.

Una vez más, en el caso de Chile, no se encontró evidencia que la variable del resultado electoral (ELEC) sea significativa.

Cuadro 7. Resultados para Chile.

Dependent Variable: IPSA				
Method: Least Squares				
Date: 05/21/17 Time: 11:15				
Sample: 1 2159				
Included observations: 2159				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000389	0.000319	-1.218677	0.2231
ETF	0.635236	0.011206	56.68643	0.0000
RP	0.003881	0.002087	1.859596	0.0631
TASA	-0.001903	0.001265	-1.503559	0.1328
TC	-0.118243	0.038202	-3.095193	0.0020
ELEC	0.000885	0.000469	1.888010	0.0592
R-squared	0.657803	Mean dependent var		0.000493
Adjusted R-squared	0.657008	S.D. dependent var		0.018308
S.E. of regression	0.010722	Akaike info criterion		-6.230177
Sum squared resid	0.247533	Schwarz criterion		-6.214399
Log likelihood	6731.476	Hannan-Quinn criter.		-6.224406
F-statistic	827.7401	Durbin-Watson stat		2.196176
Prob(F-statistic)	0.000000			

México

El resultado de la regresión en el caso mexicano, nos arroja como variable significativa solo el Tipo de cambio, donde su coeficiente es -.783493 y el p-value <.0001.

Al igual que en los casos anteriores, se encontró que la variable del resultado electoral (ELEC) no es significativa.

Cuadro 8. Resultados para México.

Dependent Variable: IPCMEX
 Method: Least Squares
 Date: 05/21/17 Time: 11:18
 Sample: 1 1708
 Included observations: 1708

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000398	0.001500	-0.265584	0.7906
ETF	0.020422	0.012696	1.608535	0.1079
RP	-0.001429	0.002399	-0.595408	0.5517
TASA	-0.022794	0.012277	-1.856635	0.0635
TC	-0.783493	0.034990	-22.39159	0.0000
ELEC	0.000966	0.001500	0.643565	0.5199

R-squared	0.234702	Mean dependent var	0.000566
Adjusted R-squared	0.232454	S.D. dependent var	0.014771
S.E. of regression	0.012941	Akaike info criterion	-5.853288
Sum squared resid	0.285044	Schwarz criterion	-5.834168
Log likelihood	5004.708	Hannan-Quinn criter.	-5.846212
F-statistic	104.3940	Durbin-Watson stat	1.951725
Prob(F-statistic)	0.000000		

Perú

Por último, en el caso de Perú obtenemos como resultado del análisis de la regresión nos arroja que las cinco variables tienen impacto significativo en nuestra variable dependiente.

La variable de cambio político posee un coeficiente de .006202 y un p-value .01. De los cinco países analizados, el caso de Perú es el único que se acerca a lo postulado por la literatura en función al impacto de un cambio político en los rendimientos del índice bursátil.

Cuadro 9. Resultados para Perú.

Dependent Variable: IGBVL
 Method: Least Squares
 Date: 05/21/17 Time: 11:09
 Sample: 1 200
 Included observations: 200

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.005536	0.002660	-2.081036	0.0387
ETF	0.133990	0.033568	3.991641	0.0001
RP	-0.038902	0.015465	-2.515428	0.0127
TASA	0.155828	0.059945	2.599513	0.0101
TC	-0.801670	0.170645	-4.697895	0.0000
ELEC	0.006202	0.002384	2.601252	0.0100
R-squared	0.226141	Mean dependent var		0.001989
Adjusted R-squared	0.206196	S.D. dependent var		0.012155
S.E. of regression	0.010830	Akaike info criterion		-6.183471
Sum squared resid	0.022754	Schwarz criterion		-6.084521
Log likelihood	624.3471	Hannan-Quinn criter.		-6.143427
F-statistic	11.33833	Durbin-Watson stat		1.701967
Prob(F-statistic)	0.000000			

Capítulo 6

Análisis de los Resultados

Si comparamos los resultados de las cinco regresiones obtenidas en el Capítulo 5, en cuatro de los países bajo estudio se repite como variable significativa el ETF, o sea los retornos diarios del activo que replica el desempeño de las principales acciones de la región. No es extraño que este resultado se dé sobre todo en Brasil, dado que este ETF está compuesto por un 58% de activos de este país.¹

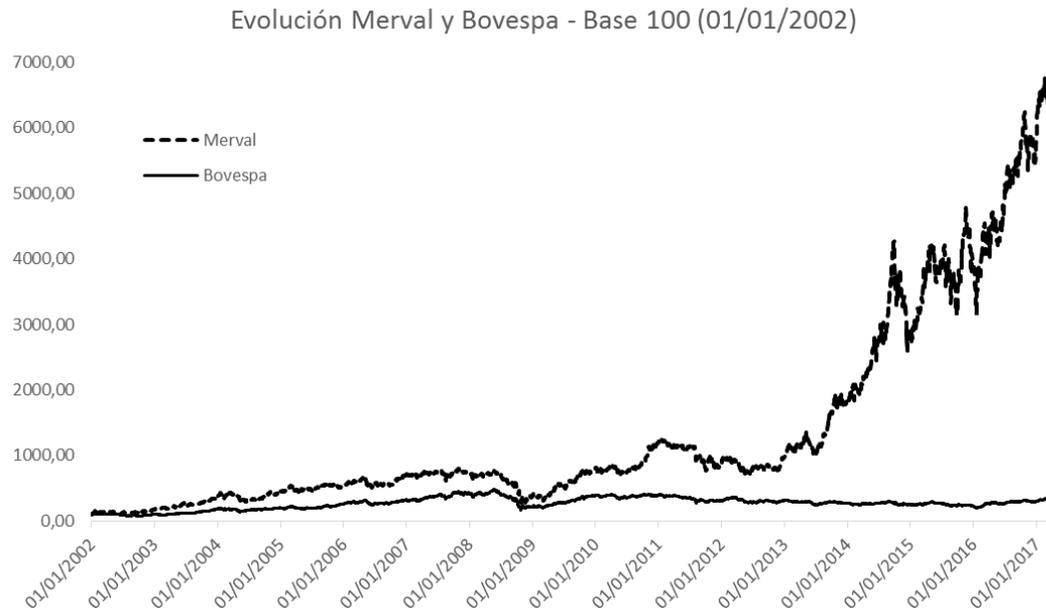
Cuadro 10. Variables significativas.

País		Variables significativas				
		Variables independientes				
		ETF	Riesgo País	Tasa	Tipo de Cambio	Elección
Argentina	<i>Coefficiente</i>	0,426059		-0,006702		
	<i>p-value</i>	0,0000		0,0446		
Brasil	<i>Coefficiente</i>	0,456435	0,004491		-0,361374	
	<i>p-value</i>	0,0000	0,0219		0,0000	
Chile	<i>Coefficiente</i>	0,635236			-0,118243	
	<i>p-value</i>	0,0000			0,0020	
México	<i>Coefficiente</i>				-0,783493	
	<i>p-value</i>				0,0000	
Perú	<i>Coefficiente</i>	0,133990	-0,038902	0,155828	-0,801670	0,006202
	<i>p-value</i>	0,0001	0,0127	0,0101	0,0000	0,0100

Si bien el iShares 40 Latin America no está compuesto por ningún activo del mercado de Argentina, en los resultados de la regresión, lo muestra como una de las variables explicativas significativas para las variaciones diarias del Merval. Este hecho puede estar explicado dado que el coeficiente de correlación entre el Bovespa y el Merval es de .4969², mostrando una correlación positiva. Este dato nos da la pauta, que existe relación entre el desempeño del Merval con el desempeño de la región Latam.

¹ <https://www.blackrock.com/mx/literature/fact-sheet/ilf-ishares-latin-america-40-etf-fund-fact-sheet-es-lm.pdf>

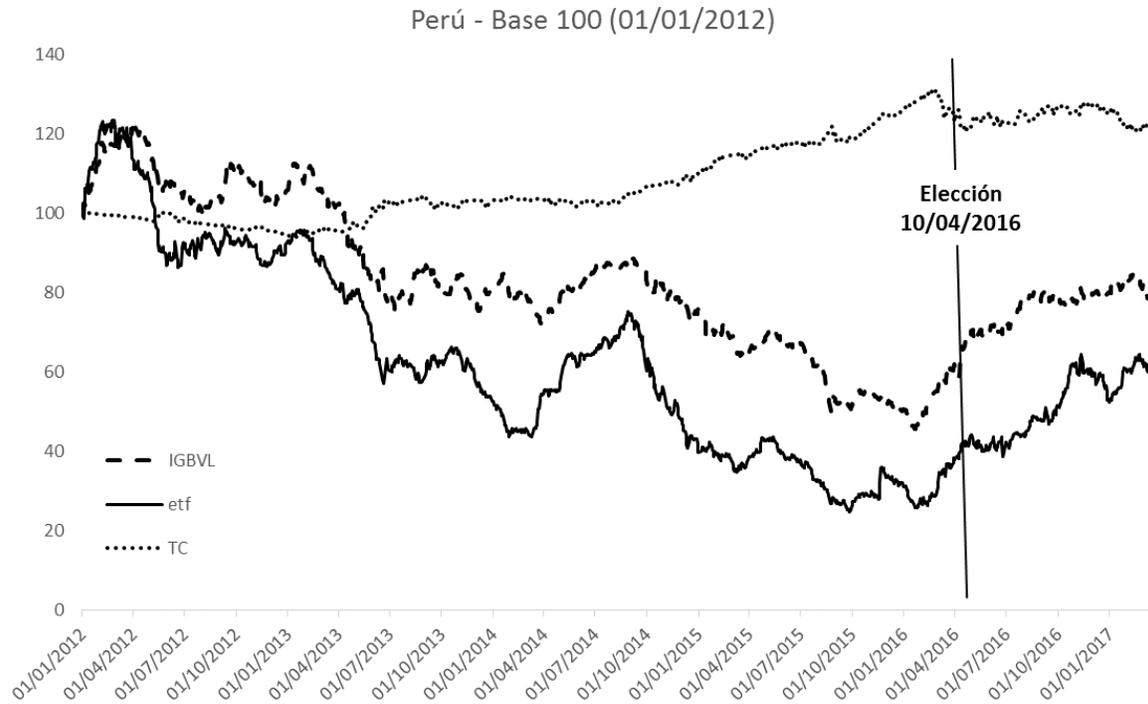
² Calculado dentro del período 01/01/2002 al 23/03/2017

Gráfico 1. Evolución Merval y Bovespa.

Otra de las variables que resulta significativa en cuatro de los cinco países analizados, es el tipo de cambio. Para el análisis en la regresión lineal se tuvieron en cuenta las variaciones diarias del tipo de cambio. En todos estos casos, el signo que acompaña al coeficiente es negativo, indicando que al aumentar los valores de la variable Tipo de Cambio, los valores de la variable dependiente descienden. De esta forma, ante una devaluación en el tipo de cambio, correspondería un impacto negativo en el índice accionario.

En el único caso que se comprueba la respuesta esperada de un impacto electoral en el índice bursátil local es en Perú. Para este país, la existencia de una elección presidencial es una de las variables explicativas para las variaciones diarias del IGBVL, comprobando en este caso que atravesar por una elección incide en el desempeño bursátil. De todos modos, más allá de este resultado, encontramos para este país que las otras variables también resultan significativas.

Gráfico 2. Evolución de IGBVL, iShares 40 Latin America y Tipo de Cambio para Perú.



En los siguientes cuadros, se muestran los desvíos estándar de los índices accionarios y de los tipos de cambio en los 100 días pre-electorales y 100 días pos-electorales.

Respecto de los 100 días pre-electorales, en Argentina se muestra una mayor volatilidad en la bolsa con respecto al resto de la región. En el caso de nuestro país, la mayor volatilidad se encuentra en los días anteriores a la elección de 2015, donde habría un cambio de orientación política. En los días previos a la última elección observada, la volatilidad del tipo de cambio es muy baja considerando que podría haber un cambio político, esto debido a la existencia del cepo cambiario, o bien, a que no se esperaba un recambio en la orientación del Gobierno, es decir que hubo una sorpresa en el resultado de la jornada electoral. Esta última afirmación es perfectamente comprobable dado que fue necesario un *ballotage* para definir la elección.

Cuadro 11. 100 días pre electorales.

100 DIAS PRE ELECTORALES: Orientaciones políticas ganadoras, índice accionario y tipo de cambio					
País		1	2	3	4
Argentina	Ganador	Izquierda	Izquierda	Izquierda	Derecha
	Índice bursátil (1)	1,77%	1,59%	2,31%	2,47%
	Tipo de Cambio (2)	1,00%	0,25%	0,12%	0,18%
Brasil	Ganador	Izquierda	Izquierda	Izquierda	Izquierda
	Índice bursátil (1)	2,34%	1,83%	1,35%	1,26%
	Tipo de Cambio (2)	2,32%	1,02%	0,89%	0,68%
Chile	Ganador	Izquierda	Derecha	Izquierda	
	Índice bursátil (1)	1,53%	1,50%	1,41%	
	Tipo de Cambio (2)	0,58%	0,64%	0,59%	
México	Ganador	Derecha	Derecha		
	Índice bursátil (1)	1,67%	0,77%		
	Tipo de Cambio (2)	0,54%	0,79%		
Perú	Ganador	Derecha			
	Índice bursátil (1)	1,14%			
	Tipo de Cambio (2)	0,41%			

(1) Desvío estándar de los retornos diarios

(2) Desvío estándar de las variaciones diarias

En el caso de Chile, el cambio político no hace aumentar en gran medida la volatilidad de la bolsa ni el tipo de cambio.

En los casos que se mantiene el Gobierno con tendencia hacia la derecha, como son los casos de Perú y la segunda elección de México, tiende a encontrarse menos incidencia de la volatilidad tanto en el índice bursátil como en el tipo de Cambio.

Según lo observado en la revisión de la literatura, estudios realizados en países desarrollados con mercados financieros eficientes, encuentran que las empresas se desempeñan mejor bajo gobiernos de derecha que con políticas de izquierda. En este caso, si los inversores anticipan este efecto, entonces los cambios de las expectativas sobre los resultados de las elecciones se verán reflejados en el comportamiento de los precios en un periodo preelectoral. Sin embargo, con la observación de los 100 días anteriores a las elecciones no se verifica esta afirmación. En Argentina, por ejemplo, la mayor volatilidad se encuentra en la elección del 2015 (2,47%) donde gana un gobierno de derecha. En otro ejemplo, en el caso de Chile, la volatilidad de la bolsa en el período que gana un gobierno de tendencia izquierda no se aleja demasiado del mismo dato en un gobierno de derecha.

Estos ejemplos, nos podrían estar indicando que esta afirmación no aplica a todos los mercados y países, o bien, que cuando existe *ballotage* o una elección ajustada sin un claro favorito, al mercado le cueste más identificar que la victoria terminará siendo de un gobierno con tendencia izquierda y por lo tanto no se refleje en la volatilidad previa a la elección.

Si ahora observamos el *Cuadro 12*, en el caso de Argentina luego de un cambio de orientación política en 2015, se verifica que la volatilidad es más elevada que en las elecciones anteriores. Es importante destacar, que entre que el nuevo gobierno es votado y se produce el cambio, transcurren al menos 60 días, por lo cual el mercado infirió que el Gobierno que dejaba el cargo podría tomar medidas que afecten los primeros tiempos del nuevo.

Cuadro 12. 100 días pos electorales.

100 DIAS POS ELECTORALES: Orientaciones políticas ganadoras, indice accionario y tipo de cambio					
País		1	2	3	4
Argentina	Ganador	Izquierda	Izquierda	Izquierda	Derecha
	Indice bursátil (1)	2,20%	1,57%	1,95%	2,44%
	Tipo de Cambio (2)	0,64%	0,10%	3,69%	1,15%
Brasil	Ganador	Izquierda	Izquierda	Izquierda	Izquierda
	Indice bursátil (1)	1,96%	1,40%	1,10%	2,02%
	Tipo de Cambio (2)	1,51%	0,51%	0,61%	1,17%
Chile	Ganador	Izquierda	Derecha	Izquierda	
	Indice bursátil (1)	1,30%	1,30%	1,25%	
	Tipo de Cambio (2)	0,48%	0,65%	0,57%	
México	Ganador	Derecha	Derecha		
	Indice bursátil (1)	1,37%	0,64%		
	Tipo de Cambio (2)	0,55%	0,59%		
Perú	Ganador	Derecha			
	Indice bursátil (1)	1,29%			
	Tipo de Cambio (2)	0,51%			

(1) Desvío estandar de los retornos diarios

(2) Desvío estandar de las variaciones diarias

En las dos elecciones intermedias de Argentina se observa menor volatilidad en la Bolsa. En estas dos elecciones se da la característica que no fue necesario un *ballotage* para su definición. No así en el tipo de cambio, donde es importante recordar que en los días posteriores a la elección fue introducida la medida del Cepo Cambiario. Por el lado de Chile,

nuevamente, la volatilidad de la bolsa no se ve afectada por un cambio de la orientación del Gobierno.

Solo en dos elecciones de las catorce observadas (Argentina 2003 y Brasil 2014) se comprueba la afirmación Bialkowski, Gottchalk y Wisniewski (2006) vista en la revisión bibliográfica. Estos autores afirmaban que, en los días posteriores a conocerse el resultado electoral, los inversores continúan sorprendidos por la distribución de los votos y los precios de las acciones reaccionando en respuesta con mayores niveles de volatilidad que los días previos. Para Argentina en 2003, la volatilidad de los 100 días previos fue de 1,77%, mientras que en los 100 posteriores fue de 2,20%. En el caso de Brasil 2014, paso de 1,26% a 2,02% en los 100 días antes y después respectivamente de la jornada electoral.

El Cuadro 13 nos muestra las volatilidades de los índices y tipos de cambio en los años involucrados bajo estudio. De esta forma, podemos observar individualmente para cada año cuales fueron sus volatilidades.

Cuadro 13. Volatilidad de índices bursátiles y tipos de cambio.

Año	Desvíos Estandar - Índices bursátiles y Tipo de Cambio									
	Argentina		Brasil		Chile		México		Perú	
	Merval	TC	Bovespa	TC	IPSA	TC	IPCMEEX	TC	IGBVL	TC
2002	-	-	0,02254	0,02121	-	-	-	-	-	-
2003	0,01855	0,00766	0,01527	0,01095	-	-	-	-	-	-
2004	0,02053	0,00562	0,01794	0,00701	-	-	-	-	-	-
2005	0,01582	0,00245	0,01570	0,00935	0,01456	0,00561	-	-	-	-
2006	0,01440	0,00140	0,01528	0,00842	0,01528	0,00444	0,01468	0,00529	-	-
2007	0,01421	0,00099	0,01722	0,00924	0,01722	0,00363	0,01359	0,00402	-	-
2008	0,02825	0,00335	0,03305	0,01897	0,03305	0,01090	0,02299	0,01450	-	-
2009	0,02248	0,00213	0,01985	0,01200	0,01985	0,00774	0,01712	0,01130	-	-
2010	0,01567	0,00121	0,01283	0,00875	0,01283	0,00639	0,00909	0,00722	-	-
2011	0,01880	0,00107	0,01555	0,01039	0,01555	0,00765	0,01236	0,00884	-	-
2012	0,01626	0,00100	0,01360	0,00721	0,01360	0,00544	0,00729	0,00692	-	-
2013	0,01905	0,00115	0,01290	0,00838	0,01290	0,00508	-	-	-	-
2014	0,02654	0,00922	0,01544	0,00833	0,01308	0,00614	-	-	-	-
2015	0,02342	0,02300	0,01593	0,01162	-	-	-	-	0,00828	0,00190
2016	-	-	-	-	-	-	-	-	0,01266	0,00496

Para el caso de Argentina, se observa una mayor volatilidad del tipo de cambio en el año 2015, justamente un año de elección donde se produce el cambio de orientación política. El mismo año también la volatilidad de la Bolsa es una de las más altas de la muestra.

En cuanto a Brasil, el 2002 es un año de mucha volatilidad en el Bovespa y sobre todo en el tipo de cambio. Es importante destacar que desde 1998 gobernaba el país el partido PSBD de orientación derecha. Dicho esto, en 2002 se produciría un cambio de orientación política en el poder que está explicando esa volatilidad en el mercado.

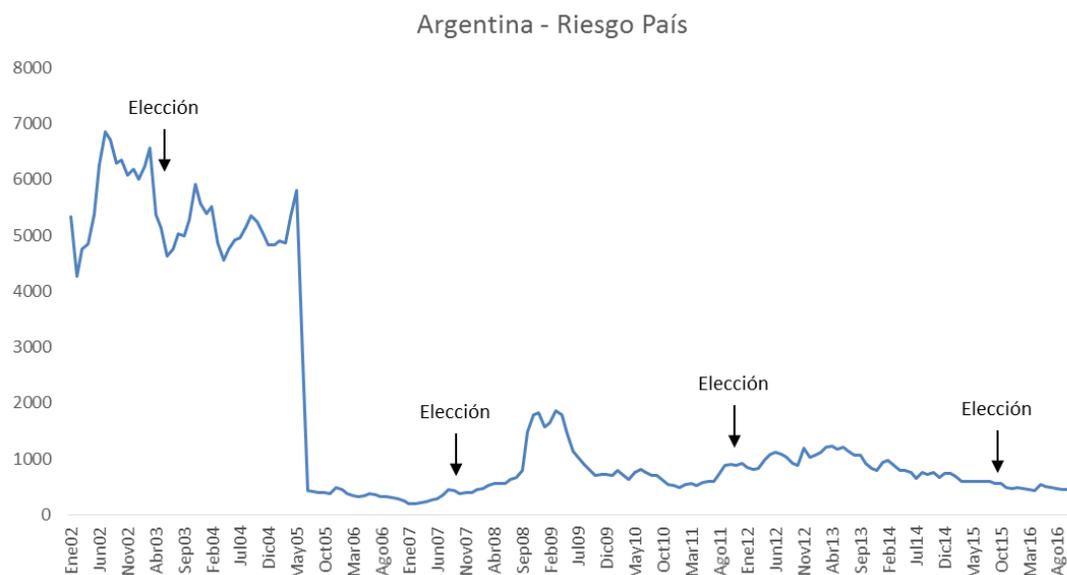
En el caso chileno, los años más volátiles están concentrados en el 2008 y 2009, siendo 2009 el año de elección en donde se produce el paso de mando presidencial de izquierda a un gobierno de derecha. Se destaca que en el año 2013, cuando el cambio es al revés, se registran menores volatilidades.

Por el lado de México, independientemente de las tendencias políticas, se registran altas volatilidades en los años electorales tanto en el tipo de cambio como en el índice bursátil.

Si bien la muestra para Perú es más pequeña que para el resto de países, denota claramente una volatilidad muy superior el año electoral en comparación con su antecesor.

Argentina, previo a la elección del año 2003, venía de niveles de Riesgo País estratosféricos a causa de la crisis económica, política y social que había estallado a fines de 2001. Para fines del año 2006, Argentina logró un mínimo histórico viéndose favorecido por los sostenidos avances en las cotizaciones de materias primas, la caída de volúmenes de la deuda y el apetito de los inversores internacionales por activos de riesgo.

Para mediados del año 2002, en Brasil la cotización del dólar alcanzó un máximo histórico al tocar los \$3,18 reales, con subas de hasta el 5,5% en un solo día. A pesar de los esfuerzos por parte de Banco Central de Brasil en vender más de 150 millones de dólares, tuvo mínimos efectos en reducir la suba del dólar. Este escenario se debió a las observaciones por parte de las principales calificadoras de riesgo, donde pronosticaban grandes dificultades para el Gobierno de turno debido a la dudosa capacidad para hacer frente a la deuda vigente.

Gráfico 3. Argentina. Evolución del Riesgo País.

Después del 11S en 2001, la FED inyectó un monto de liquidez inmenso para evitar una crisis financiera. Esta acción brindó a la economía brasileña un respiro del choque negativo externo, por lo cual los indicadores financieros mejoraron de hasta el primer trimestre de 2002. La diferencia del EMBI+ Brasil cayó a niveles similares al año 2000 mientras el tipo de cambio se apreciaba. A pesar de esta mejoría del último trimestre del 2001, el panorama del año no resultó bueno. La inflación aumentó a 7,67% superando por primera vez el techo del 6%.¹

El respiro que otorgó la FED terminó en el primer trimestre de 2002. A fines de marzo de ese año, todos los indicadores financieros de Brasil comenzaron a deteriorarse. El Riesgo País brasilero medido por el EMBI empezó a crecer sustancialmente, replicando el mismo movimiento en el resto de países de la región. Esta observación nos demuestra que el impacto fue a escala global.

¹ La ley brasileña del régimen de metas de inflación establece que cuando la inflación observada rebase los límites establecidos, el Gobernador del BCB tiene que redactar una carta abierta dirigida al Ministro de Finanzas, explicando las causas del rompimiento y lo que se hará para regresar la inflación a la banda fijada en las metas. Esta carta puede obtenerse del sitio Web del BCB en <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/carta.pdf>.

En 2002 la aversión al riesgo se disparó, iniciando un movimiento donde el mercado se desprendió de los activos riesgosos, como bonos de países emergentes, desplazándose a bonos más seguros como los del Tesoro de Estados Unidos. Este rebalanceo de carteras de bonos de todo el mundo, provocó que el precio de los bonos de países de mercados emergentes cayera.

Gráfico 4. Brasil, Chile, México y Perú. Evolución del Riesgo País.



Ahora bien, el aumento del Riesgo País, como se observa en el *Gráfico 4*, fue mucho más intenso en Brasil respecto de la región. Este fenómeno está explicado en que 2002 fue un año de elecciones presidenciales, y el candidato de la Izquierda se convirtió en el favorito de acuerdo a la opinión pública. Por aquellos días, se temía que Lula Da Silva, el posible ganador de las elecciones, adoptara una política económica profundamente populista, que incluiría la suspensión de pagos de la deuda pública. Este hecho agravó la fuga de inversiones de los bonos brasileños. Esta desafortunada combinación entre el aumento de aversión al riesgo y los temores de la suspensión de pagos de deuda provocaron que el riesgo país estallara después de Abril de 2002.

La tasa de interés a 12 meses subió acompañando el aumento del riesgo país, indicando que los mercados esperaban que el Banco Central reaccionara frente al aumento

en el EMBI elevando la SELIC (tasa de interés del BCB). Sin embargo, el Comité de Política Monetaria decidió mantener el movimiento a la baja en la tasa SELIC, justificando su acción por la recesión y un bajo traslado de la devaluación de la moneda local a la inflación. Con este escenario, la meta SELIC se elevó en 300bps.

Las dificultades enfrentadas por un régimen de metas de inflación en un país con dominancia fiscal y atados a crisis financieras globales de liquidez, se percibe como una paradoja la necesidad de Brasil, en este caso, de tasa de interés muy altas para mantener la inflación encausada y bajo control. Con tasas similares, gran parte de las economías caerían en una profunda recesión y registrarían una baja inflación.

A partir del 2002, la economía peruana dio inicio a una etapa de mayor estabilidad inflacionaria en comparación a los años anteriores, a raíz del cambio de política por parte de la autoridad monetaria y la adopción de metas de inflación, siendo que el nuevo régimen tuvo una mayor incidencia en el control del nivel de precios en comparación con un modelo de metas cuantitativas de agregados monetarios que se aplicaban con anterioridad.

La crisis financiera del 2008 alteró el mapa de la economía mundial, y por ende, tuvo sus repercusiones en los países latinoamericanos. El mapa de los riesgos soberanos se vio totalmente alterado, con una suba generalizada de los riesgos de Latam.

Desde mediados de los años 90, los bancos centrales de un gran número de economías emergentes han adoptado metas de inflación para reducir y estabilizar el avance de los precios, siguiendo el ejemplo de las economías avanzadas. En América Latina, los primeros países que tomaron el régimen de metas de inflación fueron Brasil, Chile y Colombia en 1999. A estos últimos se sumaron México (2001), Perú (2002), Uruguay (2007) y Argentina (2016).

Cuadro 14. Desempeño económico bajos regímenes cambiarios alternativos¹

Desempeño económico bajo regímenes cambiarios alternativos			
	Promedio de:	Inflación	Crecimiento
ARGENTINA			
<i>Paridad ajustable</i>	1981-1991	729,1	0
<i>Consejo cambiario</i>	1992-2001	4,2	2,8
<i>Paridad ajustable</i>	2002-2016	20,7	3,2
BRASIL			
<i>Paridad ajustable</i>	1981-1994	792,9	2
<i>Paridad semifija</i>	1995-1999	19,3	2,2
<i>TC Flexible (Meta de inflación)</i>	2000-2016	6,8	2,5
CHILE			
<i>Paridad semifija</i>	1981-1983	19	-3,4
<i>TC controlado</i>	1984-1998	15,7	6,8
<i>TC Flexible (Meta de inflación)</i>	1999-2016	3,4	3,6
MEXICO			
<i>Paridad ajustable</i>	1981-1987	75,7	1,3
<i>Paridad semifija</i>	1988-1994	30,8	3,6
<i>TC Controlado</i>	1995-2000	22	3,3
<i>TC Flexible (Meta de inflación)</i>	2001-2016	4,2	2,2
PERÚ			
<i>Paridad ajustable</i>	1981-2001	606,4	1,6
<i>TC Flexible (Meta de inflación)</i>	2002-2016	3	5,6

Fuente: S&P Global Ratings

Con el establecimiento de metas de inflación, varios países de América Latina registraron una marcada mejora en el desempeño de la inflación. En el *Cuadro 14* podemos observar cómo mejora desde 1981 mediante la comparación de los niveles promedio de inflación antes y después de la adopción de metas de inflación y en comparación con otros países en la región que no siguieron este comportamiento. Dado que la utilización de metas de inflación necesita que el tipo de cambio nominal sea flexible, los intervalos de tiempo se diferencian de acuerdo con el régimen cambiario que prevalecía en cada uno.

El aspecto común que tienen los regímenes cambiarios, la dolarización y el establecimiento de metas de inflación, es la eliminación del impuesto inflacionario como

¹ Cottani y Oliveros-Rosen (2016)

mecanismo para financiar el déficit fiscal. Esto impulsa la idea establecida que la inflación elevada siempre ha sido un fenómeno monetario con fuertes raíces fiscales en América Latina. Dejar de emitir dinero para financiar el déficit fiscal reduciría gradualmente la inflación, independientemente de si la inflación tiene metas explícitas o no. Lo que diferencia la definición de metas inflacionarias de los tipos de cambio controlados es la flexibilidad cambiaria, lo que lleva al sistema financiero a volverse más fuerte frente a los ataques a la moneda cuando se deterioran las condiciones externas, como ocurrió en Argentina en 2001.

La flexibilidad cambiaria no se refiere a cuanto fluctúa el tipo de cambio nominal en realidad, sino a que tanto interviene el banco central en el mercado cambiario con la compra y venta de reservas internacionales u ofreciendo protección del tipo de cambio mediante el uso de derivados. De todos modos estos conceptos no son equivalentes, dado que el tipo de cambio nominal podría fluctuar de manera significativa por diferentes razones a pesar de los esfuerzos del Banco Central para reducir su volatilidad.

El objetivo prioritario del Banco Central debe ser velar por la estabilidad de precios, pero debe lograr desvincular la política monetaria del ciclo político. Las decisiones del Banco Central deben tener visión de largo plazo que trasciendan a los gobiernos de turno. El objeto principal de este temperamento deber ampliar el horizonte para toma de decisiones manteniendo el objetivo de largo plazo de preservar la estabilidad de precios, evitar que sus decisiones se contaminen con criterios políticos de corto plazo y minimizar el riesgo de inconsistencia temporal (sesgo inflacionario).

Una consecuencia importante de una comunicación clara y transparente de las metas de inflación es que promueve la rendición de cuentas. Por ende, puede ayudar a reducir la posibilidad de que el Banco Central caiga en la trampa de la incongruencia intertemporal según la cual intenta expandir la producción y el empleo en el corto plazo a través de una política monetaria excesivamente expansiva. Es muy probable que la incongruencia intertemporal provenga de las presiones políticas que se ejercen sobre el Banco Central para que este adopte una política monetaria excesivamente laxa. Por ello, una ventaja del régimen es que ayuda a centrar el debate sobre lo que el Banco Central puede hacer en el largo plazo

en vez de lo que no puede hacer: elevar permanentemente el crecimiento económico y el empleo a través de una política monetaria expansiva. De este modo, adoptar un esquema de metas de inflación tiene el potencial de reducir presiones políticas sobre el Banco Central para que persiga una política inflacionaria.

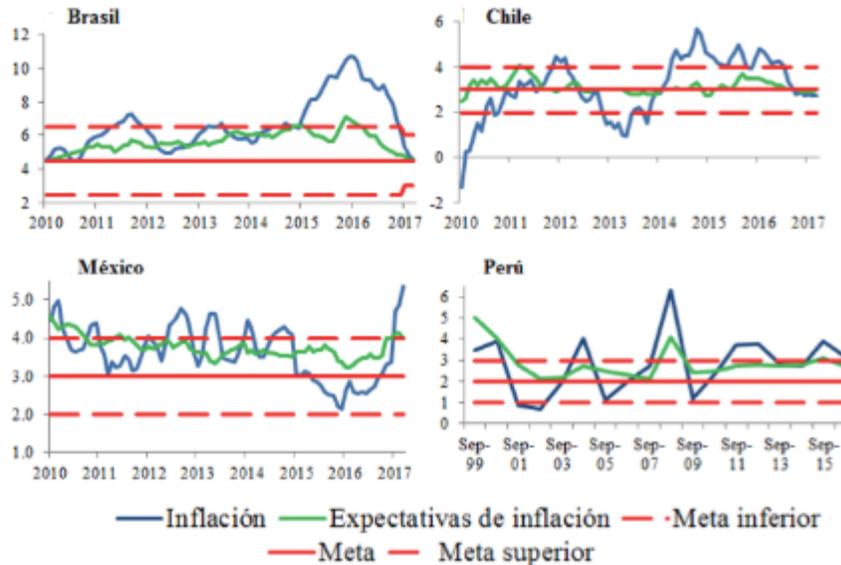
Chile introdujo el régimen de Metas de Inflación en 1991. Este país venía con dos experiencias fallidas de estabilización con tipo de cambio en el pasado, y agregados monetarios difíciles de controlar debido a la inestable demanda de dinero. El paso a Metas de Inflación fue gradual, a medida que se iba reduciendo la inflación, la meta fue bajando de 20% para 1991 a 3,5% al final de la década. La meta se logró, coincidente con alto crecimiento del producto. Chile adoptó el esquema partiendo de un 20% de inflación, y la meta fue tratada inicialmente más como una proyección oficial que como meta formal. A medida que el tiempo paso, el Banco Central fue colocando mayor énfasis en el objetivo de estabilidad de precios.

En México, después del régimen de flotación en Diciembre de 2004, se mantuvo el régimen de metas monetarias por pocos años, pero debido a la poca confiable relación entre la base monetaria e inflación, se introdujeron gradualmente las metas de inflación. El Banco de México ha ido enfatizando crecientemente la meta de inflación como el objetivo central de su política monetaria. Desde Octubre del 2000, México anuncia las metas anuales con carácter plurianual.

Una gran ventaja de tener un ancla nominal que no sea el tipo de cambio es la mayor flexibilidad cambiaria y, efectivamente, con los choques negativos que ha recibido la región en los últimos años, los tipos de cambios han sido muy flexibles, posiblemente más de lo que se tenía pensado en función a la historia de la economía latinoamericana. Aunque las depreciaciones cambiarias experimentadas entre 2014 y 2015 fueron muy útiles para mitigar los impactos externos e internos, éstas generaron presiones inflacionarias con un *pass-through*, a precios moderado, pero no despreciable.

La reacción de los bancos centrales es defender la meta de inflación y mantener la credibilidad del ancla nominal, lo que ahora ha creado las condiciones para que las autoridades monetarias tengan espacio para bajar sus tasas de política y contribuir, con los movimientos de los tipos de cambio, a la estabilización de la actividad económica.

Grafico 5. Metas de Inflación.



Fuente: Sitios Web de Bancos Centrales y BID.

Excepto Argentina, el resto de países analizados, adoptó el régimen de metas de inflación entre fines de los 90 y principios de los 2000. En este esquema, el comportamiento de los bancos centrales respecto de las tasas de interés debe estar asociado a mantener la inflación encausada dentro de las metas previamente definidas evitando un posible impacto electoral.

Como hemos visto y definido para este trabajo, un gobierno con ideología de izquierda acepta una inflación alta a costa de impulsar el crecimiento. Si el mercado anticipa que el ganador podría ser un gobierno de esa ideología, se esperaría que las expectativas de inflación aumentarían. Con presión sobre la expectativa inflacionaria motivado por un cambio de Gobierno, el Banco Central se enfrenta a complicaciones en el cumplimiento de sus metas de inflación.

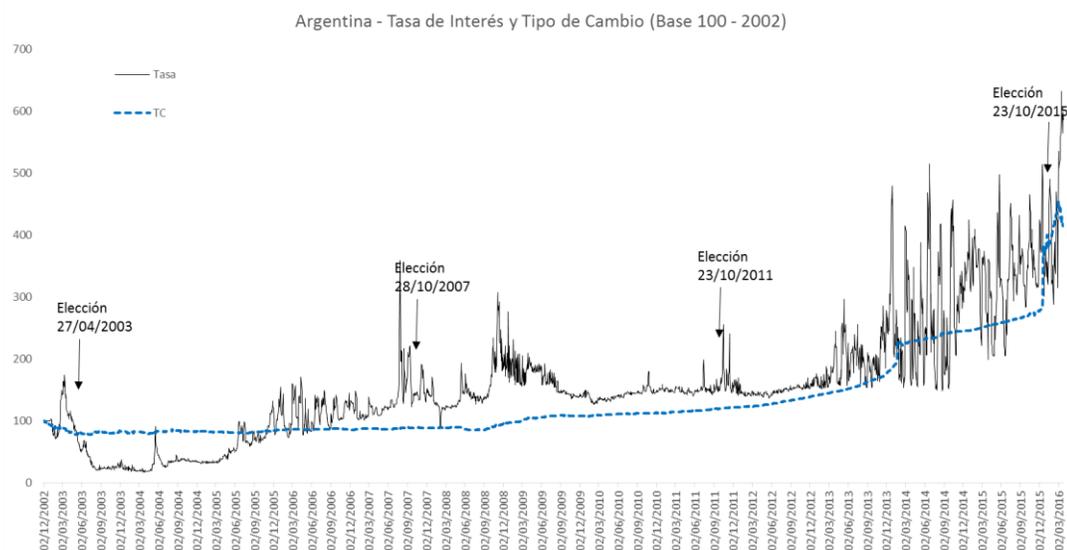
En el caso de Brasil, el Banco Central intenta compensar la inflación con la suba de la tasa de interés, como se puede observar para las elecciones del 2010 y 2014. En Chile, luego de las elecciones de 2009, la inflación comenzó a subir y el Banco Central tuvo que acompañar con el movimiento de la tasa de interés en forma ascendente, hasta el final del periodo gubernamental donde logra estabilizarla y manteniendo la tasa de interés en torno al 5%. De todos modos, luego de que la izquierda vuelva al poder en 2013, la inflación vuelve a escalar y el comportamiento de la tasa de interés fue hacia la baja para tener una política monetaria expansiva.

Tanto en el caso peruano como en el brasilero, se observa que cuando la inflación asciende por encima de los parámetros fijados por las metas, el comportamiento del Banco Central acompaña con la suba de la tasa para contenerla. En el caso de Chile y México, no se observa el mismo comportamiento, salvo el caso chileno bajo la administración del Gobierno de derecha.

El objetivo de incorporar metas de inflación por parte de los bancos centrales es limitar la dominancia fiscal por sobre la monetaria. Hemos visto a lo largo del presente trabajo que las diferentes ideologías tienen distintas políticas macroeconómicas, con lo cual un Banco Central independiente es requisito fundamental para la dominancia monetaria.

En Argentina, entre 2007 y 2011, el atraso cambiario comprometió gradualmente y de manera creciente la solvencia de la balanza de pagos. Este atraso cambiario hizo que las exportaciones dejaran de crecer, al momento que la cuenta de servicios aumentó su déficit y que las remesas de utilidades de las multinacionales al exterior escalaran artificialmente en dólares.

En 2011, con el tipo de cambio cuasi fijo (entre 2003 y 2011 el dólar subió 40%, mientras que los precios 235%), el caudal de capitales ingresaban para tomar provecho de la rentabilidad financiera del 14% anual. Esta estrategia solo se perjudicó entre mediados del 2008 y 2009, cuando el peso se devaluó fuertemente.

Gráfico 6. Argentina. Evolución Tipo de Cambio y Tasa de Interés.

No es raro que una de las variables significativas en Argentina sea la tasa de interés. Un aumento en la tasa de interés producida por una política monetaria contractiva vuelve los bonos más atractivos relativo a las acciones, causando una baja en el precio de las acciones. El Banco Central utiliza el mantenimiento de tasas de interés altas para contener o bajar la inflación, pero termina apreciando la moneda si se trata de un contexto en donde no ingresen dólares y de este modo encareciendo el costo financiero al tesoro, la compra de dólares del sector privado y del sector público termina generando una emisión monetaria que luego el Banco Central intenta estelirizar para evitar presión sobre la inflación.

Con presión inflacionaria, el foco del Banco Central debe estar en crear un equilibrio de tasa de interés – dólar, de modo que la tasa de interés compense la expectativa de devaluación. De todos modos, si este equilibrio no es estable, y si las expectativas de devaluación aumentan, la tasa requerirá una corrección en este sentido. En este escenario, el Banco Central debería aprovechar cada oportunidad para aumentar sus reservas y contar con mayor margen para intervenir el mercado de ser necesario. De este modo, la tasa de interés funciona como herramienta de contención del tipo de cambio.

Para los últimos meses del 2014, año previo a las elecciones, continuaron las presiones cambiarias, trepando el dólar “contado con liquidación” por encima de los \$14 y

el “blue” alcanzado niveles superiores a los \$15, que llevaron las brechas con el tipo de cambio oficial al 66% y 78%, respectivamente. En el caso del contado con liquidación, se debió no solo a la fuga de divisas, sino también a la utilización de este mecanismo para girar dólares hacia el exterior como herramienta de pagos de importaciones por un gran número de empresas.

Gráfico 7. Argentina. Base Monetaria y Tasa de Interés.



En Argentina, como se puede observar en el gráfico precedente, siempre se registra un aumento de la tasa de interés de referencia previo a la elección. La causa de este comportamiento está explicado por aumento de la tasa para contener el tipo de cambio, recordando que Argentina es un país sin metas de inflación.

Luego del año 2001, donde colapso el régimen de convertibilidad, el gobierno decidió contener la salida de capitales y estabilizar el mercado financiero mediante la introducción de un tipo de cambio dual, manteniendo por un lado controles de cambio, y por el otro, restricciones a la salida de fondos del sistema bancario.

En los 100 días anteriores a la elección presidencial del 2003, el tipo de cambio se ubicaba en promedio en \$3,187 por dólar, cuando en los 100 días posteriores el mismo

promedio descendió a \$2,854 (- 11%). Esta caída nos muestra el fundamento del cambio en la tasa de interés.

En la elección del 2007, se observa el mismo comportamiento de la tasa de interés, pero el valor promedio del dólar es el mismo 100 días antes y 100 días después de las elecciones, siendo \$3,13 y \$3,14 respectivamente. Luego, en las elecciones del 2011, en los 100 días anteriores el valor del dólar giró en torno a los \$4,15, mientras que los días posteriores fue de \$4,30.

En los 100 días previos a elección del año 2011, donde resulto reelecta Cristina Kirchner, la cotización de dólar se encontraba entorno a los \$4,08 y durante los días consecutivos hasta el día electoral, el promedio de la cotización fue de \$4,15.

El viernes previo a la jornada electoral, el precio del dólar cerró en \$4,23. A los 100 días de pasada la elección, el dólar cotizaba en \$4,30, siendo el promedio de ese rango de tiempo \$4,30.

Visto el comportamiento de la cotización del peso dólar en el período descrito, se comprueba lo visto en el Capítulo 2 acerca de las tentaciones que tiene el Gobierno de turno para postergar la devaluación (ya sea en gran medida o pequeñas como en este caso) con el objetivo de conseguir su permanencia en el poder.

En 2015 se dio una situación particular, dado que en los días anteriores a las elecciones el precio promedio del dólar fue de \$9,24, mientras que en los 100 días posteriores el precio promedio fue de \$12,64. Esta situación se vio acompañada por la salida del cepo, donde claramente antes de liberar el mercado de cambios, fue necesaria una suba de la tasa de interés para evitar un *overshooting* del tipo de cambio.

Gráfico 8. Argentina. Demanda de Dólares anuales.



Dejando de lado el partido que haya sido elegido en las elecciones, la cantidad demandada de moneda extranjera aumenta en los años posteriores a la celebración electoral. Como muestra el cuadro precedente, la demanda de dólares aumenta en los años inmediatamente posteriores a una elección, a excepción de la elección del 2011 en donde, luego de la misma, se restringió el ingreso al Mercado Único y Libre de Cambio.

Gráfico 9. Argentina. Evolución de demanda de Dólares.

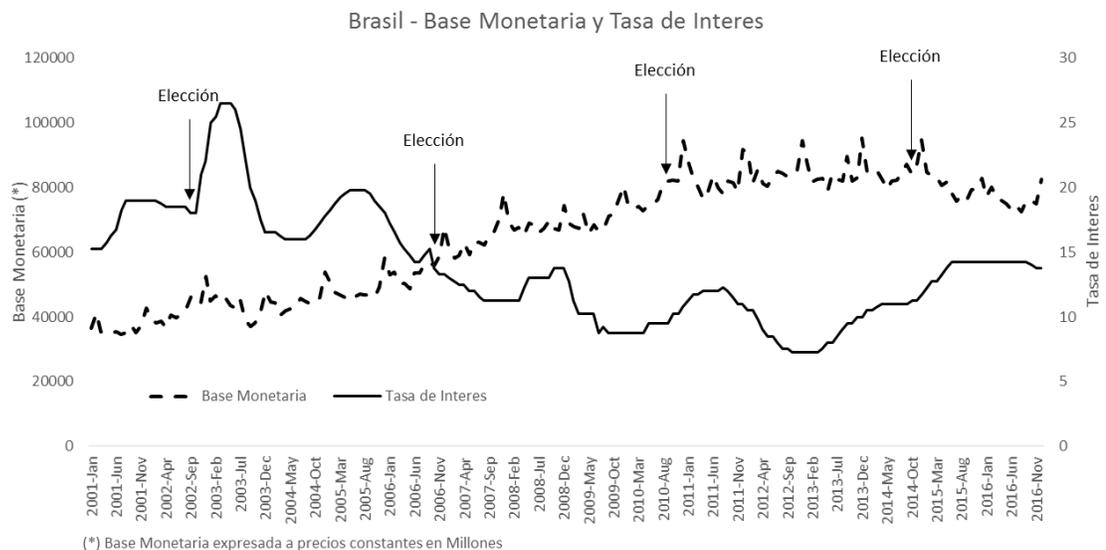


Para el caso brasilero, a excepción de la elección del año 2006, en lo inmediato posterior a la celebración de una elección la tasa de interés de referencia sube. En esta elección, en los 100 días anteriores a la misma el Real se ubicó en los \$2,19 por dólar y en los posteriores tuvo un retroceso a los \$2,13.

En la elección del año 2002, el Banco Central de Brasil realizó una suba del tipo de interés. Además, en los días anteriores a la votación, el Real estaba entorno a los \$2,99, mientras que en los días posteriores entorno a los \$3,61.

Para la elección del 2006, donde es reelecto Lula da Silva, la cotización del Real se encontraba entorno a los \$2,16 por dólar en los 100 anteriores a la elección. El último día con cotización previo a la jornada electoral, el Real cerró en \$2,17 y 100 días después se encontraba en \$2,09. En este caso, no se comprueba lo explicado en el Capítulo 2, donde la devaluación postergada se utiliza como herramienta clave para conseguir la reelección.

Gráfico 10. Brasil. Base Monetaria y Tasa de Interés.

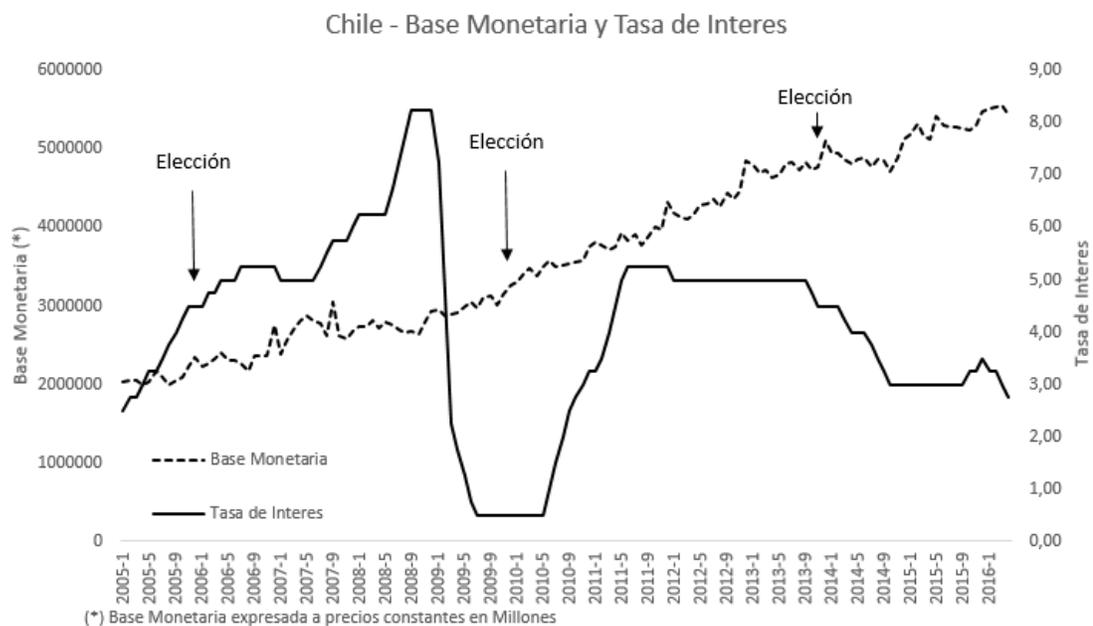


El caso de Chile, nos permite observar el comportamiento del interés de referencia ante un cambio de orientación política. Previo a la elección presidencial del año 2005, se

puede observar en el gráfico a continuación, una suba de la tasa de interés previo a la votación y continuando por el mismo sendero con el partido de izquierda al poder.

Previo a una nueva elección, se observa un descenso de la tasa de interés acompañada por un tipo de cambio que paso de una moneda local en \$531 por dólar a \$492 el día de la elección. En los 100 días posteriores a la elección, el precio promedio volvió a subir a \$514,61.

Gráfico 11. Chile. Base Monetaria y Tasa de Interés.



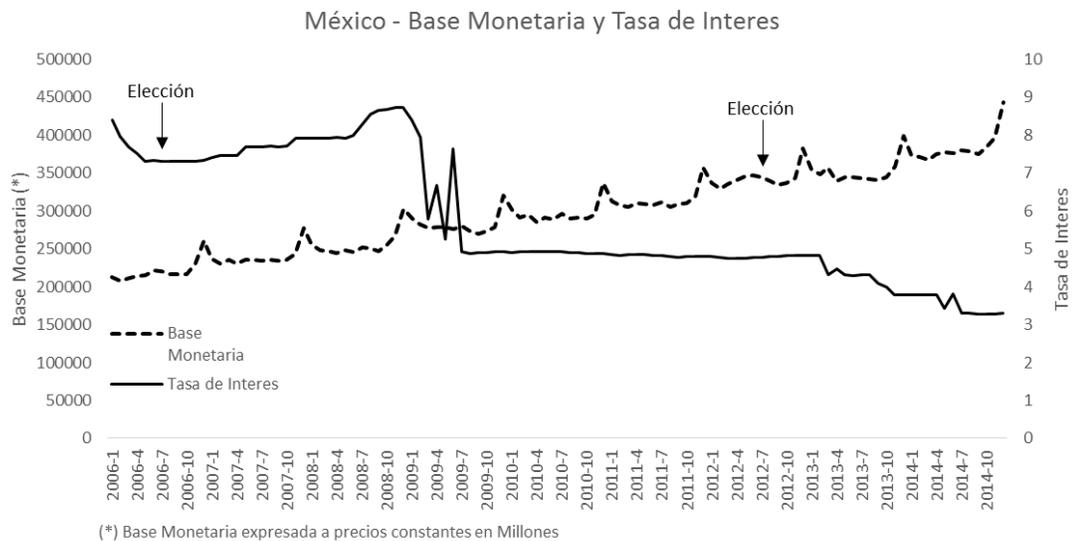
Como fue mencionado en párrafos anteriores, con la derecha al frente del poder, la tasa de interés volvió a subir, la cual se mantuvo constante en la mayor parte de este gobierno. Una vez que la izquierda volvió al poder, la tasa de referencia volvió a bajar.

Gráfico 12. Chile. Evolución de demanda de dólares.



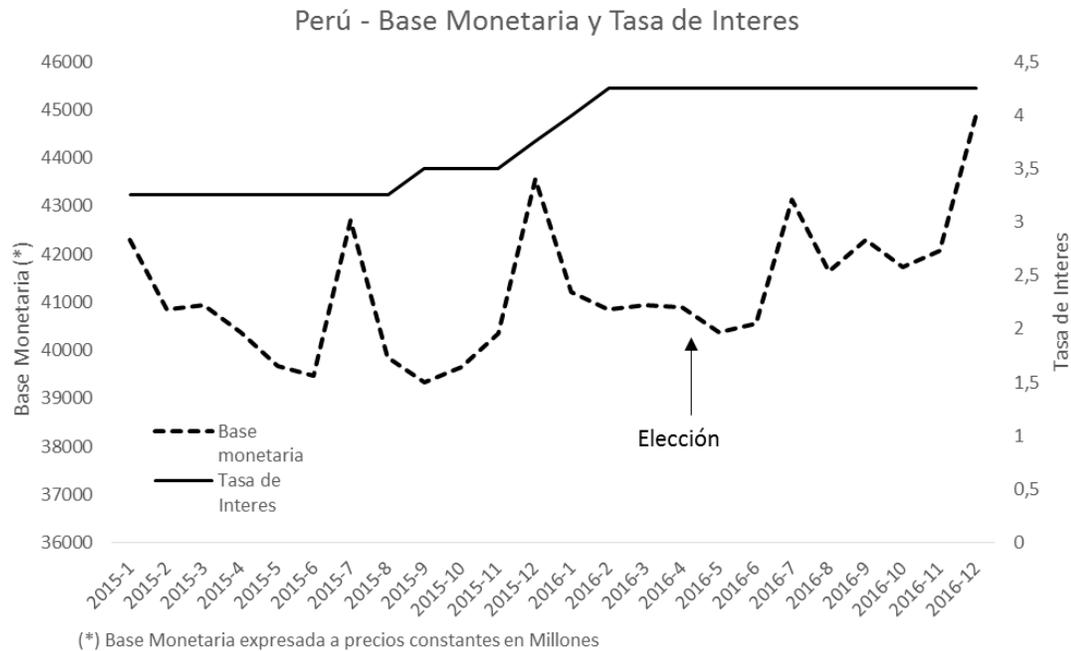
Durante las 3 elecciones de Chile, se observa un descenso en la demanda de dólares durante el mes de la elección en comparación con los meses inmediatamente anteriores y posteriores. De todos modos, en cantidades, la demanda del billete estadounidense fue en aumento en estos años observados.

Gráfico 13. México. Base Monetaria y Tasa de Interés.



En México, con la derecha al frente del poder en casi 8 años de información, se observa un descenso de la tasa de interés que comprime desde en torno al 9% al 3%, situación que acompaña una suba del tipo de cambio de \$10,497 por dólar a \$12,96 para el mismo intervalo de tiempo.

Gráfico 14. Perú. Base Monetaria y Tasa de Interés.



En el caso peruano, previo a la elección se registró una suba de la tasa de interés. Si observamos el tipo de cambio 100 días antes de la elección, el mismo se encontraba en \$3,35 y al cierre de mercado del día anterior a las elecciones se situaba en el mismo valor. En los 100 días posteriores, el tipo de cambio se situó en \$3,33 por dólar.

Conclusión

El principal desafío de la investigación en su inicio, era encontrar evidencia significativa de que el paso por una elección afectara de alguna manera al desempeño bursátil. Debido a que no se trata de un análisis sencillo, no podemos circunscribirnos únicamente a tener en cuenta sólo el resultado de las elecciones y el desempeño del índice accionario. Para la realización de este trabajo, fue necesario incorporar al modelo algunas de las variables que pudieran tener incidencia en el desempeño del mercado accionario: Riesgo País, Tipo de Cambio, Tasa de Interés y el desempeño de la región.

Las conclusiones del presente trabajo podrían extraerse perfectamente por cada país analizado, o bien, por las variables observadas en forma transversal. Sin embargo, a modo de análisis general, con la muestra observada, no es posible afirmar que los años electorales en su totalidad resultan ser más volátiles que los no electorales. Si bien en algunos casos hay evidencia que los años electorales son más volátiles para la bolsa, no es lineal para todos los países.

De todos modos, en los casos de Argentina, Chile y Perú, se detectaron que los años más volátiles para la bolsa y el tipo de cambio se centraron en el año anterior y el año de elecciones donde resultó ganador un partido de derecha, no encontrándose el mismo resultado con la coronación o mantenimiento de un partido de izquierda en el poder.

En lo referido a los resultados de las regresiones lineales para explicar las variaciones diarias de los índices bursátiles, arrojó diferentes resultados para cada uno de los países analizados. El desempeño de la región y la evolución del tipo de cambio fueron las variables significativas comúnmente halladas en los países vistos en el trabajo.

Sin embargo, el objetivo de las regresiones realizadas era encontrar evidencia significativa que una elección y/o un cambio de orientación política al poder serían variables explicativas significativas para el desempeño bursátil. En el único caso que fue obtenido este resultado, fue para el caso peruano en el año 2016, donde la variable electoral comparte el

podio de significación con el resto: Riesgo País, Tipo de Cambio, Tasa de Interés y desempeño de la región.

En definitiva, partiendo de la base de la literatura analizada donde concluyen que los procesos electorales afectan de alguna manera la volatilidad de los mercados bursátiles, podemos concluir, a partir de los datos utilizados y del análisis elaborado, que existen otra serie de factores que influyen en este hecho y que atravesar por un período electoral no suma mayor volatilidad a la bolsa.

Referencias Bibliográficas

Aboal D., F. Lorenzo y A. Ruis (2003). *Política Partidaria y Política Cambiaria: La evidencia de Uruguay desde 1920*. Economía Política en Uruguay. Instituciones y Actores Políticos en el Proceso Económico, TRILCE, CINVE y DECON e ICP. Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de la República, Uruguay.

Alesina, A. (1987). Macroeconomic Policy in a Two-Party System as a Repeated Game. *Quarterly Journal of Economics*, 102(3), 651-678.

Allivine, F. D., and O'Neill, D. D. (1980). Stock market returns and the presidential election cycle. *Financial Analyst Journal*.

Barro, Robert J. (1995). Inflation and Economic Growth. *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 35, pp. 166-176.

Barro, Robert J. y David B. Gordon (1983). Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*.

Bialkowski, J., Gottschalk K. y Wisniewski, T. (2006). *Political Orientation of Government and Stock Market Returns*. European University Viadrina Postgraduate Research Programme Working Paper. Nueva Zelanda.

Bussiere, M. y C. Mulder (2000), "Political instability and economic vulnerability", *International Journal of Finance and Economics*, 5, pp. 309-30.

Block, S. (2002), "Political business cycles, democratization, and economic reform: the case of Africa", *Journal of Development Economics*, Vol. 67 (1), pp. 205–228, February.

Block, S. (2003), "Political conditions and currency crises in emerging markets", *Emerging Markets Review*, Volume 4, Issue 3, pp. 287-309, September.

Block, S., B. Schrage, and P. Valler (2003), "Democracy's spread: elections and sovereign debt in developing countries", *The William Davidson Institute, University of Michigan, Working Paper*, 575, May.

Blomberg, B., J. Frieden and E. Stein (2005), "Sustaining Fixed Rates: The Political Economy of Currency Pegs in Latin America", *Journal of Applied Economics*, Vol.8, pp. 203-225, November.

Brown, K.C., Hallow W.V., Tinic S.M., (1988). Risk aversion, uncertain information, and market efficiency. *Journal of Financial Economics*.

Byrne, A. y M. Brooks (2008). *Behavioral Finance: Theories and Evidence. The research Foundation of CFA Institute Literature Review*.

Bocchio, C. (2010). *Ciclo Político Económico. Una aplicación para Argentina*.

Cardenas Barrera, J. y C. Garcia (2006). *Efectos de los Eventos Políticos y de Orden Público en el Indicador EMBI*. Universidad de La Salle. Facultad de Economía. Santafe de Bogota, D.C.

Carugati, M. (2011). *Ciclo Politico de las Devaluaciones: Un análisis empírico*. Universidad del CEMA. Buenos Aires.

Cowart, A. y T. Yantex (1986). Elections and Wall Street: Taking Stock of Parties and Presidents. *The Western Political Quarterly*, 39(3), 390-412.

- Chau, F., Deesomsak, R., Wang, J. (2013). Political Uncertainty and Stock Market Volatility in the Middle East and North African (MENA) Countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*.
- Chien, W. W., R. Mayer y Z. Wang (2014). Stock Markets, Economic Performance and Presidential Elections. *Journal of Business & Economic Research*. Second Quarter 2014. Vol. 12, Number 2.
- Cottani, J. y E. Oliveros-Rosen (2016). *Metas de inflación en America Latina: ¿Qué hemos aprendido?*. Analisis Económico. S&P Global Ratings.
- De Gregorio, J. (2006). *Metas de inflación y el objetivo de pleno empleo*. Central Bank of Chile. Working Papers. N° 364.
- Díaz de Sarralde Miguez, Santiago (1999). “*La modelización de los Ciclos Político-Económicos*”. Universidad Rey Juan Carlos. Madrid.
- Dópke, J. y C. Pierdzioch (2004). *Politics and the Stock Market - Evidence from Germany*. Kiel Working Paper 1203. Kiel: Kiel Institute for the World Economy.
- Edington, L. y J. H. Lee (1993). How Markets Process Information: News Releases and Volatility. *Journal of Finance*, 48, 1161-1191.
- Fair, R.C., (1978), “The effect of economic events on votes for president”. *Review of Economics and Statistics*. Vol 60, pp.159–173.
- Fair, R.C., (1982), “The effect of economic events on votes for president: 1980 results”. *Review of Economics and Statistics*, Vol 64, pp 322–325.
- Fair, R.C., (1988), “The effect of economic events on votes for president: 1984 update”, *Political Behavior*, Vol 10, pp 168–177.

- Fair, R.C., (1996), “Econometrics and presidential elections”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol 10, 89–102.
- Fair, R.C., (2002), *Predicting Presidential Elections and Other Things*. Stanford University Press, Stanford.
- Fair, R.C., (2004), “A vote equation and the 2004 election”, *Working Paper, Yale University*, New Haven, Connecticut.
- Fama, E. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 28(2), 383-417.
- Fanelli, J. M. (1991). *Tópicos de Teoría y Política Monetaria*. Serie Docente N°5, CIEPLAN, Santiago de Chile.
- Fernández Díez, J. (2016). *Volatilidad y Procesos Electorales: Influencia de las Elecciones en los Mercados Bursátiles*. Análisis de los Principales Países de la Eurozona. ICADE Business School. Universidad Pontificia Comillas, Madrid, España.
- Fischer, Stanley (1993). The role of Macroeconomic Factors in Growth. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, N° 3, pp. 485-512.
- French, K. y Poterba, J. (1991). Investor Diversification and International Equity Markets. *American Economic Review*.
- Füss, R. y M. Bechtel (2006). *Partisan Politics and Stock Market Performance: The Effect of Expected Government Partisanship on Stock Returns in the 2002 German Federal Election*. Working Paper. Cork, Irlanda: University College Cork.
- Gallup, G., Robinson, C., (1938), “American Institute of Public Opinion-surveys,

1935-38”, *Public Opinion Quarterly*, Vol 2, pp. 373–398.

Grier, K.B., McGarrity, J.P., (1998), “The effect of macroeconomic fluctuations on the electoral fortunes of house incumbents”. *Journal of Law and Economics*, Vol 41, pp 143–161.

Goodell, J. W., & Bodey, R. A. (2012). Price-earnings changes during US presidential election cycles: Voter uncertainty and other determinants. *Public Choice*.

Goodell, J. W., & Vähämaa, S. (2013). U.S. presidential elections and implied volatility: The role of political uncertainty. *Journal of Banking & Finance*.

Hibbs, D. (1977). Political Parties and Macroeconomic Policy. *The American Political Science Review*, 71, 1467-1487.

Hibbs, D. (1994). The Partisan Model of Macroeconomic Cycles: More Theory and Evidence for the United States. *Economics and Politics*, 6, 1-24.

Herron, Michael C. (2000). “Estimating the Economic Impact of Political Party Competition in the 1992 British Election”. *American Journal of Political Science*.

Herron, Michael C., James Lavin, Donald Cram, and Jay Silver (1999). “Measurement of Political Effects in the United States Economy: A Study of the 1992 Presidential Election” *Economics and Politics*.

Inglehart, R (1997). *Modernization and Posmodernization: Cultural, Economic and Political Change in 43 Societies*. Princeton.

Kaustia, M. y S. Torstila (2009). *Stock market aversión? Political preferences and stock market participation*. Aalto University School of Economics, Finland.

Kitschelt, H., K. A. Hawkins, J. P. Luna, Rosas, G., and E. j. Zechmeister (2010). *Latin America Party Systems*. Cambridge University.

Knight, Brian G. (2007). “Are Policy Platforms Capitalized into Equity Prices? Evidence from the Bush/Gore 2000 Presidential Election”. *Journal of Public Economics*.

Kramer, G.H., (1971), “Short-term fluctuations in U.S. voting behavior, 1896-1964”, *American Political Science Review*, Vol 65, pp. 131–143.

Lafortune, A. (2014). *The Impact of European Elections on their Stock Markets*. The Honors Program. Bryant University.

Leblang, D. y B. Mukherjee (2005). Government Partisanship, Elections and the Stock Market: Examining American and British Stock Returns, 1930-2000. *American Journal of Political Science*, 49(4), 780-802.

Leijonhufvud, A. (2007). *So far from Ricardo, so close to Wicksell*. Monetary Policy under uncertainty, proceedings of the 2007 money and banking seminar, pp. 275-282. Subgerencia General de Investigaciones Económicas, BCRA. CABA.

Liu, L. (2007). «An Empirical Study of the Presidential Elections Effect on Stock Market in Taiwan, South Korea, Singapore, Philippine, and Indonesia».

LeDuc, L., & Pammett, J. H. (2013). The fate of governing parties in times of economic crisis. *Electoral Studies*, 32(3), 494-499.

López G. y A. Rodríguez V. (2008). *Ciclos políticos y agregados macroeconómicos: Un análisis para el caso colombiano (1970-2005)*. Perfil de Coyuntura Económica N°12. Universidad de Antioquia.

Mishkin, Frederic S. (2000). *De metas monetarias a metas de inflación: Lecciones de los países industrializados*. Banco de Mexico.

Muñoz, R. (2006). Ciclo político económico: teoría y evidencia empírica. *Temas de Coyuntura*, 54, 29-72.

Nezerwe, Y. (2013). Presidential Elections and Stock Returns in Egypt. *Review of Business and Financial Studies*. Vol. 4. Nro. 2.

Nieto Parra, S. y J. Santiso (2008), Wall Street and Elections in Latin American Emerging Democracies, OECD Development Centre, Working Paper No. 272.

Niederhofer, V., S. Gibbs y J. Bullock (1970). Presidential Elections and the Stock Market. *Financial Analysts Journal*, 26(2), 111-113.

Nimkhumthod, W. (2007). *An impact of Political Events on the Stock Exchange of Thailand*. Thammasat University, Bangkok, Thailand.

Oehler, A., T. Walker y S. Wendt (2012). *Effects of Election Results on Stock Price Performance: Evidence from 1976 to 2008*. Concordia University, Quebec - Department of Finance.

Pantzalis, C.; Stangeland, D. A., and Turtle, H. J. 2000. Political elections and the resolution of uncertainty: The international evidence. *Journal of Banking and Finance*.

Pastor, L. y P. Veronesi (2010). *Uncertainty about Government Policy and Stock Prices*. University of Chicago.

Reilly, W. y E. Drzycimski (1976). Vote republican if you want to rise after Election Day. *Barron's*, 18 de octubre, 5-18.

- Riley, W. y W. Luksetich (1980). The Market Prefers Republicans: Myth or Reality. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 15(3), 541-560.
- Roberts, Brian E. (1990). “Political Institutions, Policy Expectations, and the 1980 Election: A Financial Market Perspective”. *American Journal of Political Science*.
- Rodríguez, G. y Vargas A. (2012). Impacto de expectativas políticas en los retornos del IGBVL. *Economía* Vol. XXXV, N°70.
- Roche Aguirre, M. (2008). *Modelos de comportamiento electoral y político*. <<https://www.gestiopolis.com/modelos-de-comportamiento-electoral-y-politico/>>. Guayaquil.
- Rogoff, K. (1990), “Equilibrium political budget cycles”, *American Economic Review*, 80, pp. 21–36.
- Santiso, J. (1999), “Wall Street and the Mexican Crisis: A temporal analysis of emerging markets”, *International Political Science Review*, Vol. 20, No.1, pp. 49-73, January.
- Santiso, J. (2003), *The Political Economy of Emerging Markets: Actors, Institutions and Financial Crises in Latin America*, Palgrave Macmillan, New York.
- Santa-Clara, P. y R. Valkanov (2003). The Presidential Puzzle: Political Cycles and the Stock Market. *The Journal of Finance*, LVIII(5), 1841-1872.
- Sengoz M. y E. Uyar (2014). *Stock Markets power to explain electoral outcomes: Evidence from four countries*. ECPR General Conference. Glaslow.
- Shi, M. and J. Svensson (2006), “Political Budget Cycles: Do They Differ Across Countries and Why?”, *Journal of Public Economics*, 90 (8-9), pp. 1367-1389.

Worthington, A. (2006). *Political Cycles in the Australian Stock Market since Federation*. University of Wollongong, School of Accounting & Finance Working Paper Series, 06(13).

Wong, W.-K., and McAleer, M. (2009). Mapping the Presidential Election Cycle in US stock markets. *Mathematics and Computers in Simulation*.