

Pedro L. Angosto Fernández* Victoria Ferrández Serrano*

LAS ELECCIONES DE ESTADOS UNIDOS EN EL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL: EL EFECTO TRUMP

¿Qué pasó en el mercado financiero cuando el polémico Donald Trump ganó las elecciones? En España muchas compañías tienen intereses en Estados Unidos o países afectados por el programa del presidente y este artículo trata de relacionar el impacto de estas elecciones en una selección de empresas del IBEX 35. Usando el premio bursátil como indicador, observamos un mercado dividido que evidencia el acercamiento o la tensión de los objetivos corporativos ante el nuevo escenario político mundial.

Palabras clave: premio bursátil, estudio del evento, contagio financiero, interdependencia. **Clasificación JEL:** F65, G12, G14.

1. Introducción

Desde 2007-2008 el mundo ha experimentado una de las mayores crisis desde los años
treinta. Esto ha dado lugar a una gran inestabilidad en los mercados y, paralelamente, en los
sistemas electorales tradicionales. Partidos
de toda índole —aunque sobre todo escorados a la derecha (Guibernau, 2010; Golder,
2016)— emergen con fuerza en Europa, mientras que en Estados Unidos es imposible pasar
por alto la llegada del presidente Trump, dentro
del bipartidismo, que incuestionablemente ha
roto la fachada de «políticamente correctos»
que ostentaban ambos partidos (Greven, 2016).

La literatura que se centra en el estudio de los mercados ante un evento en particular, tanto en España como en el resto del mundo, trata de relacionar diversos hechos de carácter exógeno con los rendimientos (premios bursátiles), la volatilidad o el volumen de las empresas cotizadas. De manera recurrente, uno de estos hechos son las elecciones parlamentarias \triangleright

Versión de marzo de 2018.

Victorias como la del presidente Trump abren una puerta a nuevas investigaciones, ya que la etapa en la que se ha desarrollado la mayoría de la literatura financiera reciente ha coincidido con un periodo histórico y económico relativamente relajado, al menos para Europa y Estados Unidos, donde los dos partidos dominantes tampoco estaban en las antípodas el uno del otro, al menos en lo económico. La etapa de candidatos «moderados» está en declive y Donald Trump es un buen ejemplo.

^{*} Universidad Miguel Hernández de Elche. Investigación en el desarrollo de la empresa actual. Área de Economía Financiera y Contabilidad.

Colaboraciones

(Herron et al., 1999; Leblang et al., 2005; Pastor et al., 2011; etcétera).

Los procesos electorales representan un momento de incertidumbre que afecta a todos los mercados financieros con mayor o menor intensidad. Además, ante un mercado cada vez más global, las elecciones de ciertos países pueden afectar a terceros (Gagnon *et al.*, 2006).

Las elecciones en las que se centra nuestro estudio son las que tuvieron lugar en Estados Unidos el 8 de noviembre de 2016. Varias son las características que hacen muy atractivo este suceso: ambos candidatos tenían la más baja aceptación popular en la historia de Estados Unidos (Sabato et al., 2017), Trump ganó contra todo pronóstico, representa los intereses del lado más extremo del Partido Republicano, el Tea Party¹, y puso sobre la mesa propuestas de ruptura con la legislatura demócrata de Barack Obama.

En nuestro país, la interdependencia de las grandes empresas con Estados Unidos es muy fuerte y también existen otros lazos de interdependencia con terceros que a su vez están estrechamente vinculados a los Estados Unidos. Por último, aflora un efecto contagio en el que distintas empresas se ven afectadas por la volatilidad de otras, aunque ellas no tengan intereses en la región.

Con el objetivo de medir el efecto de la victoria del candidato republicano en el mercado español, hemos creado una «Cartera Trump», seleccionando una serie de empresas del IBEX 35 vinculadas al mercado estadounidense y hemos obtenido sus premios bursátiles, como exceso de los retornos sobre el índice.

Por último, comparamos la rentabilidad de nuestra cartera con las de los índices bursátiles de referencia, IBEX 35 y Dow Jones, para los mismos periodos, descubriendo que la reacción en el país donde se celebraron las elecciones no tiene por qué ser de la misma magnitud ni signo que la reacción en otros países, como España.

El artículo comienza con una revisión previa de la literatura, para dar paso a la descripción de las políticas propuestas por Trump y la descripción de los valores seleccionados. Seguidamente se calculan los resultados de los premios bursátiles, algunas ampliaciones y datos para su comparabilidad. Por último, se resumen y detallan las conclusiones y el planteamiento de futuras líneas de discusión.

2. Discusiones previas

El trabajo viene precedido de una serie de discusiones acerca de los mercados financieros y las elecciones, ampliamente debatidas en la literatura existente que servirán de punto de partida para la exposición posterior. La primera cuestión es conocer cómo se relacionan los mercados financieros y las elecciones parlamentarias.

En este sentido, la literatura sobre elecciones electorales y bolsa de valores es muy amplia. Existen análisis de la volatilidad, volumen y el premio bursátil (o retornos anormales).

A través de artículos como Herron *et al.*, 1999; Smales, 2016; Peel *et al.*, 1993; Vuchelen, 2003, etcétera, se constata la anormalidad en la volatilidad y/o volumen o bien la existencia de un premio bursátil durante el periodo electoral. Todos estos artículos concluyen, de una u otra manera, que existe una reacción bursátil provocada por un evento electoral.

La segunda pregunta tiene que ver con el grado en que la incertidumbre electoral se transmite a los mercados de valores.

¹ Trump se ha dirigido varias veces al Tea Party, incluso antes de ser candidato. El 1 de diciembre *The Washington Post* (TWP) lo explicaba así. También la Fox News (FN).

Varios artículos establecen que cuanto menos claro está quién será el futuro presidente, más tiemblan los mercados, debido precisamente a la posible falta de previsión de quién va a ganar y qué políticas va a aplicar, como sugiere la Teoría de la Información Incierta (Brown, 1988).

Chen et al., 2017, comprobaron si los principales fondos de inversión mueven sus inversiones cuando crece la incertidumbre política. Una de sus conclusiones es que este cambio de estrategia es menos pronunciado cuando está más decantado el resultado.

Smales, 2016; y Bialkowski et al., 2008, Ilegaron a conclusiones similares sobre la incertidumbre electoral en diferentes mercados bursátiles.

En síntesis, ante la situación descrita, los inversores no podrían predecir las consecuencias de las elecciones y no actuarían hasta el día en que conociesen los resultados definitivos, provocando variaciones en volatilidad, volumen y rendimientos más grandes que en unas elecciones con un vencedor/a evidente.

La tercera de las cuestiones es si la investigación precedente relaciona el estado de la economía durante las elecciones con la reacción en los mercados. Kelly et al., 2016; y Pastor et al., 2011, concluían que incertidumbre electoral y economía débil están íntimamente relacionadas, puesto que cuando la economía tiene graves problemas es más probable que ocurran cambios «bruscos» en las políticas económicas y «sorpresas» electorales.

La siguiente pregunta es quizás la más importante para fundamentar el trabajo, y es conocer si tiene sentido o no realizar un análisis de este tipo en un país donde no han ocurrido las elecciones en cuestión. Si hablamos en un sentido más amplio y no lo reducimos al evento electoral, la literatura es enorme. Tanto que Gagnon, et al., 2006, realizaron una revisión bibliográfica al respecto extensísima, y los 43 artículos seleccionados concluyen sin lugar a dudas que existe esta interrelación, es decir. que los activos a nivel internacional presentan correlación y que, por tanto, los shocks se propagan mundialmente.

De hecho, actualmente la investigación se centra más en las fuentes de esta correlación. es decir, cómo se propagan los cambios de uno a otro mercado (Bekaert et al., 2014; Forbes et al., 2002; Connolly et al., 2003, etcétera).

Concretamente, la interrelación de Estados Unidos con el resto del mundo está muy documentada, destacando entre las conclusiones que el país americano es unos de los principales centros financieros y es capaz de propagar perturbaciones a nivel mundial (Eun et al., 1989, o Kilic et al., 2015).

Para ir terminando, una última cuestión es escoger la frecuencia de los datos, así como la ventana temporal del evento. De las publicaciones ya citadas todas tienen en común que escogieron retornos diarios al cierre y un día como ventana temporal, con lo que parece académicamente aceptado. Al menos uno amplió la ventana temporal a una semana para comparar resultados una vez transcurrido algo más de tiempo (Bialkowski et al., 2008). Estas son las dos ventanas temporales escogidas para examinar los retornos de las empresas v si existió o no prima bursátil.

Resumiendo, existe literatura suficiente para pensar que hay un considerable aumento de la volatilidad en los mercados financieros cuando hay elecciones; además hay factores que magnifican esta relación, como la incertidumbre acerca del ganador y de sus propuestas o el estado de la economía. También está comprobado que los shocks se propagan entre los mercados, dado que los agentes económicos se interrelacionan a nivel global. Y todos los estudios ▷

examinados escogen rendimientos diarios como muestra.

3. Selección de empresas

Las diferentes propuestas y declaraciones del entonces candidato Donald Trump han sido la base para la selección de empresas; en este sentido, el programa electoral de Trump era la información pública más relevante accesible a todos los electores antes del 8 de noviembre y la mejor muestra de en qué dirección iba a ir la política económica americana tras la victoria del candidato. También nos ayudó a decidir un informe del Hispanic Council, donde se detallaban algunas de sus propuestas y sus consecuencias para gran parte de la población estadounidense.

En resumen, algunas de estas propuestas son:

Proteccionismo e inmigración

- Endurecer la entrada al país en general, desde México en particular.
- Subir aranceles y revisar los tratados de libre comercio. Entre otros, afirmaba tener la intención de «revisar» el tratado que concierne a Canadá, México y Estados Unidos, o impedir que continúen las negociaciones del TTIP (Transatlantic Trade and Investment Partnership).
- Restringir y aumentar el control en vuelos, especialmente los procedentes de Oriente Medio.
- Intentar aplicar sanciones en los organismos internacionales a los países que «agredan» a Estados Unidos.

Inversión pública

 Cancelar fondos en la lucha contra el cambio climático. Incluyendo subvenciones a

- la energía renovable y programas de Naciones Unidas.
- Recortar inversiones y gasto corriente en el sistema de salud nacional y terminar con el «Obama Care»².
- Plan de infraestructuras por un billón de dólares con efecto fiscal neutro. Acorde a la información que había disponible en la fecha, la financiación sería indirecta, a través de deducciones y/o herramientas fiscales similares.

De toda la información anterior, tanto de la discusión bibliográfica como de las propuestas electorales, podemos extraer varias conclusiones preliminares.

Como se ha sugerido anteriormente, una cosa parece clara: las elecciones crean incertidumbre y esto repercute en la volatilidad de los mercados financieros.

La cuestión no es anecdótica, ya que en las elecciones de 2016 la incertidumbre acerca del ganador era muy grande. Las encuestas daban por ganadora a la candidata demócrata, incluso llegando (Princeton Election Consortium) a darle un 99 por 100 de posibilidades de victoria solo unos días antes de las elecciones. Pero las encuestas también indicaban un ascenso veloz en la intención de voto hacia el republicano.

Con respecto a la tesitura económica, aunque las variables macroeconómicas lleven algún tiempo mejorando, tanto Europa como Estados Unidos han sufrido una crisis muy profunda y muchas de sus consecuencias prevalecen en la mayoría de la población. Muchas de las propuestas de Trump responden a esta posible percepción en la sociedad norteamericana (restringir la entrada de inmigrantes).

² Término coloquial de la *Patient Protection and Affordable Care Act*.

Con todo lo expuesto, quedaría puntualizar que Estados Unidos no es un país cualquiera: las interrelaciones con el resto del mundo son muy intensas. La gran mayoría de las empresas del IBEX 35 controla directa o indirectamente empresas en Estados Unidos y en México. En este sentido, todas las empresas escogidas tienen grandes intereses en uno u otro país y normalmente en los dos.

Tras consultar diversos medios de comunicación, declaraciones de las sociedades y, sobre todo, las últimas cuentas anuales disponibles (2015), un total de diez empresas del IBEX 35 fueron escogidas. Un resumen de las principales razones se expone a continuación3:

- 1. Grifols, SA. Única farmacéutica en el IBEX 35. El 66 por 100 de su facturación correspondía a Estados Unidos. La compra de Talecris (2011) y Novartis (2014) provocaron un crecimiento exponencial en ese país. Cotiza en el NASDAQ.
- 2. BBVA, SA. EBIT en México superior al 50 por 100 sobre el total; en EEUU, casi el 10 por 100. Primer banco de México en función de los activos. Además, un informe de Forbes de 2015 recogía que la entidad es la primera del país como prestataria del Estado mexicano. Planeaba invertir en México 1.515 millones de dólares hasta 2021.
- 3. Banco Santander, SA. México y Estados Unidos representaban un 11,04 por 100 y 16,08 por 100, respectivamente, sobre el beneficio antes de impuestos.
- 4. Repsol, SA. El INCN era en Norteamérica y Sudamérica del 20,69 y 39,9 por 100 respectivamente. Sin intereses particulares

- en México, donde recientemente (2014) había roto relaciones con PEMEX (Petróleos Mexicanos). Las inversiones netas de capital representaron el 1,9 y 9,6 por 100, para el mismo año y, de nuevo, para Norteamérica y Sudamérica.
- 5. Iberdrola, SA. Especialmente por Iberdrola Renovables. Iberdrola tenía su segunda unidad de negocio de energías renovables más grande en Estados Unidos y creciendo a un ritmo superior a la primera (España); en el mismo año Iberdrola era el generador de energía privado más grande de México. Estaba construyendo cuatro parques eólicos en EEUU con una potencia total de 750 MW y tres centrales de ciclo combinado. El 34,82 por 100 del EBIT en energías renovables fue conseguido en EEUU.
- 6. Acciona, SA. Casi únicamente dedicada al sector renovable (76,15 por 100 del EBITDA). EEUU y México representaron un 11,04 y 12,94 por 100 sobre el total de energía eólica producida, respectivamente. EEUU fue el segundo país por inversiones netas de capital (después de España).
- 7. Gamesa Corporación Tecnológica, SA. Sobre el INCN, EEUU suponía un 13,4 por 100 y México, un 5,1 por 100. Estados Unidos, segundo país en nueva potencia instalada, con un 13,6 por 100. La inversión en EEUU fue del 5.6 por 100 sobre el total y en México, del 2,1 por 100. También es líder por cuota de mercado en México, donde tiene su propia universidad. En EEUU es líder en fabricación de turbinas, las mismas que suministra a Iberdrola.
- 8. Actividades de Construcción y Servicios, SA (ACS). Por INCN del área de construcción, Canadá más Estados Unidos representaron algo más del 50 por 100. ⊳

³ Existe información más detallada para cada uno de los valores escogidos no incluida en el artículo.

Colaboraciones

Además, las inversiones previstas o en curso en Estados Unidos representan el 44,01 por 100 del total de la empresa. Propietaria del Grupo Turner, un gran contratista en EEUU.

- 9. Ferrovial, SA. Para 2015, del mercado estadounidense provenían el 14,28 por 100 de las ventas totales, solo superado por España y Reino Unido. Sobre el beneficio neto, el 32,2 por 100 se produjo en EEUU, solo superado por Reino Unido. Adjudicataria de autopistas en Estados Unidos.
- 10. Meliá Hotels International, S.A. El número de habitaciones en cada región fueron: el 15 por 100 en Cuba, el 4 por 100 en Brasil y un 11 por 100 en el resto de América. México fue el segundo país por ingresos operativos y el complejo Playa del Carmen (México), el primer contribuyente al EBITDA por hoteles.

Estas diez empresas forman la selección para el cálculo del premio bursátil (diario y semanal) que expondremos a continuación.

4. Premio bursátil

En este apartado calculamos el premio bursátil para las diez empresas. La muestra se compone de 10 rentabilidades diarias (de cierre a cierre), una por cada empresa para el día posterior a las elecciones, y 10 rentabilidades semanales (de cierre a cierre), para la semana posterior. Excluyendo posibles dividendos.

El premio bursátil ha sido calculado para cada una de las empresas individualmente, siguiendo el procedimiento de Ferrández (2001) basado en Bel (1998).

Primero es necesario realizar un ajuste en la propia rentabilidad del IBEX 35:

$$R_{IBEXa} = (R_{IBEX35} - W_i * R_i)/(1 - W_i)$$

 R_{IBEXa} es la rentabilidad del IBEX 35 ajustada descontando el activo en cuestión. R_{IBEX35} es la rentabilidad del índice. W_i es el peso relativo en el IBEX 35 del activo a descontar. R_i es la rentabilidad del activo durante el día o semana siguiente.

Por último, reformulamos la ecuación de la rentabilidad simple:

$$PB_{T} = \frac{[P_{1} - P_{0} * (1 + R_{IBEXa})]}{[P_{0} * (1 + R_{IBEXa})]} * 100$$

PB_T quiere decir Premio Bursátil Trump. Con este método lo que pretendemos es conseguir un término que refleje la rentabilidad del activo una vez descontado el efecto del mercado (expresado mediante el índice IBEX 35) pero además sustrayendo la rentabilidad del activo del propio IBEX 35, ya que los 10 valores seleccionados se encuentran dentro del índice. ⊳

TABLA 1 PREMIO BURSÁTIL DÍA

	R _i Día %	R _{IBEXa} %	PB ₇ Diario %
BBVA	-5,70	0,11	-5,81
Gamesa	-4,22	-0,35	-3,88
Iberdrola	-2,05	-0,25	-1,81
Acciona	-1,34	-0,39	-0,95
Meliá	-1,00	-0,39	-0,61
Santander	0,20	-0,49	0,70
Repsol	0,92	-0,45	1,38
Ferrovial	1,28	-0,44	1,73
Grifols	3,94	-0,47	4,43
ACS	5,22	-0,51	5,76

Nota: el 26 de octubre Ferrovial anunciaba una caída del 42,2 por 100 en los beneficios con respecto al año anterior, debido al efecto *brexit*. Coincide también con un programa de recompra de acciones.

El 10 de noviembre, Sacyr anunció caída en resultados. Sacyr era el segundo accionista de Repsol.

Fuente: elaboración propia.

En la Tabla 1 pueden observarse las rentabilidades diarias post Trump (R.Día), el IBEX ajustado del día (R_{IBEXa}) y el premio bursátil para el día posterior a las elecciones ($PB_{\tau}Diario$).

Lo primero que llama la atención es la variabilidad de los premios bursátiles, con un máximo de 5,76 por 100 y un mínimo de -5,81 por 100, lo que indica una dispersión muy grande.

Con este primer resultado podemos observar una reacción muy dispar entre los activos. con premios bursátiles extremos y de signos contrarios, y con muy pocos cerca de la rentabilidad del IBEX ese día (Meliá y Santander).

En la Tabla 2 pueden observarse las rentabilidades semanales tras las elecciones (R. Semana), el IBEX ajustado para la semana (R_{IBEXas}) y el premio bursátil tras la semana (PB_T Semanal).

Sobre la semana, tras la victoria de Trump, el análisis es similar, como se observa en la amplitud de los premios: se mantiene la alta dispersión de los mismos. En este caso, Ferrovial, Meliá y Gamesa son los únicos que no se alejan de la rentabilidad acumulada del IBEX 35.

Comparando las tablas, en 7 de las 10 empresas se incrementó el premio bursátil en valor absoluto, aunque 2 de las 7 no aumentaron ni 3 puntos básicos (Meliá y ACS).

TABLA 2 PREMIO BURSÁTIL SEMANA

	R _i Semana %	R _{IBEXas}	PB ₇ Semana %
BBVA	-7,55	-2,34	-5,34
Iberdrola	-6,48	-2,47	-4,12
Acciona	-5,08	-2,78	-2,36
Gamesa	-3,44	-2,79	-0,67
Meliá	-3,41	-2,79	-0,63
Ferrovial	-2,29	-2,81	0,53
Repsol	-1,28	-2,86	1,63
Santander	-1,00	-3,09	2,16
ACS	2,69	-2,91	5,77
Grifols	2,96	-2,90	6,03
Fuente: elaboración propia.			

Teniendo en cuenta que la Tabla 2 muestra rentabilidades acumuladas, el premio bursátil no siguió aumentando como el primer día; de hecho, si dividiéramos la rentabilidad acumulada en la semana para obtener una media diaria, observaríamos unas primas muy discretas. Por tanto, la mayoría de la variación se produjo el primer día.

De estos resultados entendemos que el día tras las elecciones es un momento de «pánico» que se contagia entre los agentes que operan en el mercado, pero a la postre, y cuando pasa algún tiempo, los valores se estabilizan a la espera de que las posibles consecuencias de la victoria de Trump finalmente se materialicen.

También podemos observar el efecto del mercado en su conjunto. Si en la Tabla 1 observábamos tantas rentabilidades positivas como negativas (5 contra 5), esta divergencia se disipa en la semana posterior (8 contra 2), y las dos empresas que se mantienen en positivo (ACS y Grifols) lo hicieron perdiendo valor con respecto al que tenían el día posterior a las elecciones.

Por otro lado, esta heterogeneidad coincide con el estudio de Herron et al. (1999) sobre las elecciones estadounidenses de 1992, en el que el signo y la significatividad de los rendimientos anormales dependía del sector. En nuestro trabajo los premios bursátiles no van en la misma dirección, pero ni siguiera dentro del mismo sector (Santander y BBVA), lo que haría interesante un análisis de los efectos empresa por empresa.

«Cartera Trump» y comparación de resultados

Llegados a este punto construimos una cartera a partir de los 10 valores para ver el resultado en conjunto y para que sea más comparable con la cartera de mercado.

Colaboraciones

TABLA 3
PONDERACIONES

	W ,;∈⊤ %
Santander	31,94
BBVA	20,11
Iberdrola	18,85
Repsol	9,27
Ferrovial	6,30
ACS	4,46
Grifols	3,97
Gamesa	2,57
Acciona	1,54
Meliá	1,00
Fuente: elaboración propia.	

La cartera se compone de los 10 valores ponderados, de manera que se respeten las ponderaciones del índice español en octubre de 2016, el último mes antes de las elecciones. La fórmula sería la siguiente:

$$W_{i;CT} = W_{i;IBEX35} / \sum_{i=1}^{10} W_{i;IBEX35}$$

Con ello, hemos normalizado los pesos para la nueva cartera, manteniendo el peso individual en el IBEX 35 ($W_{i;IBEX35}$), pero sobre el nuevo peso total ($\Sigma_{i=1}^{10} W_{i;IBEX35} = 43,57\%$); el resultado es el peso en la «Cartera Trump» y puede verse en la Tabla 3.

Como se puede observar, los tres primeros valores por ponderación (Santander, BBVA e Iberdrola) superan el 70 por 100 de nuestra cartera, con lo cual, lo que ocurra en el rendimiento agregado de la cartera dependerá de unos pocos valores. Mientras que los tres últimos (Gamesa, Acciona y Meliá) apenas llegan a sumar el 5 por 100, con lo que no influenciarán en gran medida el resultado.

En la Tabla 4 encontramos el rendimiento agregado de nuestra cartera (*RCT*) para el día y la semana:

$$R_{CT} = \sum_{i=1}^{10} (W_{i;CT} * R_i)$$

TABLA 4
COMPARATIVA DE RENTABILIDAD

	Día %	Semana %
R _{CT}	-1,05	-3,28
R _{IBEX 35}	-0,40	-2,80
R _{DOW JONES}	1,40	3,22
Fuente: elaboración propi	ia.	

Para ilustrar este resultado se compara con la rentabilidad del IBEX 35 y el Dow Jones para el día y semana después de la victoria de Trump.

Como podemos ver, la cartera obtuvo rendimientos muy por debajo del índice español. Esto se debe al peso en nuestra cartera de las empresas que bajaron, sobre todo BBVA e lberdrola (20,11 y 18,88 por 100, respectivamente). Mientras que el precio de Santander (31,94 por 100) apenas aumentó, que es la que más peso tiene de las que sufrieron alzas.

Además, esta rentabilidad negativa, mayor que la del IBEX 35, quiere decir que hemos analizado algunas de las empresas que hicieron que el índice acabara la jornada en negativo y entrara en tendencia bajista. Recordemos (Tabla 1) que sin BBVA, el IBEX 35 habría subido un 0,11 por 100 el día después de los comicios.

Por otra parte, el principal indicador estadounidense no solo no acabó en negativo, sino que obtuvo rendimientos positivos y grandes. Así es: un mercado europeo se resintió más que una de las principales bolsas del propio país. Dado los efectos totalmente contrarios a nivel empresa que hemos analizado (como Grifols y las renovables), probablemente en Estados Unidos sectores como el farmacéutico, con mucho más peso que en España, hicieron subir el selectivo (14,7 por 100 sobre el total del Dow Jones)⁴.

⁴ De acuerdo con el criterio GICS (Global Industry Classification Standard).

De la comparativa diaria y semanal también podemos extraer algunas conclusiones.

Primero: el mercado español, a pesar de que el primer día hubo tantas rentabilidades positivas como negativas y un débil resultado global de -0,40 por 100, acabó entrando en una tendencia bajista con una caída notable al terminar la semana (inferior a -0,40 por 100 por día), ilustrando el efecto del mercado.

Segundo: nuestra cartera actúa de manera similar al IBEX 35, pero con una notable diferencia: el detrimento en la rentabilidad de nuestra cartera no se mantiene en los días siguientes, ya que si no, nos encontraríamos con una rentabilidad semanal inferior al -5 por 100. Al contrario, tras la semana el comportamiento es más similar al del índice en conjunto. Comparando ambas carteras, para el día posterior nuestra rentabilidad es más de dos veces y media menor que la del mercado y para la semana no llega a ser ni un 20 por 100 inferior.

Tercero: el índice norteamericano se comportó justo al contrario que el IBEX 35. Aunque hubo grandes empresas con caídas el día que conocimos los resultados, el peso y la intensidad de las empresas que subieron acabaron por revalorizar el mercado en su conjunto y entrando en tendencia alcista.

Analizando la comparativa, esta reacción totalmente contraria a la del mercado estadounidense probablemente se deba al sector al que pertenecen las empresas que componen el índice, pero también al carácter proteccionista de algunas propuestas que no tienen el mismo efecto en las empresas del país que las propone que en el resto.

Por último, queríamos ilustrar en qué grado la rentabilidad de la cartera se debe a la variación en el propio IBEX 35 o a particularidades de las empresas; para ello definimos la línea característica de la «Cartera Trump» determinando

TABLA 5 BETAS

	β_{i}	
Santander	1,61	
BBVA	1,39	
Iberdrola	0,60	
Repsol	1,21	
Ferrovial	0,71	
ACS	0,99	
Grifols	0,50	
Gamesa	0,81	
Acciona	0,65	
Meliá	0,79	
$oldsymbol{eta_{c au}}$	1,17	
Fuente: elaboración propia.		

TABLA 6 ALFAS

	Día %	Semana %
$\alpha_{\scriptscriptstyle \! CT}$	-0,59	-0,02
Fuente: elaboración propia.		

su alfa y su beta (W. Sharpe, 1963). Para el caso, podría expresarse así:

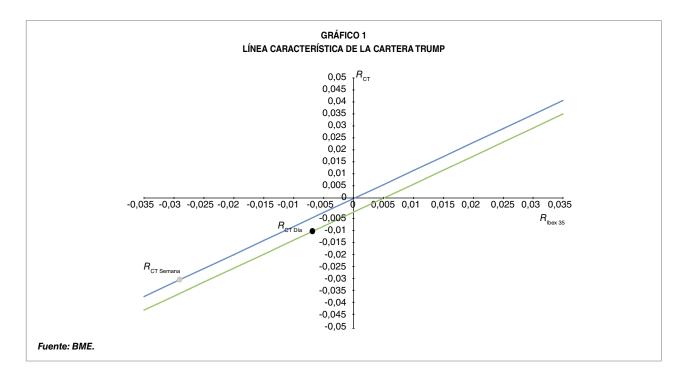
$$R_{\scriptscriptstyle CT} = \alpha_{\scriptscriptstyle CT} + \beta_{\scriptscriptstyle CT} * R_{\scriptscriptstyle IBEX\,35} + \mu$$

Donde la rentabilidad de nuestra cartera dependería en parte del mercado (β_{CT}) y en parte de características propias ($\alpha_{c\tau}$), como pudieran ser un alto grado de dependencia de EEUU o México. También dependería de una perturbación o error que por simplificación asumimos como insignificante.

Primero, en la Tabla 5 se adjuntan las betas de 250 sesiones (β) del Informe de Mercado Continuo de octubre de 2016 y la beta ponderada de acuerdo a los pesos anteriormente descritos.

Después, extraemos el alfa de la cartera para el día y la semana tras los resultados de las elecciones (Tabla 6):

$$\alpha_{CT} = R_{CT} - \beta_{CT} * R_{IBFX 35}$$



A partir de los datos anteriores obtenemos las dos líneas características (día y semana):

$$R_{c\tau} Dia = -0.59\% + 1.17 * R_{IBEX35}$$

$$R_{CT}$$
 Semana = -0,02% + 1,17 * R_{IBEX35}

El Gráfico 1 muestra la rentabilidad del día (línea verde) y semana (línea azul) en relación a la rentabilidad del IBEX 35. Por donde las rectas cortan la ordenada, se percibe cómo en la diaria tiene gran importancia el *shock* Trump (parte de un punto más bajo, aunque el mercado no se mueva), mientras que la semanal responde casi únicamente a las variaciones en el mercado. También se observa cómo la cartera continúa cayendo en la semana, pero ahora la variación del mercado es capaz de explicar casi todo el movimiento de nuestra cartera.

TABLA 7 PORCENTAJE DE LA RENTABILIDAD EXPLICADO POR α Y β

	Día %	Semana %	
α	55,97	0,71	
β	44,03	99,29	
Fuente: elaboración propia.			

Finalmente, la Tabla 7 muestra en qué proporción la rentabilidad de nuestra cartera viene explicada por la variación del mercado, o por el contrario se debe a particularidades de las empresas.

Los datos concuerdan con lo tratado anteriormente: más de la mitad del movimiento de la «Cartera Trump» el día después de las elecciones se debe a las características de las empresas y no a un efecto «arrastre» del mercado en general. Por el contrario, casi toda la depreciación que la cartera acumuló durante la semana era el esperado para el nivel de riesgo sistemático.

En cualquier caso, hemos examinado la dispersión de los premios bursátiles y las conclusiones sobre la cartera y el propio IBEX 35⁵ tienen un alcance limitado.

De ser esta dispersión habitual en otras elecciones, resultados como el de Leblang y Mukherjee (2005 y 2007) tendrían mucho ⊳

⁵ Al igual que en la «Cartera Trump», en el índice las empresas con rentabilidades negativas y positivas se dividieron prácticamente a la mitad.

sentido, en el que encontraron significativo el aumento de la volatilidad durante los periodos electorales, pero no un rendimiento anormal del mercado en general, que si podría encontrarse a nivel empresa.

6. Conclusión y extensión de la investigación

Los mercados financieros son extremadamente sensibles a sucesos que no dependen del comportamiento de las propias empresas y que pueden alterar el valor fundamental o teórico de las mismas, aunque sea por un tiempo limitado.

En ocasiones, estas variaciones se producen por interdependencia, donde un hecho exógeno a la empresa afecta a esta de manera directa (la aprobación de una ley que restringe el uso del petróleo en Repsol) y otras veces es producto de mero contagio (la quiebra del Santander en el resto del mercado continuo).

En este trabajo hemos escogido el efecto cruzado de las elecciones estadounidenses en el IBEX 35 español para una selección de empresas, elegidas en relación a las propuestas del presidente y que formaban una cartera de valores muy interdependientes de las economías estadounidense y mexicana.

El efecto se ha analizado de manera individual y conjunta, a partir de las rentabilidades y premios bursátiles, para el día y la semana posterior. Encontramos unos resultados dispersos, con grandes perjudicadas y beneficiadas que dejan un valor en media que apenas parece que hubiese pasado nada y hacen más interesante el análisis individual.

Por un lado, BBVA es la gran perjudicada, castigada por su vinculación con México, con su tejido empresarial e incluso con su Estado.

Ambas son instituciones que pueden verse muy perjudicadas por las políticas comerciales de Estados Unidos. Las vinculadas con la energía verde (Gamesa, Acciona e Iberdrola) también sufren unas caídas superiores al IBEX 35, grandes dependientes del crecimiento de la energía alternativa que podría verse castigada si se modifica la política energética.

En el otro lado, Grifols y ACS lideran las subidas por encima del selectivo. La primera viene creciendo constantemente en el país norteamericano desde hace más de una década, y la cancelación del *Obama Care* y las posibles privatizaciones pueden beneficiar a la española. La segunda, libre de otros efectos (Ferrovial estaba muy vinculada a Gran Bretaña), se podría adjudicar algunos de los contratos de infraestructuras prometidos en campaña.

Por último, los efectos en empresas como Santander o Meliá son desconcertantes: es difícil concluir si de alguna manera se vieron afectadas o no por el «efecto Trump» o si pudo cruzarse algún otro efecto, o si el perjuicio no fue tan grave como para repercutir en su valor, ni siquiera a corto plazo.

Parece que el efecto no arrastró a las empresas del IBEX en una sola dirección. Los efectos positivos y negativos fueron robustos como para coexistir, dejando cierta ambigüedad sobre cómo afecta la llegada de Trump a las grandes empresas españolas.

Esto último se aplica, sobre todo, para el efecto registrado en el primer día, en que la beta de las acciones no llega a explicar ni la mitad del cambio acaecido ese día poselectoral, mientras que para la semana, la beta de la cartera explica prácticamente todo el movimiento que sufrió la misma. Una posible interpretación es que tras el *shock* del primer día se abrió paso un efecto más «arrastre» o «contagio», en este caso con un mercado a la baja.

semana mercado valores a accior con la lle Por u siones o dríamos volumer acordes

Así podemos concluir que en el primer día la perturbación ya es absorbida por el mercado, y aunque observamos aún primas positivas, todas las acciones pierden valor transcurrida la semana. Es un ejemplo de cómo la fuerza del mercado en su conjunto es superior a la de los valores individuales, haciendo perder impulso a acciones que poco o nada tenían que perder con la llegada del nuevo presidente.

Por último, son varias las posibles extensiones de esta investigación. Por ejemplo, podríamos ver si los premios, la volatilidad o el volumen son significativamente anormales, acordes a los métodos usados en la literatura reciente.

También se podría hacer un seguimiento de las políticas que consiga llevar a cabo un análisis evento por evento, similar a la metodología de Martínez at al. (2017).

En general, la época actual nos brinda una importante oportunidad de estudiar cómo se relacionan las elecciones políticas y las decisiones que los agentes económicos toman en el mercado para conocer qué causas alinean o alejan las expectativas de unos y de otros.

Bibliografía

- [1] AMMER, J. y MEI, J. (1996). «Measuring International Economic Linkages with Stock Market Data». *The Journal of Finance*, vol. 51, n.º 5, pp. 1743-1763.
- [2] BABECKI, J. e ISASI, L. (1991). «Los procesos privatizadores, sus factores principales y su impacto en los mercados de capitales». *Economistas*, n.º 49, pp. 18-27.
- [3] BEKAERT, G.; EHRMANN, M.; FRATZ-SCHERM, M. y MEHL, A. (2014). «The Global Crisis and Equity Market Contagion». *The Journal of Finance*, vol. 69, n.º 6, pp. 2597-2649.
- [4] BEL, G. (1998). «Los costes financieros de la privatización en España». *Información Comercial Española*, n.º 772 (julio-agosto).

- [5] BIALKOWSKI, J.; GOTTSCHALK, K. y WISNIEWSKI, T. (2006). «Stock Market Volatility around National Elections». Auckland University of Technology, Research Paper Series, n.º 26.
- [6] BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME) (2016). Informe Mensual Octubre 2016. Madrid.
- [7] BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME) (2017). *Informe Anual 2016*. Madrid.
- [8] BROWN, K.; HARLOW, W. y TINIC, S. (1988). «Risk Aversion, Uncertain Information, and Market Efficiency». *Journal of Financial Economics*, vol. 22, n.º 2, pp. 355-385.
- [9] CONNOLLY, R. y WANG, F. (2003). «International Equity Market Comovements: Economic Fundamentals or Contagion». Pacific-Basin Finance Journal, vol. 11, n.º 1, pp. 23-44.
- [10] DONALD J. TRUMP (2017). «First 100 days report». Informe de Donald J. Trump for President, Inc. Disponible en: https://www.donaldjtrump.com/100/?utm_medium=web &utm_source=djt_web_topbar [Recuperado: 2017, 27 de marzo].
- [11] EUN, C. y SHIM, S. (1989). «International Transmission of Stock Market Movements». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 24, n.º 2, pp. 241-256.
- [12] FERRÁNDEZ SERRANO, V. y GONZÁLEZ CARBONELL, J.F. (2012). «Capítulo 9: Cálculo del premio bursátil con la opción de compra Greenshoe», en Los costes de las privatizaciones por OPV en España. Madrid: EAE, Editorial Académica Española.
- [13] FORBES, K. y RIGOBON, R. (2002). «No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements». *The Journal of Finance*, vol. 57, n.º 5, pp. 2223-2261.
- [14] GAGNON, L. y KAROLYI, G. (2006). «Price and Volatility Transmission across Borders». *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 15, n.º 3, pp. 107-158.
- [15] GOLDER, M. (2016). "Far Right Parties in Europe". Annual Review of Political Science, vol. 19, pp. 477-497.
- [16] GREVEN, T. (2016). The Rise of Right-wing Populism in Europe and the United States:

 A Comparative Perspective. Friedrich Ebert Foundation.

- [17] GRUBEL, H. y FADNER, K. (1971). «The Interdependence of International Equity Markets». The Journal of Finance, vol. 26, n.º 1, pp. 89-94.
- [18] GUIBERNAU, M. (2010). «Migration and the Rise of Radical Right: Social Malaise and the Failure of Mainstream Politics». Policy Network, Paper.
- [19] HERRON, M.; LAVIN, J.; CRAM, D. y SIL-VER, J. (1999). «Measurement of Political Effects in the United States Economy: a Study of the 1992 Presidential Election». Economics and Politics, vol. 11, n.º1, pp. 51-81.
- [20] HIBBS, D. (1977). «Political Parties and Macroeconomic Policy». The American Political Science Review, vol. 71, n.º 4, pp. 1467-1487.
- [21] JIMÉNEZ, I. (2015). «Los 20 bancos más grandes de México». Forbes. México.
- [22] KELLY, B.; PASTOR, L. y VERONESI, P. (2016). «The Price of Political Uncertainty: Theory and Evidence from the Option Market». The Journal of Finance, vol. 71, n.º 5, pp. 2417-2480.
- [23] KILIC, E. y ULUSOY, V. (2015). «Evidence for Financial Contagion in Endogenous Volatile Periods». Review of Development Economics, vol. 19, n.º 1, pp. 62-74.
- [24] LEBLANG, D. y MUKHERJEE, B. (2005). «Government Partisanship, Elections, and the Stock Market: Examining American and British Stock». American Journal of Political Science, vol. 49, n.º 4, pp. 780-802.
- [25] MARKOWITZ, H. (1952). «Portfolio Selection». The Journal of Finance, vol. 7, n.º 1, pp. 77-91.
- [26] MARTÍNEZ, M.; GARCÍA, J. y CASTILLO, D. (2017). «Are Investors Concerned by Annual Corporate Governance Reports? Some Evidence from the Spanish Stock Market». European Management Review.
- [27] MERVIGLIA, A. y CORTINAS, C. (2017). «Las constructoras españolas a por las obras urgentes de Trump». Cinco Días.

- [28] MUKHERJEE, B. y LEBLANG, D. (2007). «Partisan Politics, Interest Rates and the Stock Market: Evidence from American and British Returns in the Twentieth Century». Economics and Politics, vol. 19, n.º 2, pp. 135-167.
- [29] PASTOR, L. y VERONESI, P. (2011). «Political Uncertainty and Risk Premia». Milton Friedman Institute Paper Series, n.º 2011-007.
- [30] PEEL, D.; POPE, P. y YADAV, P. (1993). «Deregulation and UK Stock Market Volatility». Journal of Business Finance and Accounting, vol. 20, n.º 3, pp. 359–372.
- [31] REVESZ, R. (2016). «Survey finds Hillary Clinton has 'more than 99% chance' of winning election over Donald Trump». Independent.
- [32] ROLL, R. (1989). «Price Volatility, International Market Links, and Their Implications for Regulatory Policies». Journal of Financial Services Research, vol. 3, pp. 211-246.
- [33] ROYO, I. y UREÑA, D. (2015). «Análisis de la campaña presidencial de Donald Trump: claves y consecuencias». The Hispanic Council. Policy paper n.º 7.
- [34] SABATO, L.; KONDIK, K. y SKELLEY, G. (2017). Trumped: The 2016 Election That Broke All the Rules. Ed. Rowman & Littlefield.
- [35] SEMPRÚN, Á. (2017). «Pese a Trump, las empresas españolas confían en México». El Universal.
- [36] SMALES, L. (2016). «The Role of Political Uncertainty in Australian Financial Markets». Accounting and Finance, vol. 56, n.º 2, pp. 545-575.
- [37] VARIOS (2016). Informes anuales de las 11 empresas del año 2015.
- VUCHELEN, J. (2003). «Electoral Systems [38] and the Effects of Political Events on the Stock Market: the Belgian Case». Economics and Politics, vol. 15, n.º 1, pp. 85-102.



TÍTULOS PUBLICADOS EN 2017

























Página web: www.revistasice.com