City Research Online

City St George's, University of London

Citation: Benton, A. L. (2006). Who's Afraid of López Obrador? Market Responses to Election Polling Trends during the 2006 Mexican Presidential Campaign. Colombia Internacional, 64(64), pp. 68-95. doi: 10.7440/colombiaint64.2006.04

This is the published version of the paper.

This version of the publication may differ from the final published version. To cite this item please consult the publisher's version.

Permanent repository link: https://openaccess.city.ac.uk/id/eprint/23178/

Link to published version: https://doi.org/10.7440/colombiaint64.2006.04

Copyright and Reuse: Copyright and Moral Rights remain with the author(s) and/or copyright holders. Copies of full items can be used for personal research or study, educational, or not-for-profit purposes without prior permission or charge, unless otherwise indicated, provided that the authors, title and full bibliographic details are credited, a hyperlink and/or URL is given for the original metadata page and the content is not changed in any way. For full details of reuse please refer to City Research Online policy.

City Research Online: http://openaccess.city.ac.uk/ publications@citystgeorges.ac.uk

Colombia Internacional 64, jul - dic 2006, 68 - 95

¿QUIÉN ESTÁ PREOCUPADO POR LÓPEZ OBRADOR?

Las respuestas del mercado a las tendencias electorales durante la campaña presidencial mexicana del 2006

Allyson Lucinda Benton[1]

recibido 25/09/06, aprobado 31/10/06

Este artículo trata una cuestión clave en la campaña presidencial mexicana de 2006: ¿Cómo reaccionaron los mercados a los cambios en el apoyo hacia el candidato de izquierda, Andrés Manuel López Obrador (PRD)? Para contestar a esta pregunta, desarrollaré en este artículo una serie de argumentos alternativos para explicar cómo responderían los inversionistas a los cambios en el apoyo (preferencias electorales) hacia el PRD durante la campaña presidencial. Los argumentos son evaluados utilizando un modelo de series de tiempo, el modelo GARCH. Los resultados demuestran que los cambios en los niveles de apoyo para el candidato de izquierda no afectaron el comportamiento de la Bolsa Mexicana de Valores, pero si su volatilidad. El incremento de incertidumbre electoral, es decir, un margen angosto en las preferencias electorales que presentaban las encuestas, aumentó la volatilidad del mercado, mientras que aumentos en la certeza electoral, sin importar si el incremento en el apoyo era para López Obrador o para Felipe Calderón (PAN), redujeron la volatilidad en la bolsa. Este descubrimiento revela que los inversionistas pudieron haber aceptado la perspectiva de una victoria de López Obrador pero no la inestabilidad social y política post-electoral asociada a una competencia apretada.

Palabras clave: México, elecciones presidenciales, opinión pública, mercados financieros, campañas presidenciales

This article addresses a key issue during the course of Mexico's 2006 presidential campaign: How did markets react to changes in support for the left-leaning Andrés Manuel López Obrador (PRD)? To answer this question, I develop a series of alternative arguments for how investors would respond changes in PRD support during the campaign. I evaluate the arguments using a times series GARCH model. The results show that changes in the levels of support for the candidate did not affect market returns but they did affect market volatility. Increased electoral uncertainty, as margins narrowed, raised market volatility, while increasing electoral certainty, regardless of whether rises in support were for López Obrador or the market-friendly Felipe Calderón (PAN), reduced it. This finding reveals that investors may have accepted the prospect of a López Obrador presidency ahead of the election but not the possible post-election social and political instability associated with a tight race.

Key words: Mexico, presidential elections, public opinion, financial markets, presidential campaigns

1. Profesora e investigadora de la División de Estudios Políticos en el Centro de Investigación y Docencia Económicas, A.C. (CIDE) en la Ciudad de México.

Introducción[2]

Después de casi dos décadas de progreso en la aplicación de reformas económicas neoliberales, la contienda presidencial mexicana de 2006 plantea algunas preguntas significativas sobre la futura trayectoria de la política económica de México. Los dos principales contendientes, Felipe Calderón Hinojosa del partido de derecha, el Partido Acción Nacional (PAN), y Andrés Manuel López Obrador del partido de izquierda, el Partido de la Revolución Democrática (PRD), mantuvieron visiones confrontadas respecto a la política económica y la mejor manera de alcanzar desarrollo económico a largo plazo. Mientras que Calderón prometió continuar con las políticas propicias para el mercado del presidente saliente, Vicente Fox (PAN), así como con una postura que refleje la necesidad de emprender reformas estructurales para atraer la inversión y conducir al desarrollo económico, López Obrador cuestionó la utilidad del libre mercado y de las políticas económicas neoliberales en la generación de desarrollo económico. Aunado a lo anterior, López Obrador también criticó tanto la independencia como las políticas monetarias del Banco de México (el banco central), prometió emprender proyectos para el desarrollo de infraestructura y el gasto social, cuestionó el valor del Tratado de Libre Comercio, y abogó, en general, por un incremento del papel del Estado en la economía. Las posiciones de este candidato fueron ganando credibilidad debido a su crítica constante a los inversionistas internacionales, los llamados *banqueros*, y por su negativa a reunirse con ellos durante la campaña electoral, así como por los importantes gastos en infraestructura y programas sociales que hiciera mientras que fue Jefe de Gobierno de la Ciudad de México.

A pesar de esto, no hubo nada inusual en la retórica de las campañas del 2006. No era la primera vez en la historia reciente que la postura política tomada en campaña era manejada en términos de preferencias ideológicas hacia las políticas económicas neoliberales. En 1988, Cuauhtémoc Cárdenas, fundador del PRD, desafió al entonces hegemónico Partido Revolucionario Institucional (PRI) y a su candidato presidencial, Carlos Salinas, utilizando estos mismos argumentos, y apoyándose en la oposición del PRD a la continuación de las políticas neo-liberales a lo largo de los años 90. Sin embargo, dos cosas distinguen la competencia presidencial de 2006 de elecciones anteriores. En primer lugar, por primera vez desde 1988, había una posibilidad real de que un candidato de izquierda – del PRD – pudiera ganar un proceso electoral democrático. En segundo lugar, la ola de victorias cosechada por los candidatos de izquierda en América Latina generó, tanto en México como en el extranjero, la sensación de que el renombre de López Obrador podría ser algo típico de la región.

En los meses precedentes al inicio formal de las campañas, en enero de

2 Quisiera agradecer a Jésica Tapia del CIDE por su colaboración en la investigación y por su excelente traducción del documento al español, a la Dra. Susan Minushkin del CIDE por sus asesoria en cuanto a la literatura relevante, y al Dr. Javier Aparicio del CIDE por su ayuda sobre el análisis estadístico. Debo un agradecimiento especial al Dr. Lewis Alexander de Citigroup, Carmen Bedoya de Bear Stearns, al Dr. Alonso Cervera de Credit Suisse, Jorge Gonzáles Nievas de Scotiabank Inverlat, y la Dra. Luisa Palacios de Barclays Capital por mantener conmigo conversaciones frecuentes sobre los mercados mexicanos durante el transcurso de la campaña presidencial.

2006, casi todas las encuestadoras mostraban a López Obrador delante de Calderón y de Roberto Madrazo Pintado - candidato del PRI - aunque con un margen perceptiblemente variable de encuesta a encuesta. Por ejemplo, en un sondeo conducido a finales de octubre, Demotecnia mostraba a López Obrador 14 puntos delante de Calderón, publicando a los candidatos con el 39% y el 25% de las preferencias electorales respectivamente. En noviembre, uno de los principales periódicos de México, *El Universal*, publicó que el candidato del PRD contaba con un 42 % de intención de voto, mientras que Calderón contaba apenas con el 27%. Asimismo, la compañía de estudios de mercado Parametría mostraba a López Obrador con 38% de intención de voto, comparado con el 29% para Calderón. Aunque diversas encuestadoras mostraban un margen menor entre los dos candidatos (incluyendo el periódico *Reforma* que publicó un margen de apenas 1% en una encuesta de noviembre) los sondeos que mostraban un apoyo mucho más fuerte para el candidato de izquierda atrajeron de manera considerable la atención de la opinión pública.

Por otra parte, el reciente arribo de gobiernos con tendencia de izquierda en América Latina condujo a los inversionistas a preguntarse si el renombre del candidato mexicano de izquierda formaba parte de una tendencia regional más amplia hacia la izquierda, y, en algunos casos, hacia gobiernos populistas. Cambios recientes hacia políticas de estilo populista en Argentina, Bolivia, y Venezuela estaban frescos en la mente de los inversionistas. El Presidente Néstor Kirchner, miembro del partido de izquierda - Partido Justicialista (PJ), electo en 2003, ha promovido medidas para aumentar la presencia del Estado en la economía. El presidente de Venezuela Hugo Chávez, perteneciente al Movimiento Quinta República (MVR), ha aumentado dramáticamente el nivel de la presencia del Estado en la economía, poniendo en marcha programas de gasto social desde que llegó al poder en 1998; mientras que, por su parte, el nuevo presidente de Bolivia, Evo Morales, líder del Movimiento al Socialismo (MAS), también ha seguido tendencias económicas de izquierda.

Aún en los países no conducidos por gobiernos populistas, políticos que favorecían agendas de izquierda han estado a punto de ganar las elecciones. El anterior presidente del Perú, de procedencia centrista, Alan García, fue desafiado por el "estatista" y nacionalista confeso Ollanta Humala en la segunda vuelta de las elecciones de junio de 2006. El ecuatoriano, Rafael Correa, defensor de la reestructuración de la deuda y del incremento de la presencia del Estado en la economía, parece tener asegurado su liderazgo en la primera ronda electoral el próximo 15 de Octubre, aunque podría no ganar en la segunda ronda. Por otra parte, no obstante que el presidente brasileño de izquierda, Luiz Inacio "Lula" da Silva (Partido de los Trabajadores - PT), electo en 2002, y que el presidente uruguayo, Tabaré Vázquez (Partido Socialista - PS) han mantenido políticas amistosas al mercado, no aplicadas ni siquera por gobernantes más conservadores, surgieron dudas acerca de su liderazgo en las elecciones y el tipo de políticas que podrían seguir una vez electos.

En este contexto, no parece sorprendente que hubiera inversionistas preocupados por la victoria de López Obrador durante el curso de la campaña presidencial del 2006 (observación basa-

da en conversaciones con gerentes de portafolio y analistas del mercado mexicano pertenecientes a Scotiabank Inverlat de la Ciudad de México) y tampoco es sorprendente que la mayoría de las divisiones de investigación de instituciones financieras y grupos de investigación independientes cubrieran la elección con gran detalle en sus informes diarios y semanales sólo por esta razón. Además de lo anterior, hay que mencionar que hubo viajes frecuentes de parte de inversionistas internacionales a la Ciudad de México para reunirse con los asesores económicos y los estrategas políticos de los candidatos, así como para mantener reuniones con la Secretaria de Hacienda y Crédito Público y el Banco de México, con la finalidad de evaluar la resistencia de la posición macroeconómica y monetaria de México durante las elecciones. Representantes de los equipos de economía y de política de cada uno de los tres principales candidatos viajaron a Nueva York, en diversos momentos de la campaña, para explicar sus objetivos de política económica. Aunque López Obrador se rehusó a reunirse con la mayoría de los inversionistas que viajaron a México, Calderón y Madrazo si lo hicieron de manera regular.

Aunque la intensidad del interés de los inversionistas acerca de la competencia presidencial mexicana sugiere preocupación por una posible victoria de López Obrador, la evidencia anecdótica también sugiere que otros inversionistas no estaban tan preocupados por este hecho como se podría pensar. Para algunos inversionistas, las fuertes bases económicas de México, tales como la evidente mejoría en la cartera de deuda, el bajo déficit por cuenta corriente, las tasas de crecimiento estables y la baja inflación, moderaban su preocupación por el valor de los activos mexicanos, aún bajo la perspectiva de cualquier cambio futuro hacia una política del tipo "estatista" (observación basada en conversaciones frecuentes con un economista de Credit Suisse entre enero y junio de 2006). Otros asumieron a López Obrador como un Lula más que como un Chávez, por lo que se pensó que este candidato no emprendería ninguna de las políticas radicales que él prometió durante su campaña (basado en conversaciones frecuentes con un gerente de portafolio de Wellington Capital Management durante 2005). Otros inversionistas parecían más preocupados por la economía global, que por cualquier riesgo percibido en México, es decir, el riesgo de los activos mexicanos era excedido por el riesgo de otros activos en economías emergentes e industrializadas (basado en conversaciones frecuentes con un economista de Citigroup de enero a junio de de 2006). Para estos inversionistas, una victoria de López Obrador no amenazaba el valor de sus activos como otros factores globales o regionales sí lo harían.

La existencia de inversionistas con diversas visiones sobre una posible victoria de López Obrador no es tan sorprendente. Sin embargo, el grado de interés de los inversionistas en la elección, tomando en consideración la evidencia contradictoria sobre la intensidad y dirección de dichas preocupaciones, plantea dudas acerca de cuál era la verdadera posición de la mayoría de inversionistas respecto al tema. ¿Estaba realmente preocupada la mayoría de los inversionistas sobre el resultado final de las elecciones debido al miedo provocado por un cambio en la política económica hacia la izquierda en un escenario de victoria para López Obrador? ¿La mayoría de los inversionistas estaban

esperando una oportunidad para hacer negocios una vez que el proceso electoral terminara sin importar quién fuera el ganador? ¿Los inversionistas sí estaban preocupados por la elección, pero su verdadero interés estaba en las economías emergentes y en general en los problemas de estos mercados?

Este artículo intenta dar respuesta a estas preguntas. Para cumplir este cometido examino cómo es que la información de las encuestas, dada a conocer al público durante los meses del proceso electoral, afectó las estrategias de los inversionistas y con ello el valor del mercado de activos mexicanos. En este sentido, este artículo está diseñado para encajar dentro de una amplia y creciente literatura que toma como tema el efecto de la política sobre los mercados de economías desarrolladas y emergentes. Sin embargo este estudio difiere de trabajos previos sobre el mismo tema, al enfocarse principalmente en la reacción de los mercados a las encuestas de opinión pública día a día. La mayoría de los académicos, hasta muy recientemente, se ha concentrado en el efecto que tienen factores estables y altamente predecibles tales como las instituciones políticas, la sincronización de los ciclos electorales, y las preferencias ideológicas de los gobiernos, sobre la toma de decisiones de los inversionistas y las consecuencias de dichas decisiones sobre los mercados. Aunque hay excepciones, muy pocos investigadores se han concentrado en cómo es que la incertidumbre que rodea al proceso electoral afecta los mercados durante las campañas y a las estructuras e instituciones políticas existentes. Dado que los inversionistas toman decisiones en un mundo de incertidumbre y continuamente hacen cálculos probabilísticos sobre el futuro de las tendencias económicas y políticas, más allá de lo que ellos conocen verdaderamente acerca de las características estructurales de las economías y la política, parece importante estudiar hasta qué grado este mundo probabilístico afecta sus estrategias de inversión y por tanto las tendencias de los mercados.

Para mostrar este punto y determinar cómo es que los inversionistas reaccionaron a la política mexicana durante la campaña presidencial de 2006 procederé de la siguiente manera: en primer lugar, describiré el proceso electoral mexicano, incluyendo las posturas políticas de los principales candidatos y las tendencias de las preferencias electorales durante el transcurso del proceso electoral. En segundo lugar describiré el estado de la Bolsa Mexicana de Valores durante la campaña, para mostrar que los retornos estuvieron altamente volátiles. Tercero desarrollaré una serie de posibles argumentos, junto con sus hipótesis probables, para desentrañar la naturaleza de la preocupación de los inversionistas sobre el resultado final de la elección presidencial en México. Cuarto, evaluaré las hipótesis utilizando el modelo econométrico de series de tiempo, GARCH, y discutiré los resultados en la quinta sección de este documento. Finalmente presentaré la conclusión.

La Campaña Presidencial Mexicana de 2006

Las elecciones presidenciales en México se llevaron a cabo el 2 de julio. Éstas siempre se llevan a cabo el primer domingo de julio del año electoral. La última elección en México fue el 2 de julio del 2000, y el candidato ganador fue Vicente Fox (PAN). El presidente en México es electo cada seis años. En esa misma elección se vota para elegir a los

miembros de la Cámara de Senadores y de Diputados. El período de los Senadores es de seis años; los Diputados son electos cada tres años y hay una elección intermedia para renovar la Cámara de Diputados; ésta ocurre a la mitad del período presidencial. Este año las campañas presidenciales comenzaron el 17 de enero y se terminaron el 28 de junio, el miércoles anterior al día de la elección.

El proceso electoral completo incluye la campaña, el día de la elección, el conteo formal de los votos (que lleva a cabo el Instituto Federal Electoral - IFE), la adjudicación de quejas en contra del proceso y la certificación del conteo final de la votación por el Tribunal Electoral del Poder Judicial de la Federación (TEPJF), así como la declaración del ganador y la toma de protesta del nuevo presidente. Este proceso dura aproximadamente diez meses y medio, empezando a mediados de enero y terminando el primer día de diciembre. La Tabla 1 presenta un calendario de fechas clave sobre la elección y de eventos ocurridos en 2006, con muchos otros procesos electorales siguiendo un calendario similar.

Tabla 1. Fechas clave en las elecciones presidenciales de México 2006

Fecha	Evento
Enero 17	Inicio formal de las campañas presidenciales; los candidatos se registran ante el IFE
Abril 25	Primer debate entre los candidatos a la presidencia
Junio 23	Inició de la prohibición para publicar datos sobre encuestas de preferencias electorales
Junio 6	Segundo debate entre los candidatos a la presidencia
Junio 28	Finalización formal de las campañas electorales
Julio 2	Día de la Elección.
Julio 3	Cierre del sistema de conteo preeliminar (PREP)
Julio 6	Anuncio formal de los resultados por el IFE
Julio 10	Fecha límite para presentar impugnaciones en contra del resultado de las elecciones ante el TEPJF
Agosto 31	Fecha límite para resolver impugnaciones en contra del conteo y la certificación de las elecciones ante TEPJF
Septiembre 6	Fecha límite para el anuncio formal del ganador de la elección por el TEPJF
Diciembre 1	Toma de protesta del nuevo presidente electo

Note: IFE = Instituto Federal Electoral; TEPJF = Tribunal Electoral del Poder Judicial de la Federación; PREP = Programa de Resultados Preliminarios (IFE).

Hubo un total de cinco candidatos registrados para competir en la elección presidencial mexicana. A la derecha del espectro ideológico Felipe Calderón del Partido Acción Nacional (PAN), a la izquierda Andrés Manuel López Obrador como representante del Partido de la Revolución Democrática (PRD),

quien se unió en coalición con el Partido del Trabajo (PT) y con el Partido Convergencia (Convergencia). En una posición relativamente más centrista, Roberto Madrazo Pintado, del Partido Revolucionario Institucional (PRI), se unió en coalición con el Partido Verde Ecologista de México (PVEM). Otros dos partidos pequeños también lanzaron candidaturas; en una postura de centro derecha el recientemente formado Partido Nacional Alianza (PANAL) con Roberto Campa Cifrian como candidato, y a la izquierda, Patricia Mercado representando al también recién formado Partido Alternativa Socialdemócrata y Campesina (Alternativa). La Figura 1 muestra la posición relativa de los candidatos y los partidos en el espectro ideológico de derecha a izquierda.

Figura 1. Posición de los Candidatos Presidenciales en el Espectro Ideológico Izquierda-Derecha

Izquierda				**Derecha**
Patricia Mercado (Alternativa)	Andrés Manuel López Obrador (PRD-PT-Convergencia)	Roberto Madrazo (PRI-PVEM)	Roberto Campa (PANAL)	Felipe Calderón (PAN)

Como sugiere la Figura 1, los cinco candidatos presidenciales representaron un conjunto diverso de plataformas y preferencias sobre la política económica y social. Para los propósitos que persigue este artículo me concentraré solamente en los tres principales contendientes: Calderón (PAN), López Obrador (PRD), y Madrazo (PRI). Durante el transcurso de su campaña, el candidato del PAN destacó la necesidad de emprender reformas estructurales para atraer inversión extranjera y asegurar crecimiento económico. Este candidato argumentó que la inversión extranjera directa y la estabilidad macroeconómica, por medio de sus efectos positivos en la creación de empleo, eran la mejor manera de alcanzar crecimiento económico y reducir la pobreza. Calderón también destacó cómo las mejoras en transparencia gubernamental, el respeto al Estado de derecho, y al sistema legal destaparían la corrupción, mejorarían la seguridad pública, y atraerían la inversión extranjera. Este candidato también se enfocó en su compromiso con la estabilidad macroeconómica, algo que lo distinguió de su principal oponente, López Obrador, a quien la campaña de Calderón trato de mostrar como alguien que socavaría los logros del gobierno en este rubro.

Aunque durante su campaña evitó la discusión de las controvertidas reformas estructurales, en reuniones privadas con inversionistas, Calderón y su equipo aseguraron su apoyo para las reformas fiscal, energética, laboral y de seguridad social; no obstante, por otra parte, el equipo de Calderón dedicó mucho tiempo a asegurarle a los votantes que no se privatizaría Petróleos Mexicanos (PEMEX), el monopolio petrolero estatal, ni las dos paraestatales de electricidad. A pesar de su claro énfasis en el apoyo hacia políticas que los inversionis-

tas preferirían ver implementadas en México, Calderón también destacó la necesidad de implementar programas de gasto social focalizado para combatir la pobreza: becas para mantener a los niños en la escuela, programas de vivienda con créditos subsidiados para las clases bajas, así como aumentos en el gasto en educación para mejorar las expectativas económicas de los mexicanos.

Por otra parte, la campaña de López Obrador se concentró en destacar la amplia disparidad de ingresos en México; su principal lema de campaña "Primero los Pobres" enfatiza este aspecto. Al contrario de Calderón, López Obrador abogó por un incremento del papel del Estado en la economía para fortalecer la creación de empleos e incrementar las oportunidades económicas y el crecimiento. También declaró que él reorientaría e incrementaría el gasto gubernamental hacia gasto en programas sociales, educación y desarrollo de infraestructura, y que podía generar los fondos para tales cambios tomando medidas enérgicas para evitar la evasión fiscal por negocios y por parte de las elites, así como a través de una reducción significativa en el gasto gubernamental redundante. De esta manera, ahorrando recursos despilfarrados, él obtendría los recursos adicionales para pagar tales prioridades del gasto.

Las promesas de gasto social y de desarrollo de infraestructura de López Obrador no eran muy diferentes de lo que prometió Calderón durante su campaña. De hecho, muchos inversionistas creen que el desarrollo de infraestructura, el gasto en educación, y los programas de combate a la pobreza pueden contribuir a la estabilidad política y al desarrollo económico en el mediano plazo. Sin embargo, el énfasis de López Obrador respecto al papel del Estado en algunos aspectos de la economía, combinado con su negativa a emprender las reformas estructurales, aumentaron la preocupación entre los inversionistas, aún a pesar de las declaraciones de su equipo de trabajo en reuniones privada con inversionistas en donde aseguraban que este no era el caso. López Obrador rechazó que la reforma fiscal significara una ampliación de la estrecha base fiscal mexicana, sostenía que más bien esta aumentaría la carga impositiva de los más pobres. También rechazó la reforma energética que permitiría la inversión privada en este sector tan altamente regulado, cerrado y por tanto extremadamente caro, argumentando que el sector energético es de importancia estratégica para México y su economía. La reforma laboral, que facilitaría a las empresas contratar y despedir a sus trabajadores, fue criticada por reducir los beneficios de los trabajadores, mientras que una amplia reforma al sistema de seguridad social, para permitir cuentas individuales (tipo Afores) y terminar con los sistemas de pensiones actuales (sistemas con beneficios definidos) es también impensable. Constantemente se quejó de la independencia de Banco de México y de sus tradicionales políticas monetarias restrictivas, así como por sus altos niveles de reservas, que él decía podrían contribuir a fomentar el crecimiento económico.

Por último, el priísta Roberto Madrazo hizo campaña desde una posición política y económica relativamente más centrista, situado entre el estatismo y la defensa de la inversión extranjera directa. El punto focal de su campaña, en un esfuerzo por distinguirse de los otros dos contendientes, fue el tema de la seguridad pública. En reuniones privadas con inversionistas, Madrazo y su

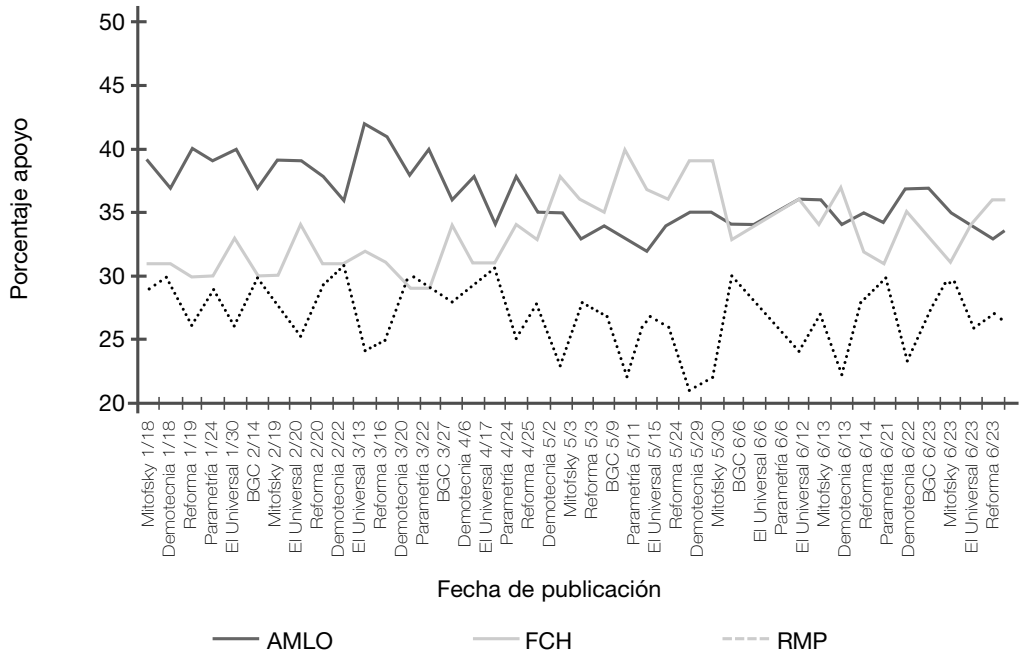
equipo de trabajo expresaron entender la importancia de la inversión extranjera directa en la economía y por tanto expresaron su apoyo a las reformas estructurales para atraer inversión, incluyendo la reforma fiscal, de seguridad social y energética. Tal como Calderón, Madrazo prefirió no discutir tales medidas durante su campaña, por miedo a la controversia que podría haberlas rodeado. A pesar de ello muy pocos inversionistas dudaron acerca de su compromiso con tales medidas. De hecho, fue gracias a los lazos cercanos de Madrazo con grupos empresariales que él presionó al PRI para cambiar sus estatutos durante el 2005 para permitir a sus miembros apoyar las reformas energética y fiscal.

Las Preferencias Electorales durante las Elecciones Mexicanas

Los datos sobre las preferencias electorales mexicanas estuvieron disponibles de manera regular durante las campañas presidenciales en México hasta el 23 de junio, día a partir del que se prohíbe su difusión pública. A pesar de esta prohibición, muchas empresas de investigación de mercados continuaron conduciendo encuestas para clientes privados durante los días previos a la elección, aunque estos datos no fueron difundidos al público (por lo que éstos no son utilizados en este análisis).

La Figura 2 muestra las tendencias en las preferencias electorales del 18 de enero al 23 de junio.

Figura 2. Tendencias de las preferencias electorales hacia los tres principales candidatos con información de encuestas publicadas en los principales periódicos o medios de comunicación en México, enero 18 - junio 23, 2006



Nota: FHC = Felipe Calderón Hinojosa (PAN); RMP = Roberto Madrazo Pintado (PRI); AMLO = Andrés Manuel López Obrador (PRD). Mitofsky = Consulta Mitofsky, publicado en Televisa; Demotecia = Demotecnia, publicado en Milenio; Reforma = Reforma, publicado en Reforma; Parametría = Patrametría, publicado en Nuevo Excelsior; El Universal = El Universal, publicado en El Universal; BGC = Beltrán y Asociados, publicado en La Crónica de Hoy.

Como se muestra, el candidato de izquierda, Andrés Manuel López Obrador (PRD), comenzó la campaña presidencial con un considerable margen de liderazgo (dependiendo de la encuesta) sobre Felipe Calderón (PAN). Específicamente durante la segunda mitad de enero, López Obrador, contaba con una ventaja de entre 6% y 10% de votos sobre Calderón, mientras que el priísta, Madrazo, dependiendo de la encuesta, se mantenía compitiendo con este último. El liderazgo de López Obrador se mantuvo hasta marzo, cuando su fortuna comenzó a cambiar después de un evento clave sucedido durante su campaña. A mediados de marzo durante un mitin en Oaxaca, López Obrador se refirió al Presidente Fox como "chachalaca" (un pequeño pájaro con un silbido ruidoso y frecuente). Pidió el apoyo de las personas y de los trabajadores petroleros así como de los burócratas para limpiar a PEMEX y al gobierno de la corrupción. Además, él continúo haciendo declaraciones en contra del presidente: "Ya le tuve que decir; así, despacito porque yo no hablo de corrido; le dije: Cállate Cha-cha-la-ca, dice que no se puede, cómo no se va a poder, todo va a depender de que acabemos con la corrupción en el gobierno."

Esta declaración, en general, fue percibida como irrespetuosa para el popular Fox, para la presidencia y para las instituciones democráticas. El PAN aprovecho esta oportunidad y llevo a cabo una intensa campaña vinculando a López Obrador con el Presidente Venezolano Hugo Chávez, quien en ese tiempo había hecho declaraciones a favor de Lopez Obrador y en contra del presidente Fox y del PAN por las relaciones de éstos con Estados Unidos. Aunque esta declaración no fue decisiva en el resultado de la elección se cree ampliamente entre los encuestadores que desencadenó el ascenso de Calderón en las preferencias electorales y el decline de López Obrador. La Figura 2 muestra el agotamiento del liderazgo de Obrador desde mediados de marzo hasta la mitad de mayo, después de que el efecto de la decisión de López Obrador de no participar en el primer debate presidencial el 25 de abril se moderó. Para mediados de mayo, el escenario electoral llego a ser mucho más competitivo ya que los comentarios sobre la "chachalaca" en la campaña presidencial comenzaron a ser superados en la mentalidad de los votantes. En la semana del 23 de junio varias encuestas de opinión pública mostraban que la competencia estaba muy cerrada para declarar a un ganador contundente, presentando un margen entre los dos candidatos dentro del error estadístico.

Las encuestas de opinión pública acertaban en su evaluación respecto a una competencia electoral muy cerrada. De hecho la estrechez de la competencia forzó al IFE a abstenerse de anunciar el resultado de la elección el mismo día de la votación, prefiriendo esperar hasta que pudiera terminar el conteo final de todas las casillas durante esa semana. Por otra parte, ninguna de las encuestadoras que llevo a cabo sondeos de salida hizo declaraciones oficiales acerca de sus resultados sobre el ganador de la elección. El 6 de julio el IFE anuncio que, de acuerdo a su conteo, Calderón había obtenido la mayoría de los votos, aunque su margen de victoria era muy

estrecho. El conteo final fue dado a conocer a finales de Agosto por el TEPJF que anuncio, después de haber analizado las impugnaciones en contra del proceso electoral, que Calderón era el ganador con un margen estrecho, ganando con sólo 35.9% contra un 35.3% de López Obrador.

Los Inversionistas y la Bolsa Mexicana de Valores durante la Campaña Presidencial

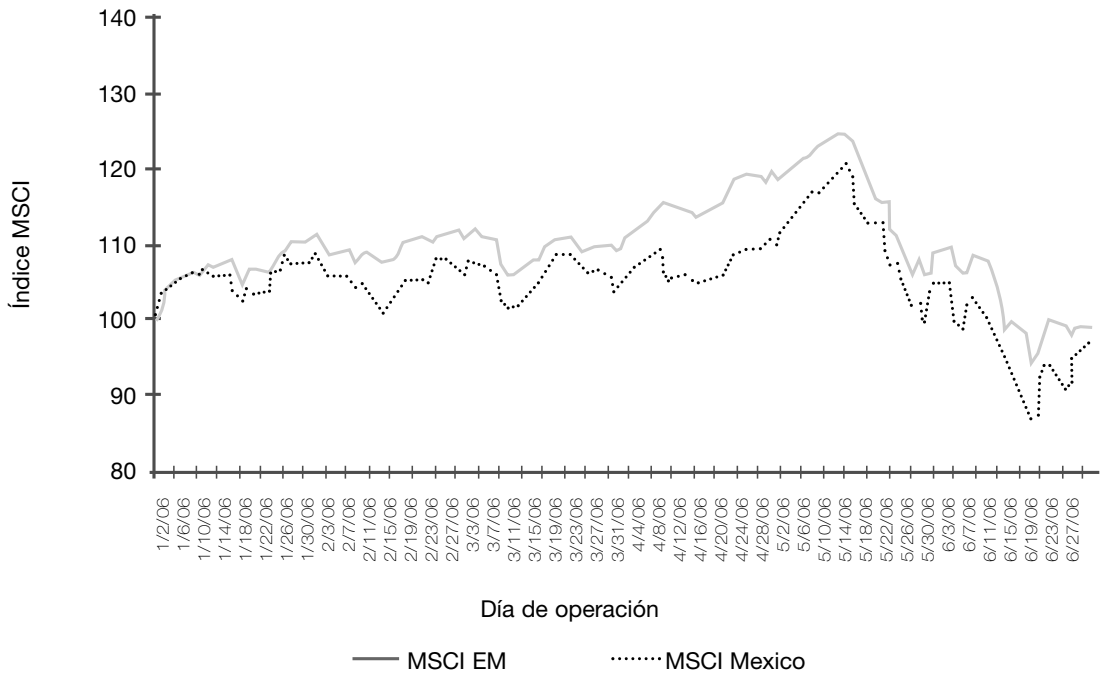
Los altibajos de la elección presidencial mexicana fueron retratados en la prensa internacional y se mantuvieron frescos en la mente de los inversionistas. La mayoría de las agencias de noticias de habla inglesa como Dow Jones, Reuters, y Bloomberg, así como periódicos de renombre como el *Financial Times* en Londres, *The New York Times*, el *Washington Post*, y el *Wall Street Journal*, cubrieron la elección de manera regular, reportando no sólo cambios en el apoyo electoral, sino también publicando información acerca del perfil de los candidatos y sus posturas políticas.

Los inversionistas siguieron la elección con gran detalle a través de tales fuentes, pero también a través de sus suscripciones a los departamentos de investigación de los bancos y a consultoras independientes. Las divisiones de investigación más importantes, encargadas de atender a clientes de mercados de dinero (bonos) y de mercados accionarios, de instituciones financieras tales como Bear Stearns, Credit Suisse, y JP Morgan escribieron acerca de las elecciones diariamente, para mantener informados a sus clientes[3]. Algunos como JP Morgan escribieron amplios reportes acerca de las tendencias de las preferencias electorales con la finalidad de justificar sus predicciones acerca del resultado final de las elecciones[4]. Consultoras independientes asesorando a instituciones financieras, como Global Medley Advisors, escribieron casi semanalmente, en especial cuando las elecciones comenzaron a acercarse. Credit Suisse llevó a cabo encuestas con las más grandes instituciones de inversionistas, para sondear su opinión acerca de la elección y sobre qué candidato creían ellos que podía ganar.

Durante esta etapa la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) mostró una variación considerable en cuanto a sus retornos así como períodos de volatilidad. La Figura 3 muestra el Morgan Stanley Capital Index para la BMV y lo compara con el mismo índice para economías emergentes. Aunque las tendencias de las economías emergentes siguieron como deberían esperarse, la BMV no se comportó como se esperaría en comparación con las Bolsas de las economías emergentes. La BMV también mostró considerable volatilidad durante este período. Los mayores cambios registrados en comportamiento y volatilidad comienzan a aparecer a principios de abril y continuaron hasta el viernes 30 de junio antes de las elecciones. La presencia de estas tendencias y su relación con la proximidad de las elecciones es el punto central de este documento.

3 Ver, por ejemplo, Bear Stearns (2006a; 2006b) y Credit Suisse (2006a; 2006b).
4 Ver por ejemplo, JP Morgan (2006).

Figura 3. Morgan Stanley Capital Index para México y economías emergentes, enero 2 – junio 30, 2006



Tres Argumentos Alternativos Acerca de los Inversionistas

Se ha llevado a cabo una amplia serie de investigaciones acerca del efecto de la política sobre los mercados, sobre todo en los países industrializados. Esta literatura se puede clasificar de manera general en dos amplias categorías: por un lado investigación en un solo país acerca de cómo es que las elecciones y las estructuras políticas institucionales afectan la volatilidad y los retornos del mercado. Por otra parte, están los estudios acerca de las preferencias políticas partidistas y cómo afectan la volatilidad y los retornos del mercado. En el primer caso, los investigadores están interesados en la estabilidad de las políticas públicas (Bernhard and Leblang 2006). Los actores del mercado están menos interesados en el efecto de los eventos políticos sobre los mercados en aquellos países en donde las instituciones políticas aíslan las políticas de los servidores públicos electos, lo que hace el proceso de elaboración de las políticas difícil de cambiar (Freeman, Hays y Stix 2000). Algunas de las instituciones, que limitan la discrecionalidad de los políticos incluyen bancos centrales independientes, utilización de listas de representación proporcional como sistema para elegir legisladores (comparado con los sistemas de mayoría – donde el ganador se lleva todo – en donde puede haber grandes cambios respecto a quién controla el gobierno) (Bernhard y Leblang 2006).

En el segundo caso, los investigadores están más interesados en el tipo de políticas públicas que prefieren los partidos y cómo es que los actores en

los mercados responden a ellos. Se piensa que los partidos de derecha, que representan a electorados de clase media y alta, están a favor de políticas macroeconómicas estabilizadoras y medidas para bajar la inflación, al menos más que los partidos de izquierda, cuyos electorados tienden a pertenecer a las clases más humildes y que valoran más las políticas redistributivas y de empleo. Dado el interés de los inversionistas en la estabilidad macroeconómica, ellos prefieren partidos de derecha más que partidos de izquierda (Bernhard y Leblang 2006; Franzese 2002; Leblang y Mukherjee 2005). Con relación a esta literatura, algunos investigadores han estudiado los efectos de la incertidumbre que rodea los resultados electorales sobre el comportamiento de los agentes del mercado.

Bernhard y Leblang (2006) indican, sin embargo, que por cada estudio que subraya la importancia de las instituciones políticas y el partidismo sobre el comportamiento del mercado, hay otro estudio que muestra que estas variables claves no tienen efecto, lo que da lugar a dudas acerca del mecanismo exacto por el que los mercados responden a la información, asumiendo que lo hacen. En efecto, en la observación de estos investigadores sobre una gran cantidad de trabajo empírico acerca de la política y los mercados se reflejan una serie de pruebas anecdóticas que caracterizaron la competencia presidencial mexicana y los efectos que esta tuvo en las estrategias y el comportamiento de los inversionistas. ¿Tuvieron importancia las elecciones mexicanas para los inversionistas? Si fue así, ¿cómo? Y si no, ¿por qué no?

Con el fin de responder estas preguntas, este artículo esta basado en una investigación realizada por Jensen y Schmith (2005) y por Martínez y Santiso (2003) quienes condujeron una investigación similar acerca de cómo es que reaccionaron los inversionistas a las elecciones presidenciales de Brasil en el 2002. Brasil provee un buen punto de comparación para la experiencia mexicana, ya que ese año la competencia se dio entre un candidato con propuestas tendientes al mercado, José Serra del Partido da Social Democracia Brasileira (PSDB), en contra del candidato "antimercado" Luiz Inacio "Lula" da Silva del Partido dos Trabalhadores (PT). Como Jensen y Schmith (2005) y Martínez y Santiso (2003) describen, los inversionistas estaban preocupados durante el transcurso del período electoral acerca de las oportunidades de ganar de Lula y reaccionaron negativamente a la incertidumbre alrededor de los resultados y del aumento en la popularidad de este candidato. De hecho, justamente el caso brasileño debe estar fresco en la memoria de los inversionistas, ya sea como una lección para protegerse en las elecciones políticamente polarizadas o una lección de como utilizar la retórica de izquierda durante las campañas no siempre significa ponerla en práctica una vez que se termina la elección. Lula ha gobernado Brasil no perdiendo de vista los mercados, protegiendo la estabilidad macroeconómica e inclusive presionando para poner en marcha algunas reformas estructurales que los inversionistas querían ver aplicadas.

Con la experiencia brasileña en mente, este artículo propone una serie de argumentos alternativos acerca de si (y cómo) la política afectó los mercados durante las campañas electorales de 2006. Específicamente hay tres argu-

mentos alternativos de cómo es que la información acerca de las encuestas sobre las preferencias electorales pudo haber afectado a los inversionistas y a la BMV durante la campaña presidencial. El primer argumento, al que me referiré como el argumento *A1: Mercado Único*, postula que los inversionistas no han aprendido nada con la experiencia de Brasil y por tanto tratan a la elección mexicana como un evento político único, reaccionando de acuerdo a esto. Dado que previas investigaciones muestran que los inversionistas reaccionaron negativamente a la candidatura y a la probable victoria del partido de izquierda del Presidente Luiz Inacio "Lula" da Silva (PT), se esperaría que los inversionistas actuaran en forma similar en otras elecciones en donde el candidato de izquierda tuviera posibilidades de ganar. En términos de la contienda mexicana, un aumento en la incertidumbre, o cualquier signo de que el candidato de izquierda López Obrador pudiera ganar la elección, debería socavar la confianza de los inversionistas en los activos mexicanos, conduciendo a una baja en los valores, bajos retornos y aumento en la volatilidad de los mercados.

El argumento *A1: Mercado Único* tiene las siguientes hipótesis comprobables:

- *Hipótesis 1a: Un incremento en la Incertidumbre electoral conducirá a bajos retornos de la Bolsa Mexicana de Valores e incrementos en su volatilidad.*
- *Hipótesis 1b: Un incremento en la probabilidad de una victoria del candidato de izquierda, López Obrador, conducirá a bajos retornos de la Bolsa Mexicana de Valores y a un incremento en la volatilidad de esta.*
- *Hipótesis 1c: Un incremento en la probabilidad de la victoria de un candidato propenso a las políticas pro mercado, Calderón, conducirá a una alza en los retornos de la Bolsa Mexicana de Valores y una baja en la volatilidad de esta.*

El segundo argumento, al que me referiré como *A2: Contexto del Mercado*, presenta un argumento alternativo al anterior. De acuerdo a este argumento, los inversionistas toman todas las elecciones de los países con economías emergentes dentro de un contexto político (y económico) más amplio. El presidente de izquierda, Lula, al igual que varios otros presidentes en la región, han honrado las políticas económicas neo-liberales y las reformas de mercado preferidas por los inversionistas, demostrando que los presidentes de las mayores economías de América Latina son capaces de apaciguar a los inversionistas una vez que llegan al cargo, aún si la retórica electoral los llevó a declarar lo contrario durante su campaña. En este contexto, los inversionistas han aprendido del ejemplo de Brasil y creen en los asesores económicos y políticos enviados por López Obrador para hablar de sus ofertas de política económica, por lo que no están nerviosos sobre su victoria.

El argumento *A2 Contexto de Mercado* tiene las siguientes hipótesis verificables:

- *Hipótesis 2a: Un incremento de la incertidumbre electoral por la elección no afectará los retornos de la Bolsa Mexicana de Valores ni la volatilidad de los mercados.*
- *Hipótesis 2b: Un incremento en las probabilidades de una victoria del candidato de izquierda, López Obra-*

dor, no afectará los retornos la Bolsa Mexicana de Valores ni aumentará su volatilidad.

- *Hipótesis 2c: Un incremento en las probabilidades de una victoria del candidato de derecha, Calderón, no afectara los retornos de la Bolsa Mexicana de Valores ni aumentara su volatilidad.*

El argumento final llamado *A3: Protección ante el Mercado* es una variación del argumento A2. En este caso, los inversionistas han aprendido del pasado y han elegido protegerse antes de la posible victoria del candidato de izquierda, debido a que ellos perciben diferentes resultados de política bajo las presidencias de López Obrador y la de Calderón. Estos inversionistas no creen en el equipo económico de López Obrador y lo que dicen para apaciguarlos durante las campañas, creen además que su retórica será puesta en marcha cuando López Obrador llegue al poder. Bajo este argumento, los inversionistas no reaccionaran ante una perspectiva de victoria de López Obrador, ya que ya se han protegido con antelación. Sin embargo, reaccionarán positivamente ante un escenario en el que la probabilidad de ganar de Calderón aumenta. Aumentos en el apoyo a Calderón, conducen a los inversionista a pensar en comprar desde una posición más cómoda.

Este argumento tiene tres hipótesis comprobables:

- *Hipótesis 3a: Un aumento en la incertidumbre electoral no afectará los retornos de la Bolsa Mexicana de Valores o su volatilidad.*
- *Hipótesis 3b: Un incremento de la probabilidad de una victoria del candidato de izquierda, López Obrador, no afectará los retornos de la Bolsa Mexicana de Valores ni aumentara su volatilidad.*
- *Hipótesis 3c: El incremento en las probabilidades de una victoria del candidato de derecha, Calderón, incrementara los retornos de la Bolsa Mexicana de Valores y disminuirá la volatilidad del mercado provocada por otros factores.*

Para distinguir entre estos tres argumentos alternativos, la evidencia empírica debe apoyar las tres hipótesis comprobables a la vez. Más específicamente, para que el argumento *A1: Mercado Único* sea cierto las *Hipótesis 1a, 1b, y 1c* deben ser comprobadas conforme la explicación empírica. Si los actores interesados en el mercado toman las elecciones mexicanas como un evento único, ellos deben reaccionar negativamente a la información de las encuestas que muestra un aumento de la incertidumbre electoral, negativamente a aumentos en la probabilidad de López Obrador de ganar, y positivamente a un aumento en la probabilidad de Calderón de ganar. Cualquier variación en el comportamiento esperado de los inversionistas sugerirá necesariamente que dichos inversionistas debieron mantener diferentes visiones acerca del significado de una victoria de López Obrador. En el caso en que los inversionistas estaban menos preocupados acerca del riesgo asociado al candidato de izquierda, de acuerdo al argumento *A2: Contexto del Mercado*, ellos no deberían reaccionar a nueva información acerca de la incertidumbre electoral o de las oportunidades de victoria de López Obrado o Calderón, tal como se estableció en las *Hipótesis 2a, 2b y 2c.* En contraste, los inversionistas temerosos de López Obrador pero que se protegieron de él como

se estableció en *A3: Preparación ante el Mercado*, no deberán reaccionar al incremento de la incertidumbre electoral o la mejora en las oportunidades de López Obrador para ganar. Sin embargo, dichos inversionistas deben reaccionar positivamente a incrementos en el apoyo hacia Calderón, ya que verán cualquier ventaja de este candidato como una oportunidad que no querrían perder. Estas expectativas son delineadas en las *Hipótesis 3a, 3b, y 3c*. La Tabla 2 resume los argumentos, sus hipótesis comprobables y sus expectativas asociadas.

Tabla 2. Expectativas Teóricas para cada uno de los argumentos

	Hipótesis					
	a. Aumentos en la incertidumbre electoral		*b. Aumentos en el apoyo al candidato de izquierda, López Obrador*		*c. Aumentos en el apoyo al candidato de derecha, Calderón*	
Argumento	***Retornos***	***Volatilidad***	***Retornos***	***Volatilidad***	***Retornos***	***Volatilidad***
1. Mercado Único	disminución	incremento	disminución	incremento	disminución	incremento
2. Contexto del Mercado	no hay cambio	no hay cambio	no hay cambio	no hay cambio	no hay cambio	no hay cambio
3. Protección hacia el Mercado	no hay cambio	no hay cambio	no hay cambio	no hay cambio	incremento	disminución

Los Datos y Las Variables

La variable dependiente de interés es la reacción de los mercados. Aunque hay diferentes clases de activos que pueden responder a los eventos políticos, yo me concentro en la BMV. Algunos investigadores han encontrado que la bolsa es una buena medida de las actitudes de los inversionistas hacia el futuro económico de un país. Yo mido esta variable como la diferencia diaria del logaritmo del Morgan Stanley Capital Index (MSCI) para México. Este índice es útil debido a que controla por las tendencias de la inflación doméstica y es comparable con un índice más general, el MSCI para economías emergentes, utilizado como control para las tendencias generales de los mercados en activos equivalentes entre países que compiten por inversionistas similares[5].

5 Estos datos se obtuvieron de Morgan Stanley sitio de Internet : www.msci.com

Hay dos variables independientes de interés: el nivel de incertidumbre electoral y el cambio en la popularidad de los dos candidatos punteros. Yo mido el porcentaje de apoyo esperado para López Obrador o Calderón utilizando datos de encuestas sobre preferencias electorales. El IFE pidió a todas las encuestadoras los resultados de sus ejercicios conducidos durante las elecciones incluyendo los resultados, el método, el patrocinador, y la fecha en que fueron puestos al público[6]. En caso de que la lista del IFE estuviera incompleta, lo cual es muy poco probable, comparé todas las encuestas reportadas por esta institución con aquellas recolectadas por la Asociación Mexicana de Agencias de Investigación de Mercado y Opinión Pública (AMAI) y el Consejo de Investigadores de Opinión (CIO)[7]. Estas fuentes me proporcionaron un total de 76 encuestas llevadas a cabo durante la campaña por 16 encuestadoras o periódicos con sus propios departamentos especializados. Juntando ambas fuentes obtuve 54 observaciones.

Cuatro problemas complicaron el uso de las encuestas de opinión pública. En primer lugar la fecha de recolección de los datos no coincide exactamente con los días de apertura del mercado, algunas veces pasaron varios días o incluso semanas antes de que nueva información fuera difundida para el público. Siguiendo a Jensen y Schmith (2005), asumí que los inversionistas utilizan la información que tienen disponible, es decir, utilizan la misma información por algunos días hasta que pueden actualizarla. Técnicamente hablando, esto significa que yo reproduje los últimos resultados disponibles para cada día de apertura de la BMV en el que no había nueva información hasta que pude reemplazarla. En algunas ocasiones más de una encuesta fue publicada en el mismo día, mientras que en otras ocasiones las encuestas fueron publicadas en fines de semana y días festivos. Los resultados de las encuestas difundidas en el mismo día fueron promediados. En el caso de que la encuesta fuera difundida en fin de semana o día festivo, la información de estas encuestas fue utilizada para días subsecuentes cuando no había nueva información disponible. En el caso cuando hubo encuestas publicadas en fines de semana o días festivos y también el día hábil siguiente, asumí que los actores tomaron de la misma manera toda esta información y por lo tanto las promedié. Esto puede parecer extraño pero frecuentemente los actores interesados en el mercado revisan la información del fin de semana los lunes por la mañana, por lo que asumí que tratan esta información de la misma forma que cualquier otra que tienen disponible.

Utilizando la información descrita arriba, medí el nivel de incertidumbre electoral con el método utilizado por Jansen y Schmith (2005) que captura el nivel de incertidumbre electoral para dos partidos. La formula utilizada para calcularlo es la siguiente:

$$\text{Incertidumbre Electoral} = 1 - 4[(p - 0.5)^2]$$

6 Datos disponibles en www.ife.org.mx.
7 Datos disponibles en su página web www.opionamexico.org

En la formula, *p* es igual al porcentaje de apoyo hacia un candidato menos la cantidad del apoyo para ambos. En el caso de México, dado que sólo dos candidatos tenían oportunidad de ganar la contienda, calcule el porcentaje de apoyo para López Obrador del total de apoyo esperado para él y para Calderón. De esta manera excluí de esta ecuación al priísta Madrazo y a los candidatos de los partidos pequeños.

También controlé, dependiendo del modelo, por los movimientos cambiarios, las tendencias en la bolsa de valores de economías emergentes, y por el volumen de transacciones realizadas en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE). Los movimientos cambiarios, es decir, la tasa de cambio de pesos mexicanos por dólares estadounidenses, comúnmente pueden afectar los precios de la BMV. Pérdidas en el valor del peso pueden provocar ventas, mientras que apreciaciones de esta moneda pueden provocar compras en los mercados. Utilicé una variable que mide el porcentaje diario de cambio en la tasa de cambio interbancaria al cierre, para capturar el efecto de las apreciaciones del peso en la BMV[8]. Cuando los inversionistas consideran la BMV y los futuros retornos en sus inversiones, usualmente comparan los retornos que obtendrán en este país con los retornos que obtendrían en otros mercados emergentes. Cualquier otro tipo de volatilidad en las tendencias de las economías emergentes tiende a afectar la BMV, por lo anterior, utilicé el Morgan Stanley Capital Index para controlar por otras tendencias que podrían afectar a México[9]. La volatilidad en el volumen diario de transacciones de la NYSE podría afectar tanto los volúmenes diarios de transacciones como la volatilidad en otros países, por lo que estos datos fueron incluidos para controlar por estos efectos[10].

Método de Análisis y Modelos

Uno de los mayores problemas asociados a los datos de los mercados financieros es que la volatilidad entre las observaciones no es consistente a través del tiempo, y que cualquiera que sea el tamaño de dicha volatilidad tiende a concentrarse en ciertos períodos. Para tomar esto en cuenta, utilicé un modelo de regresión de series de tiempo llamado *Método Generalizado Autoregresivo de Heterocedasticidad Condicional* (GARCH). Este método controla por correlación serial entre las observaciones y otros problemas asociados con datos de series de tiempo de mercados financieros. Adicionalmente el método GARCH puede estimar tanto la media como la varianza de los retornos, dado que se espera que las encuestas electorales afecten la BMV exactamente en estos parámetros (media y varianza de los retornos). Este método estima la media condicional en el tiempo t como una función de la media en el tiempo t-1 y la varianza condicional en el tiempo t como una función de la varianza en el tiempo t-1, al mismo tiempo que incluye un conjunto de otros indicadores en el modelo que podrían afectar tanto a la varianza como a la media.

Los modelos de media y varianza condicional que utilicé para probar la hipótesis son los siguientes.

8 Estos datos se obtuvieron de la página de Internet del Banco de México www.banxico.org.mx.
9 Disponible en www.msci.com.
10 Datos obtenidos de www.nyse.com.

Media: $\Delta lnP = \lambda + \beta_1 E + \beta_2 C + \beta_i O_i + \varepsilon_t$, donde $\varepsilon_t \sim N(0,\sigma^2)$

Varianza: $\sigma^2 = \omega + \alpha\varepsilon^2 + \beta_3\sigma^2_{t-1} + \beta_2 C + \beta_4 S + B_i O_i$

En la ecuación, λ y ω son constantes, ε es el término de error en el tiempo t cuya varianza esta normalmente distribuida alrededor de 0. *P* = el MSCI para México; *E* = la diferencia diaria entre el logaritmo del MSCI para economías emergentes; *C* = la diferencia porcentual diaria entre el tipo de cambio interbancario peso/dólar US al cierre; S = el volumen diario de transacciones en la Bolsa de Nueva York (NYSE); *O* = las otras variables discutidas arriba que miden la incertidumbre electoral, el porcentaje de votos esperado para López Obrador o para Calderón, dependiendo de la hipótesis que se está probando.

Resultados Estadísticos y Discusión

Utilicé cuatro modelos para distinguir entre los argumentos y sus hipótesis comprobables. Los resultados de los modelos son presentados en la Tabla 3.

Tabla 3. El Efecto de las encuestas electorales sobre la bolsa mexicana de valores, enero 17 - junio 23, 2006

Variable	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4		
	Coef.	*Err .Est.*	*P>|z|*	*Coef.*	*Err .Est.*	*P>|z|*	*Coef.*	*Err .Est.*	*P>|z|*	*Coef.*	*Err .Est.*	*P>|z|*
Modelo para la Media												
MSCI EE	0.813	0.093	0.000	0.763	0.107	0.000	0.737	0.081	0.000	0.744	0.088	0.000
Apreciación del Peso	88.669	29.329	0.003	106.048	27.997	0.000	106.361	24.940	0.000	102.017	24.967	0.000
Incertidumbre Electoral	-9.523	12.499	0.446									
AMLO (PRD)				-0.020	0.046	0.657						
FCH (PAN)							0.019	0.032	0.558			
RMP (PRI)										-0.014	0.028	0.612
Constante	9.465	12.348	0.443	0.714	1.771	0.687	-0.531	1.089	0.626	0.488	0.742	0.511
Modelo para la Varianza												
Volumen NYSE	7.54E-07	1.75E-07	0.000	7.06E-07	3.02E-07	0.019	2.07E-06	1.29E-07	0.000	1.66E-06	3.58E-07	0.000
Apreciación del Peso	53.874	26.609	0.043	34.629	19.664	0.078	-83.098	57.169	0.146	-87.692	58.516	0.134
Incertidumbre Electoral	62.012	1.049	0.000									
AMLO (PRD)				-0.152	0.029	0.000						
FCH (PAN)							-0.195	0.047	0.000			
RMP (PRI)										0.056	0.040	0.156
Constante	-63.668	0.873	0.000	3.831	0.106	0.000	-2.712	1.571	0.084	-9.788	0.514	0.000

ARCH/GARCH Terminos and Diagnosticos

ARCH	0.012	0.079	0.879	-0.001	0.112	0.996	-0.172	0.080	0.032	-0.136	0.066	0.039
GARCH	-0.122	0.159	0.441	-0.160	0.094	0.089	1.067	0.053	0.000	1.064	0.052	0.000
Prueba Portmanteau (Q) Residuales (rezago 1) Q -estadística y valor p		1.022	0.312		0.645	0.421		0.461	0.496		0.547	0.459
Prueba Portmanteau (Q) Prueba Residuales2 (rezago 1) Q - estadística y valor p		0.510	0.475		0.234	0.628		0.299	0.584		0.376	0.539
Kurtosis valor p			0.062			0.048			0.048			0.054
Prueba conjunta Asimetría /Kurtosis Chi cuadrada ajustada y valor p		4.12	0.012		5.72	0.057		5.41	0.067		5.06	0.078
Observaciones	113			113			113			113		

Nota: Variable Dependiente = diferencia diaria entre el logaritmo del Índice de la MSCI para México; MSCI EE = diferencia diaria entre el logaritmo MSCI para economías emergentes; AMLO = Andrés Manuel López Obrador; FCH = Felipe Calderón Hinojosa; RMP = Roberto Madrazo Pintado.

El Modelo 1 muestra los resultados para el efecto que provoca un aumento de la incertidumbre electoral sobre los retornos y la volatilidad de la BMV, controlando por los cambios diarios en los retornos de la MSCI para economías emergente (*MSCI EE* en la tabla), así como por la apreciación diaria del peso mexicano frente al dólar estadounidense (*Apreciación del Peso* en la tabla) y el volumen diario de la Bolsa de Valores de Nueva York (*Volumen NYSE*). Como se mostró, cambios en la incertidumbre electoral no tienen efecto sobre los retornos de la BMV, pero los retornos de las bolsas de valores de economías emergentes (*MSCI EE* en la tabla) y la *apreciación del peso* si los tuvieron. La variable Apreciación del Peso fue significativa al 0.001 nivel de confianza, al igual que la variable que capturó cambios diarios en el MSCI para economías emergentes (*MSCI EE*). Más importante, la variable que mide la incertidumbre electoral (*Incertidumbre Electoral* en la tabla) no es significativa, mostrando que cambios en la incertidumbre de los inversionistas sobre el triunfador no afectaron los retornos en el mercado. Al parecer los retornos de la BMV son una función tanto de tendencias de mercado más amplias, como del peso, más que de la incertidumbre electoral.

El Modelo 1 también estima el efecto de la incertidumbre electoral sobre la volatilidad de la BMV, el modelo de varianza en la tabla, muestra resultados diferentes. En este modelo aumentos en la incertidumbre electoral tienen un efecto positivo y significativo sobre la volatilidad de la BMV. La variable *Incertidumbre Electoral* fue significativa al nivel 0.001. Aunque la incertidumbre acerca de quién sería el ganador definiti-

vo de la contienda electoral no afectó el valor promedio de los activos en los mercados de valores, esta incertidumbre si afecta el comportamiento de los inversionistas. En cuanto hay un incremento en la incertidumbre electoral, el ritmo de las transacciones en la bolsa de valores también aumenta, derivando en un aumento considerable en la volatilidad de los mercados. El volumen diario de transacciones de la Bolsa de Valores de Nueva York (*Volumen NYSE*) también tuvo un efecto positivo y significativo al 0.001 nivel sobre la volatilidad de la BMV, al igual que la *Apreciación del Peso* (significativa al 0.005). No sólo la apreciación del peso frente al dólar y el aumento del volumen de transacciones en la Bolsa de Valores de Nueva York afectaron la volatilidad del mercado mexicano, sino también la incertidumbre electoral.

El Modelo 2 presenta los resultados para el modelo que estima el efecto de cambios en el apoyo hacia el candidato de izquierda Andrés Manuel López Obrador. Como se muestra en la Tabla 3, aumentos en el apoyo para este candidato (*AMLO (PRD)* en la tabla) no tuvieron efecto en los retornos de la BMV, aunque las tendencias en las bolsas de los economías emergentes *(MSCI EE)* y las tendencias del peso si lo tuvieron, como se discutió en el Modelo 1. La variable *AMLO (PRD)* no fue significativa, pero las variables *IMSC EE y Apreciación del Peso* si lo fueron a un nivel significativa de 0.001. Estos hallazgos son similares a los resultados que se obtuvieron en el modelo en Modelo 1 que analizaba la media de los retornos de la BMV. En contraste, el modelo sobre la volatilidad de la BMV mostró diferentes resultados. En dicho modelo los aumentos en el apoyo hacia el candidato de izquierda redujeron la volatilidad en la BMV, algo contradictorio a lo que se esperaba bajo cualquiera de los tres argumentos. La variable *AMLO (PRD)* que mide cambios en el apoyo hacia López Obrador fue significativa al nivel de 0.001.

El Modelo 3 muestra que aumentos en el apoyo hacia Felipe Calderón Hinojosa *(FHC (PAN)* en la tabla) afectaron la volatilidad de la BMV de manera negativa, pero no afectaron sus retornos medios. Aumentos en apoyo hacia Calderón no tuvieron efecto significativo en el modelo que estima los retornos medios pero tuvieron un efecto negativo y significativo, al nivel de 0.001, sobre la volatilidad en la BMV. En los Modelos 2 y 3, el volumen de transacciones en la Bolsa de Valores de Nueva York *(Volumen NYSE)* tuvo un efecto significativo y positivo sobre la BMV. El efecto de la apreciación del peso desaparece bajo aumentos en apoyo para Calderón. Sin embargo, un análisis más profundo de los Modelos 2 y 3 se muestra que la variable apreciación del peso sufre problemas de sesgo por variable omitida, cuando las variables que capturan el apoyo para López Obrador o para Calderón son excluidas de los modelos. Lo anterior no cambia la interpretación del efecto que tiene sobre el mercado de valores la variable apoyo al candidato, pero alerta sobre la interpretación de la variable apreciación del peso en los modelos de varianza en los Modelos 2 y 3.

Para confirmar la robustez de los resultados, examiné los residuales de todos los modelos para detectar ruido blanco y normalidad. Si el modelo GARCH utilizado es correcto, este debe haber tomado en cuenta la correlación serial que hay en los datos de series de tiempo financieras, por lo tanto los residuales no deben presentar

correlación serial. La Tabla 3 muestra los resultados para dos pruebas Portmanteau (también conocidas como Ljung-Box) para detectar ruido blanco en los residuales y en el cuadrado de estos. En ninguno de los modelos se pudo rechazar la hipótesis nula de que el modelo está adecuadamente especificado, lo cual es demostrado por sus valores p altos, por lo tanto se acepta que los modelos están bien especificados. Las pruebas de asimetría y kurtosis (colas amplias) en los residuales muestran que estos están normalmente distribuidos.

Como una prueba adicional de la robustez de los hallazgos, llevé a cabo otro análisis acerca de los cambios en el apoyo hacia Roberto Madrazo y sus efectos sobre la volatilidad y la incertidumbre en la BMV. Los resultados se muestran en el Modelo 4 de la Tabla 3. Si asumimos que los únicos candidatos que podrían tener un efecto sobre las ganancias de los mercados de valores y la volatilidad de estos son los candidatos que tienen posibilidades reales de ganar, entonces los cambios en el apoyo hacia el candidato priísta no deberían tener efecto en la BMV. Como se puede ver, la variable *RMP (PRI)* que mide los cambios en el apoyo hacia Madrazo no tiene efecto en el retorno promedio o en la varianza de los retornos de la BMV.

Los hallazgos y una comparación con las expectativas teóricas de los Argumentos 1, 2, y 3 se resumen en la tabla 4.

Tabla 4. Resumen de las Expectativas Teóricas y los Resultados Estadísticos

	Hipótesis					
	a. Aumentos en la incertidumbre electoral		*b. Aumentos en el apoyo al candidato de izquierda, López Obrador*		*c. Aumentos en el apoyo al candidato de derecha, Calderón*	
Argumento	***Retornos***	***Volatilidad***	***Retornos***	***Volatilidad***	***Retornos***	***Volatilidad***
1. Mercado Único	-	+	-	+	+	-
2. Contexto del Mercado	n/e	n/e	n/e	n/e	n/e	n/e
3. Protección hacia el Mercado	n/e	n/e	n/e	n/e	+	-
Hallazgos estadísticos	n/d	+	n/d	-	n/d	-

Nota n/e: no hay efecto esperado; n/d = no hay efecto detectado.

Como se muestra, ninguno de los tres argumentos fue confirmado, los hallazgos estadísticos sobre los efectos del aumento de apoyo para el candidato de izquierda fueron contrarios a lo que se esperaba en los tres argumentos. Aunque los resultados parecerían a primera vista un tanto curiosos son entendibles cuando se considera una hipótesis alternativa a las tres presentadas aquí: los inversionistas estaban preparados para una clara victoria de Lopez Obrador, pero estaban preocupados por el efecto de la incertidumbre de la elección sobre el precio de los activos. Evidencia anecdótica (basada en conversaciones con gerentes de portafolio y analistas del mercado mexicano) sugiere que los inversionistas estaban preocupados por los posibles efectos de un escenario en el que hubiera una competencia cerrada, especialmente cuando los resultados de las encuestas no mostraban un ganador contundente.

A través de estas líneas, Credit Suisse describía la situación en Mayo de 2006:

> "…nosotros pensamos que es virtualmente imposible hacer cualquier predicción acerca de potenciales altibajos en las preferencias electorales, particularmente entre el sector de votantes independientes, que son cerca del 40% del electorado. Por lo tanto pensamos que el precio de la volatilidad permanecerá alto en las próximas semanas, lo que representará para nosotros una oportunidad para reajustar nuestras posiciones si el resultado de las elecciones presidenciales llega a ser más claro (Credit Suisse 2006b)."

De la misma manera en junio de 2006, Bear Stearns reportó:

> "Nosotros disminuimos nuestra posición en México para sopesarla en Febrero, basándonos en algunas consideraciones… dada la perspectiva actual de una posible victoria de Andrés Manuel López Obrador - o de la posible impugnación de los resultados de la elección - vemos un riesgo político muy alto (Bear Stearns 2006b)."

En un escenario de competencia cerrada, surgió preocupación acerca de lo que haría el candidato de izquierda si perdiera por un margen muy cercano frente a Calderón, surgió miedo a prolongadas protestas disturbios o algún tipo de violencia por parte de sus partidarios. Algunas consultoras como Medley Global Advisors dedicaron una cantidad considerable de tiempo a evaluar la probabilidad de una contienda cerrada, así como sí el IFE podría anunciar los resultados electorales de manera oportuna y cómo es que las impugnaciones serían manejadas por el TEPJF, además de sí López Obrador tendría incentivos para provocar violencia buscando apoyar sus impugnaciones. En febrero Medley Global Advisors reportaban:

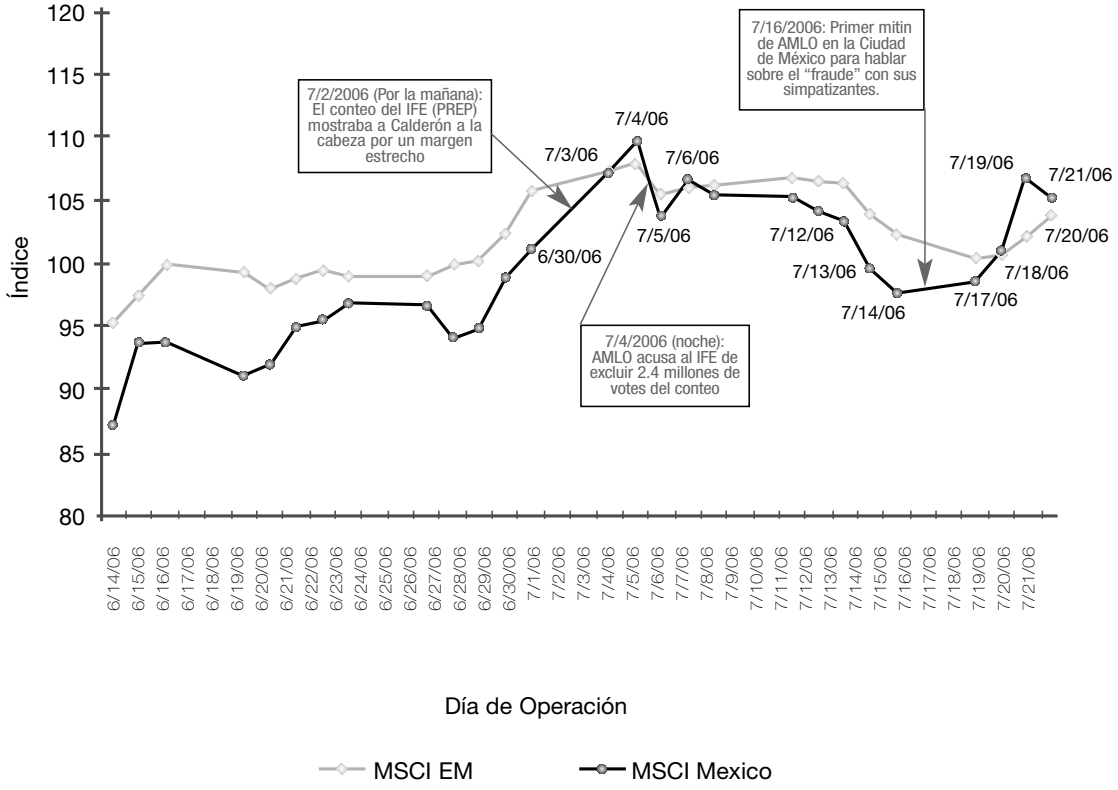
> "Hay preocupación acerca de que los candidatos perdedores pudieran convocar a sus partidarios a protestar en las calles por los resultados de las elecciones que el IFE de a conocer y alegar irregularidades. De hecho, el candidato de izquier-

da, López Obrador, ha lanzado duras críticas hacia el IFE en las semanas previas, con el objetivo de poner en duda sus operaciones, lo cual esparció preocupación en gran parte de los inversionistas acerca de que sus partidarios y él podrían protestar por los resultados sí este candidato perdía (Medley Global Advisors 2006)."

Este argumento alternativo, un escenario en donde los inversionistas estuvieran preocupados por una competencia cerrada, más que por una victoria de López Obrador, corresponde con los resultados empíricos mostrados aquí. El incremento en la incertidumbre electoral aumentó la volatilidad de la BMV mientras que el aumento en la posibilidad de ganar de cualquiera de los candidatos la redujo. El hallazgo sobre el aumento de preocupación por parte de los inversionistas ante aumentos en la incertidumbre electoral y disminuciones de preocupación ante disminuciones de incertidumbre también indica que los inversionistas estaban más preocupados acerca del riesgo de mercado asociado a la incapacidad para predecir al ganador definitivo más que a una victoria del candidato de izquierda López Obrador. La incertidumbre electoral llevaba aparejado un riesgo considerable, lo que dificultaba a los inversionistas tomar una posición y hacer planes para el futuro. Por otro lado, la alta certidumbre acerca del resultado de la elección permitía a los inversionistas colocar sus inversiones de manera más eficiente maximizando ganancias y minimizando el riesgo Una contienda electoral cerrada en México también aumentó la posibilidad de que los resultados pudieran ser refutados y quizás invalidados, no sin mencionar la posibilidad de que el anuncio de los resultados pudiera ser retrasado. Retrasos en la conclusión de eventos políticos, especialmente cuando los resultados son inciertos, agravan los riesgos del mercado para los inversionistas.

La actividad de la BMV en las semanas posteriores a las elecciones apoya esta conclusión. Como se muestra en la Figura 4, la conclusión del proceso electoral condujo a un mejoramiento en los rendimientos del BMV tan pronto como los inversionistas se sintieron aliviados debido a la finalización del proceso electoral. Sin embargo, las declaraciones de López Obrador durante la noche del 4 de julio acerca de los 2.4 millones de votos que habían sido excluidos de manera irregular del conteo del PREP produjo incertidumbre acerca de si la estrecha victoria de Calderón se sostendría, lo cual condujo a una caída importante en la tasa de rendimiento de la Bolsa Mexicana de valores. Aunque la conclusión final del conteo del 6 de julio, muestra a Calderón aún a la cabeza, lo que permitió a los inversionistas readquirir acciones temporalmente, la convocatoria de López Obrador hacia sus simpatizantes para realizar un mitin el domingo 16 de julio aumentó la preocupación de los mercados, provocando un aumento de volatilidad y pérdida de precio de los activos en los días previos a este suceso. Los mercados se recuperaron en los días posteriores del mitin dado que no hubo violencia.

Figura 4. Morgan Stanley Capital Index para México y Economías Emergentes, Junio 14 – Julio 21, 2006



Conclusiones y Comentarios Sobre los Mercados y las Encuestas Electorales

Este artículo examinó el efecto de los resultados de las encuestas de opinión pública durante las campañas presidenciales de 2006 sobre la BMV. Se encontró que las encuestas no afectan los retornos del mercado, pero si afectaron la volatilidad del mercado. También se tuvo un hallazgo algo inusual; se encontró que la incertidumbre electoral aumentó la volatilidad de los mercados, mientras que un incremento en la certidumbre lo reducía, sin importar que fuera López Obrador o Calderón quien tuviera más probabilidades de ganar. En un contexto en donde los dos principales candidatos compitiendo por la presidencia representaban dos posturas encontradas - la "estatista" y la de mercado - parece curioso que aumentos en el apoyo para cualquiera de los dos candidatos reduzca la preocupación de los mercados.

Sin embargo, tales hallazgos de acuerdo con la experiencia anecdótica, sugieren que los inversionistas estaban preparados para una victoria del candidato de la izquierda López Obrador, o para una victoria del candidato de derecha, pero no para la incertidumbre pos-electoral, especial-

mente para la incertidumbre asociada al amplio riesgo político y a disturbios promovidos por el candidato perdedor. De hecho, entre más cerrada estuviera la contienda electoral era más probable que los resultados fueran refutados y posiblemente revocados, lo cual no se resolvería hasta que los reclamos en contra de la elección fueran resueltos en el TEPJF, el ganador fuera anunciado y certificado. Los hallazgos indican que la comunidad de inversionistas estaba dispuesta o por lo menos preparada para aceptar a un candidato de izquierda, al menos en México, pero no para la incertidumbre política o el fantasma de disturbios e inestabilidad social asociados a una contienda cerrada. Los hallazgos demuestran que los inversionistas prefieren invertir en un ambiente político predecible, cualquiera que este sea. Los hallazgos también revelan una comunidad de inversionistas que ha aprendido valiosas lecciones de la experiencia brasileña y que toman a las elecciones América Latina no como eventos políticos enteramente independientes. La volatilidad BMV a parece ser afectada por los caprichos del contexto electoral específico, más que por una preocupación acerca de que el candidato de izquierda pudiera ser malo para la economía.

Bibliografía

Bear Stearns. 2006a. "Andean Region: New Regional Risks (and an Opportunity) Arise from Politics". En B. S. E. R. E. Markets (Ed.) *Equity Markets Equity Strategy*, New York.

Bear Stearns. 2006b. "Mexico: Measures to Increase Competition Enter the Policy Debate - with Negative Implications for the Market and Various Stocks". En Latin America Equity Strategy: *Latin America Watch*. New York: Bear Sterns.

Bernhard, William y David Leblang. 2006. *Pricing Politics*: *Democratic Processes and Financial Markets*. Cambridge: Cambridge University Press.

Credit Suisse. 2006a. Emerging Markets Debt Trading Monthly. En *Fixed Income Research*: Credit Suisse.

Credit Suisse. 2006b. Mexico Local Markets Strategy. En *Fixed Income Research*. New York: Credit Suisse Group.

Franzese, Robert. 2002. "Electoral and Partisan Cycles in Economic Policies and Outcomes". *Annual Review of Political Science* 5:369-421.

Freeman, John R., Jude C. Hays, y Helmut Stix. 2000. "Democracy and Markets: The Case of Exchange Rates". *American Journal of Political Science* 44 (3):449-468.

J.P. Morgan. 2006. Special Report: Previewing Mexico´s July 2 Presidential Election. *Economic Research*. Mexico City: Banco J.P. Morgan, S.A.

Jensen, Nathan M., y Scott Schmith. 2005. "Market Responses to Politics: The Rise of Lula and the Decline of the Brazilian Stock Market". *Comparative Political Studies* 38 (10):1245-70.

Leblang, David, and 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):781-803.

Martinez, Juan, and Javier Santiso. 2003. "Financial Markets and Politics: The Confidence Game in Latin American Emerging Economies". *International Political Science Review* 24 (3):363-95.

Medley Global Advisors. 2006. "Mexico: IFE Can Call a Tight Election and Avoid Political Tensions". En *Emerging Markets Special Report*. New York: Medley Global Advisors.