



¿Son los mercados financieros políticamente correctos?

por Sebastián Nieto Parra y Javier Santiso, Centro de Desarrollo de la OCDE

- ◆ Las recomendaciones de los bancos de inversión sobre la deuda pública emitida por países emergentes tienden a volverse especialmente desfavorables en vísperas de unas elecciones.
- ◆ En realidad, esta aversión se encuentra más vinculada a la incertidumbre generada por estos acontecimientos que a la naturaleza de éstos. En particular, los programas de los candidatos, especialmente en lo que respecta a aspectos monetarios y presupuestarios, son cruciales para la estabilidad de las recomendaciones de los bancos durante los periodos electorales.

¿Son políticamente correctos los mercados financieros? En otras palabras, ¿tienen preferencias en lo relativo a los regímenes o partidos políticos? Esta cuestión ha sido analizada en relación con la inversión extranjera directa (IED) o la ayuda pública al desarrollo, pero raramente en lo relativo a los flujos de cartera de los países emergentes.

El universo en el que invierten los administradores de carteras de acciones y bonos en el ámbito de los mercados emergentes es relativamente pequeño. Generalmente se limita al índice MSCI (Morgan Stanley Capital International) de valores de renta variable y al índice EMBI (Emerging Markets Bond Index) de valores de renta fija. El número de países incluido en estos índices varía entre 30 y 40. Todos ellos, salvo dos o tres excepciones, son democracias. Por consiguiente, podría llegarse a la conclusión de que los mercados financieros se encuentran enormemente sesgados a favor de los regímenes democráticos. A primera vista, por lo tanto, pueden ser considerados "políticamente correctos".

No obstante, lo que se ve a primera vista no parece soportar un análisis más profundo. De hecho, la mayoría de las grandes crisis fiscales que han sacudido a los países

emergentes han coincidido con elecciones. Ello es cierto, por ejemplo, en América Latina, donde todas las grandes crisis tuvieron lugar durante elecciones presidenciales, como el shock de México en 1994 o las crisis de Brasil en 1999 (algunos meses después de las elecciones de octubre de 1998) y, de nuevo, en 2002. En otras palabras, los mercados financieros tienden a volverse especialmente desfavorables cuando las elecciones se encuentran a la vuelta de la esquina.

En realidad, esta aversión se encuentra más vinculada a la incertidumbre generada por estos acontecimientos que a su naturaleza. Su intensidad varía de acuerdo con la probabilidad de que determinados candidatos sean elegidos (en general, los candidatos situados a la izquierda del espectro político generan una mayor aversión). Este fenómeno es dinámico en lugar de estático –varía con el paso del tiempo. Estas son algunas de las conclusiones de un estudio empírico sobre mercados emergentes¹.

Mediante una única base de datos que cubre más de 10 años (1997-2008) y contiene más de 5 000 observaciones, analizamos de qué modo reaccionan los mercados financieros durante los periodos electorales en las democracias emergentes. En total, se diseccionaron cerca de 700 informes financieros de 13 bancos de inversión. El análisis se centraba en los mercados de bonos emergentes y en los mercados latinoamericanos, pero puede reproducirse para todos los mercados emergentes, así como extenderse también a la inversión en valores de renta variable.

1. Véase Sebastián Nieto Parra y Javier Santiso, "Wall Street and Elections in Latin American Emerging Democracies", *Working Paper* N° 272, Centro de Desarrollo de la OCDE, octubre 2008. Este trabajo se presentó en el LACEA 2007 (encuentro organizado por la Asociación de Economía de América Latina), el Banco de España y el Banco de Pagos Internacionales (Bank for International Settlements - BIS). También se usó como documento de base para las *Perspectivas Económicas de América Latina* 2009 de la OCDE (próxima publicación), en www.oecd.org/dev/LEO

Estudiamos todas las recomendaciones de estos analistas, tanto positivas como negativas, a medida que se acercaban unas elecciones. En general, los bancos tendían a someter a supervisión el país en cuestión durante los tres meses anteriores a unas elecciones o a reducir el sesgo generalmente positivo del que éste disfrutaba. Las recomendaciones de los bancos son especialmente sensibles a la credibilidad que se otorga a los programas de los candidatos, especialmente en lo relativo a la política monetaria y fiscal.

No obstante, esta sensibilidad hacia el ciclo electoral no es uniforme. En algunos países emergentes como Chile, por ejemplo, las elecciones virtualmente carecen de impacto. No obstante, los países de este tipo son la excepción, aunque observamos que, en 2006, la intensidad del ciclo político no provocó un fenómeno de aversión equiparable al registrado en ciclos precedentes.

Por lo tanto, los analistas bancarios se muestran especialmente sensibles a las señales que envían los candidatos presidenciales. Juzgan y evalúan sus promesas al detalle y ajustan sus recomendaciones basándose en sus conclusiones. Cuando los candidatos que parecen en posición de ganar las elecciones hacen promesas que consideran apenas creíbles o que pueden afectar el equilibrio macroeconómico del país, los analistas invitan a sus clientes —a saber, administradores de carteras y otros inversores— a reducir sus inversiones.

Todos los cargos electos que buscan la reelección o que aspiran a presentarse de nuevo para el cargo coinciden en su interés por no tomar las riendas del poder en plena crisis económica. En determinados casos, como el de Brasil en 2002², los candidatos que optan a la reelección pueden ajustar sus promesas e incluso, a veces, dejarse atar las manos (por ejemplo, por el FMI), para así enviar a los mercados una fuerte señal sobre la credibilidad de sus programas.

2. Para más detalles, véase Juan Martínez y Javier Santiso, "Financial Markets and Politics: The Confidence Game in Latin American Emerging Democracies", *International Political Science Review*, 2003, vol. 24 (39) pp. 363-395.

En cuanto a las estrategias preventivas, el ejemplo de Brasil es igualmente interesante: en 2002, año electoral, los gobernantes redujeron deliberadamente los volúmenes de deuda que se acercaban al vencimiento en previsión de posibles turbulencias. Al final, la estrategia no solo resultó inteligente, ya que en definitiva los mercados reaccionaron exageradamente, temerosos de presenciar la llegada al poder de un candidato izquierdista (en este caso, Lula), sino que también ayudó a evitar lo peor. Después, los ajustes y reajustes de los programas del presidente Lula mostraron que los pronósticos negativos carecían de fundamento y, a continuación, los mercados se embarcaron en una verdadera Lula de mel (o "Lula de miel") con el nuevo gobierno brasileño.

Estas estrategias preventivas o de apalancamiento (leveraging) constituyen una posible respuesta a la aversión de los mercados financieros que se enfrentan a la incertidumbre en unas elecciones. Son todavía más bienvenidas cuando, como se subrayaba anteriormente, los mercados están lejos de ser indiferentes a los acontecimientos políticos. Por el contrario, en un país emergente las elecciones son consideradas un acontecimiento decisivo por Wall Street. Esta sensibilidad al ciclo político por parte de los mercados es, en realidad, una característica de los países emergentes.