

I N S T I T U T O D E E C O N O M Í A



T E S I S d e M A G Í S T E R

2015

Elecciones del Ejecutivo y Restricciones al Poder: Efecto Sobre el Riesgo Soberano

Raimundo Pinto P.

www.economia.puc.cl



PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATOLICA DE CHILE
INSTITUTO DE ECONOMIA
MAGISTER EN ECONOMIA

TESIS DE GRADO
MAGISTER EN ECONOMIA

Pinto, Poehls, Raimundo José

Diciembre, 2015



**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATOLICA DE CHILE
INSTITUTO DE ECONOMIA
MAGISTER EN ECONOMIA**

**Elecciones del Ejecutivo y restricciones al Poder:
Efecto sobre el riesgo soberano**

Raimundo José Pinto Poehls

Comisión

Felipe Aldunate
José Díaz
Francisco Gallego
Jeanne Lafortune
Rolf Luders
Matías Tapia
José Tessada
Gert Wagner

Santiago, Diciembre de 2015

Elecciones del Ejecutivo y restricciones al Poder: Efecto sobre el riesgo soberano

Raimundo Pinto Poehls*

viernes, 15 de enero de 2016

Resumen

En los meses previos a las elecciones del Ejecutivo, los políticos pueden tomar decisiones sobre el uso del fisco o las políticas públicas que afecten a la economía. Ante esta situación, los inversionistas interesados en los bonos del Gobierno se verán enfrentados a un escenario de mayor incertidumbre. Por ello adquieren relevancia económica algunas preguntas como las siguientes: ¿Cómo es interpretado el comportamiento de los políticos por los inversionistas de bonos soberanos en el evento de una elección?, y ¿De qué manera inciden las diferentes instituciones políticas en esta interpretación?. El presente trabajo estudia el efecto de las elecciones sobre los spreads soberanos, y cómo este efecto se ve atenuado por la institucionalidad que limita o equilibra las atribuciones del Poder Ejecutivo. Se busca responder las preguntas enunciadas de manera empírica, mediante un panel de 16 países de economías democráticas y emergentes. Los principales resultados muestran que las elecciones del Ejecutivo aumenta el spread soberano, medido como el logaritmo del EMBIG, en una desviación estándar, pero que este efecto se ve atenuado en la medida que el Poder Ejecutivo se encuentra más restringido. Esto se debe probablemente a la incertidumbre asociada a los candidatos, más que a las acciones de los gobernantes contemporáneos al proceso electoral. Se analiza además el impacto que puedan tener sobre el resultado anterior la competitividad de la elección, la posibilidad de reelegirse y la polarización del país, que pueden potenciar los incentivos que tienen los candidatos en una elección, junto con las características de la oposición como la encargada de ejercer las acciones restrictivas sobre el Ejecutivo.

*You can fool some of the people all of the time,
and all of the people some of the time, but you
cannot fool all of the people all of the time.*
[Atribuido a Abraham Lincoln, 1809-1865].

*Tesis para optar al grado de Magister en Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile. Trabajo realizado en el Seminario de Tesis de Magister EH Clio Lab (Conicyt PIA SOC 1102), Instituto de Economía UC. Agradezco a los profesores de la comisión del Clio Lab Felipe Aldunate, José Díaz, Francisco Gallego, Jeanne Lafortune, Rolf Luders, Matías Tapia, José Tessada y Gert Wagner por sus comentarios y sugerencias en el desarrollo de este trabajo. Además, agradezco a Catalina Amon, Roberto Amon y Joaquín Ugalde por entregarme sus puntos de vista y el apoyo para redactar este documento. Cualquier error u omisión es de absoluta responsabilidad del autor.

Índice

I. Introducción	3
II. Revisión de la literatura	5
III. Teoría y metodología	8
III.1. Marco teórico	8
III.1.1. Elecciones como la relación votante-candidato-inversionista	9
III.1.2. Candidatos condicionados para los ciclos	12
III.1.3. Inversionistas y el rol de las restricciones al Ejecutivo	13
III.2. Metodología empírica	14
III.2.1. Modelo empírico	14
III.2.2. Identificación del CPE	17
IV. Datos	19
V. Resultados	21
V.1. Resultados iniciales, identificación y robustez	21
V.2. Determinantes políticos del ciclo electoral	23
V.3. Enfoque predominante del CPE	26
VI. Conclusión	27
A. Definición y construcción de variables	42
A.1. EMBIG	42
A.2. Controles	43
A.3. Variables fiscales discretionales	43
A.4. Mecanismos políticos	44
B. Estadística descriptiva	46
C. Resultados complementarios	49

I. Introducción

Existen diferencias entre las tasas de las deudas de los distintos países que se transan en el mercado, debido a que unos son percibidos como más riesgosos que otros. La diferencia o spread entre la tasa de un país con la tasa del percibido como menos riesgoso es lo que se llama riesgo soberano de dicho país. Este trabajo tiene como objetivo medir el impacto de las elecciones del Ejecutivo en diferentes países sobre los respectivos riesgos soberanos medido como el logaritmo del indicador de JP Morgan EMBIG y explicar por qué las instituciones políticas medidas como restricciones al Ejecutivo son capaces de atenuar la incertidumbre de las elecciones. Las restricciones al Ejecutivo se refieren a los mecanismos institucionales, y su extensión, con los que se restringe el poder de toma de decisiones al mando del Ejecutivo, función que es típicamente ejercida por el Parlamento.

El estudio empírico de las tasas soberanas es importante por sus efectos en la economía. Además de tener un mayor costo del capital, [Fernández-Villaverde et al. \(2011\)](#) nos enseñan que cuando la tasa es muy volátil, y por motivos precautorios, los países presentan consecuencias importantes en variables reales como el producto, consumo e inversión, lo que motiva a tratar de entender por qué se mueven éstas. Como se trata de países, las características específicas de cada uno de éstos juegan un rol para explicarnos las diferencias entre los riesgos percibidos de la deuda que emiten.

Los spreads soberanos son un precio de equilibrio oferta-demanda dentro de un mercado y por ello es lógico buscar información proveniente de variables relacionadas con el mercado. Por otro lado, la política también es relevante cuando hablamos de bonos que son asegurados por el Gobierno. Existe un concepto clave que subyace en ambos elementos y éste es la *incertidumbre*. Las observaciones que podamos realizar del mercado como de la política son útiles para entender qué tanta incertidumbre enfrentan los inversionistas.

Las elecciones constituyen un candidato natural para investigar el efecto que tienen sobre el riesgo soberano, debido a que en general se carece de seguridad sobre sus resultados. Éstas se pueden entender como un juego secuencial entre los inversionistas, los candidatos y los votantes. Los políticos que enfrentan la posibilidad de reelegirse en sus cargos podrían buscar aumentar su probabilidad de éxito -oportunismo- o, al igual que los otros candidatos, proponer políticas diferentes para el futuro -intereses ideológicos-, de donde nace la literatura de ciclos políticos económicos (CPE). Los inversionistas se anticipan a lo anterior generando cambios en los riesgos soberanos que responden a cambios en la incertidumbre respecto de los pagos futuros, pero esta incertidumbre se resuelve después de la elección provocando un comportamiento cíclico en el riesgo soberano.

Este trabajo contribuye a la literatura existente desde tres perspectivas. La primera es que mide el efecto de la elección ante diferentes restricciones al Ejecutivo en países emergentes y con datos actualizados. En segundo lugar, una vez encontrado éste efecto, trata de probar cuáles son los condicionantes tras este comportamiento observado, en particular cómo afectan a los incentivos del ciclo la posibilidad de reelección, la polarización y una elección que se pronostica más competitiva. En tercer lugar, identifica el rol de las restricciones al atenuar el impacto de las elecciones, ya sea por evitar que se propongan algunas políticas o por restringir el comportamiento oportunista, además de ver cómo, y en qué medida, la oposición ejerce las restricciones. El siguiente ejemplo ilustra algunos de estos planteamientos.

Al examinar de cerca las elecciones de Ecuador, El Salvador y Chile, nos encontramos con que para el año

2009 estos países tuvieron una elección presidencial, de manera que el caso enfrenta las mismas condiciones internacionales. Además los 3 países tienen regímenes presidenciales y comparten, entre otros rasgos, el que son excolonias españolas.

En la elección presidencial de Ecuador, Rafael Correa, el presidente de izquierda de dicho país, buscaba la reelección. Su principal rival era Lucio Gutiérrez, expresidente también de izquierda, pero militar de profesión y protagonista del golpe de Estado en Ecuador el año 2000. En el momento previo a la elección, el logaritmo del indicador EMBIG se encontraba un 20% por sobre su nivel promedio. Una posible razón para ello era que si bien se esperaba la victoria de Correa, el escenario contrario era muy desfavorable, pues Gutiérrez en su anterior periodo habría implementado muchas políticas estatistas y de control de precios. Gutiérrez como candidato sumado a las bajas restricciones al Ejecutivo forjaban un contexto preocupante. El 26 de abril de 2009 fue reelegido Rafael Correa por mayoría absoluta en primera vuelta y por amplio margen. Al cabo de 4 meses Ecuador había vuelto a su nivel de EMBIG promedio.

Por otro lado, en la elección presidencial de El Salvador llevada a cabo el mismo año 2009, los candidatos eran Mauricio Funes y Rodrigo Ávila. El candidato de izquierda Mauricio Funes fue el ganador por un margen de menos de 3% el 15 de marzo del 2009. El logaritmo del EMBIG era un 15% más elevado que el promedio del país en el mes anterior a la elección, y al cabo de poco menos de 1 año este regresó al promedio histórico. Esta elección tuvo condiciones diferentes a la de Ecuador, el expresidente de derecha de El Salvador de la época Elías Antonio Saca González no podía ser reelegido, y la continuación no la logró su candidato del mismo partido. Mauricio Funes se convirtió entonces en el primer presidente de izquierda instaurado después del fin de la guerra civil en 1992. A pesar de todas las fuentes adicionales de incertidumbre, como lo fue una elección estrecha con candidatos nuevos, y donde fue electo un Gobierno de izquierda tras un largo periodo de derecha, el logaritmo del EMBIG aumentó menos que en el caso de Ecuador. Una diferencia entre estos países es que El Salvador tiene restricciones al Ejecutivo relativamente elevadas y mayores en comparación a Ecuador.

Por último, la primera vuelta de la elección chilena fue en diciembre del 2009 y la segunda, en enero del 2010. Ganó la centroderecha del candidato Sebastián Piñera en contra del candidato de centroizquierda y expresidente Eduardo Frei. Para el caso chileno, en el mes anterior el logaritmo del EMBIG se encontraba solo un 4% por sobre el promedio del país. Al igual que El Salvador, este fue el primer Gobierno de otro color político desde fines de la dictadura del Gobierno Militar en 1990, fecha que se considera como el retorno a la democracia. Además, coincidentemente el margen de victoria fue de 3%. A pesar de estas similitudes, en Chile sólo aumentó un 4% el EMBIG, mientras que en El Salvador un 15% y en Ecuador un 20%. Siguiendo la propuesta de este trabajo, lo anterior se debe a las fuertes restricciones al Ejecutivo en Chile, que tienen un efecto atenuante en el aumento del EMBIG en periodos de elección cuando todo lo demás está constante. En estos tres casos el logaritmo del EMBIG cayó después de la elección.

Los aspectos claves de los tres casos en el ejemplo previo -la polarización, la competencia electoral y la posibilidad de reelegirse sumado con las diferentes restricciones al Ejecutivo- son los que se examinarán posteriormente. Las figuras 1 y 2 muestran que el logaritmo del EMBIG en promedio está elevado antes de la elección pero no después, por lo que el marco teórico se enfocará en entender el sistemático ciclo preelectoral.

A través de un panel desbalanceado de 16 países emergentes entre los años 1993 y 2012 se responderá

la pregunta de cómo interpretan los inversionistas las elecciones del Ejecutivo con diferentes restricciones. Se estudiará cómo el aumento en el riesgo soberano provocado por las elecciones depende de la diferencia institucional de los países, entendida ésta como las restricciones al Poder Ejecutivo, y se examinarán los mecanismos subyacentes a ambos efectos.

Los principales resultados muestran que el riesgo soberano aumenta antes de la elección en 1.3 unidades y las mayores restricciones al Ejecutivo disminuyen este efecto en 0.22 unidades aproximadamente. El efecto encontrado se traduce en que la elección aumenta el promedio de las tasas de los instrumentos soberanos en un 10%, mientras que cada nivel de restricción adicional al Ejecutivo disminuye el efecto en 1.5%. Además, es más probable que esto se deba a la incertidumbre que se tiene por saber quién será elegido y lo que hará en el futuro, que al oportunismo de un gobernante.

El trabajo se organiza de la siguiente manera: en la sección **II.** se revisa la literatura previa tanto de los ciclos políticos como de los riesgos soberanos. En la sección **III.**, se buscan motivaciones en la teoría y se plantean las hipótesis relevantes, para luego explicar la forma en la que se tratarán empíricamente estas hipótesis. En la sección **IV.** se presentan los datos, la sección **V.** explica los resultados y la sección **VI.** muestra las principales conclusiones.

II. Revisión de la literatura

La teoría sobre la deuda soberana se desarrolló en gran medida a finales de los 80. Entre los trabajos teóricos desarrollados encontramos a [Bulow & Rogoff \(1989\)](#), quienes contribuyen analizando los incentivos que enfrentan los deudores para pagar su deuda llegando a la conclusión de que la reputación no es suficiente y es necesario un castigo cuando se presta a países pequeños. En un trabajo similar, [Atkeson \(1991\)](#) destaca que el problema está en que los acreedores no observan si el deudor se gasta lo prestado en inversiones o en consumo, lo que representa un problema de riesgo moral, porque una nación soberana puede escoger no pagar su deuda. Un último trabajo teórico a mencionar es el de [Grossman & Van Huyck \(1988\)](#), quienes identifican como causas de default a las malas condiciones internacionales que imposibilitan al deudor pagar la totalidad de su deuda. En términos simples, la literatura teórica nos dice que los spreads serán grandes si existen dudas por parte de los inversionistas acerca de la certeza de los pagos futuros, los cuales están en manos de los deudores, que no tienen necesariamente los incentivos para cumplir sus obligaciones en un mundo de información asimétrica.

La teoría motivó el estudio empírico y la idea de la incertidumbre sobre los pagos futuros se puede expresar a través de diversas variables económicas tanto locales como globales. Encontramos un ejemplo en [Hilscher & Nosbusch \(2010\)](#), quienes encuentran que la variación en los términos de intercambio tiene un efecto positivo y económicamente significativo en los spreads soberanos de mercados emergentes, al igual que para otras características del país como el nivel de deuda y reservas que éste pueda tener. Otra típica fuente de incertidumbre es lo que ocurra con la economía mundial; [González-Rozada & Levy Yeyati \(2008\)](#) argumentan la importancia que tienen los factores globales para explicar la variación en los spreads soberanos. Además, la integración financiera trae consigo mayor contagio de las condiciones externas. De forma más integral [Longstaff et al. \(2011\)](#) examinan los aspectos principales que pueden explicar la variación en los spreads soberanos. En su trabajo buscan la comunalidad de variables locales -como el retorno de las acciones- y

globales -como las acciones de Estados Unidos- y encuentran que ambas explican ampliamente la variación de la prima de riesgo, siendo las variables globales las más influyentes. Esto se traduce en que, al momento de especificar un modelo empírico para los spreads soberanos, es importante incluir variables que solo varíen a través del tiempo, como lo son las globales. A pesar de explicar una parte importante de la variación, estos trabajos no explicitan la importancia de la política. Por ejemplo, si bien reconocen que el efecto depende de la integración financiera, ésta a su vez depende del juego político por el cual se eligen distintos niveles de integración para cada país, lo que determina el impacto que tengan las condiciones internacionales.

Existen en la literatura, aunque en menor abundancia, esfuerzos empíricos destinados a la examinar la política como explicación para las diferencias en las tasas. [Akitoby & Stratmann \(2008\)](#) nos muestran el efecto de la interacción de variables fiscales con las instituciones políticas y donde exponen que las reacciones de los mercados financieros a cambios en las variables fiscales dependen de la calidad de las instituciones políticas. En otro artículo, [Akitoby & Stratmann \(2010\)](#) realizan una labor similar pero utilizando otras variables políticas, y encuentran que el índice ICRG de riesgo político aumenta el riesgo soberano, pero el índice ICRG de interpelación en democracia a los gobiernos lo reduce. Otro estudio es el de [Baldacci, Gupta & Mati \(2011\)](#), quienes examinan los determinantes del spread soberano usando variables políticas y fiscales en mercados emergentes, encontrando que ambas son importantes en países con deuda inicial elevada. Estos tres estudios utilizan los spreads EMBIG y contribuyen a este trabajo a la hora de definir la especificación del modelo empírico. Además, nos permiten ver que las variables fiscales tienen un impacto significativo sobre los EMBIG. No obstante, no indagan en cómo una mejor institucionalidad política reduce los spreads.

Para interpretar el impacto de la elección, la literatura de los ciclos políticos económicos nos provee de distintas posibilidades con respecto a los incentivos que se enfrentan en este evento. Es importante concebir cuáles son los incentivos provocados en una elección para entender de qué manera juegan un rol las distintas restricciones al Ejecutivo. Los ciclos políticos económicos son estudiados desde el trabajo teórico de [Nordhaus \(1975\)](#)¹ donde los incumbentes elegidos interactúan con los votantes. La idea original es que los políticos operan de manera oportunista para mejorar sus posibilidades de salir reelegidos, modificando así alguna variable de interés para los votantes que luego escogerían reelegirlos. Se supone una curva de Phillips keynesiana y expectativas adaptativas -o votantes miopes²-, concluyendo que los políticos generan un ciclo pues, al ampliar el gasto público, provocan una disminución del desempleo y un aumento del producto previo a la elección. Esta idea tiene el problema de que los votantes pueden anticipar que las elecciones vendrán acompañadas de una expansión fiscal, lo que no debiese tener efectos en la economía real, y que a los votantes les interesa el bienestar postelección, y lo anterior ocurre antes de la elección. A modo de respuesta, un modelo donde el incumbente genere un CPE oportunista pero con votantes racionales se desarrolla en [Rogoff \(1990\)](#). En su trabajo, el ciclo oportunista ocurre porque el incumbente quiere señalar a los votantes que tan competente es para hacer cambios a la política fiscal, porque los votantes tienen información asimétrica respecto de la habilidad del incumbente.

Por otro lado [Hibbs \(1977\)](#) sostiene que los políticos reflejan preferencias ideológicas sobre sus propuestas lo que puede generar un ciclo postelección por la diferencia entre la expectativa de quién será elegido y la

¹Si bien la idea original de los ciclos políticos económicos se le atribuye mayormente a [Nordhaus \(1975\)](#), entre los fundadores también encontramos los trabajos de [Lindbeck \(1976\)](#), [Tufté \(1978\)](#) y [MacRae \(1977\)](#)

²Los votantes pueden parecer actuar como miopes aun siendo racionales. Los ciclos están dirigidos a los votantes más pobres que tienen la menor capacidad para suavizar consumo ([Akhmedov & Zhuravskaya \(2004\)](#)). Podría ser que un ciclo oportunista no se permita por un problema de información o porque los votantes son incapaces de tener predicciones acerca del futuro, sino más bien por la necesidad que tienen de conseguir algo en ese periodo -impaciencia-.

realidad de quien gana la elección. [Alesina \(1987\)](#) agrega al modelo votantes con expectativas racionales y muestra que en Estados Unidos los gobiernos demócratas tienen más producto al principio pero más inflación al final de su periodo en comparación a los republicanos -aunque esto no siempre haya sido así-. En otro trabajo empírico, [Santa-Clara & Valkanov \(2003\)](#) muestran que hay diferencias en los retornos de los bonos de Estados Unidos dependiendo de si los demócratas o los republicanos llegan al poder y muestran que el ciclo electoral captura información de los retornos que el ciclo económico no puede explicar. Adicionalmente, como argumentan [Canes-Wrone & Park \(2012\)](#) con evidencia para países OECD, cuando tenemos inversiones irreversibles los inversionistas preferirán no realizarlas hasta evaluar las políticas que implementará el eventual ganador. Ellos llaman a esto un ciclo político revertido pues, a diferencia del ideológico, es un ciclo donde se anticipan las políticas de los candidatos y se produce un ciclo preelectoral.

La relación entre las elecciones y el riesgo soberano también es objeto de trabajos anteriores. [Block & Valar \(2004\)](#) estudian la correlación de las elecciones con la clasificación de riesgo país y encuentran que los spreads de los bonos son superiores desde 2 meses previos a la elección, con lo que concluyen que los interesados en los bonos ven el evento de una elección como uno negativo que termina por aumentar el costo del capital de las democracias en desarrollo. Si bien argumentan que es el precio que tiene que pagar una democracia, no estudian cómo este resultado se condiciona a través de diferencias en las democracias.

Los trabajos más recientes de los ciclos políticos se han enfocado en caracterizar bajo qué condiciones éstos podrían ocurrir. [Alt & Rose \(2009\)](#) muestran que las características que debemos observar en los CPE son las instituciones políticas y la proximidad temporal a la elección. Por su parte, [Shi & Svensson \(2006\)](#) argumentan que es el nivel de desarrollo el que los condiciona. Además, [Persson & Tabellini \(2002\)](#) señalan que son los diferentes sistemas políticos de los países los responsables del ciclo. Ellos usan la variable *polity* de *PolityIV*, índice que agrupa varios elementos políticos, entre ellos las restricciones al Ejecutivo y evidencian que los ciclos condicionales a las restricciones al Ejecutivo existen en variables fiscales. El uso de la variable de restricciones al Ejecutivo se adecua mejor a los intereses de quienes deseen adquirir un bono soberano.

Las restricciones se han utilizado en otros contextos como medida de instituciones políticas. El desarrollo del rol que juega este indicador viene del trabajo de Douglass North, por ejemplo en [North & Weingast \(1989\)](#), donde se exponen los riesgos y problemas que presenta un Ejecutivo sin límites en su poder en cuanto al compromiso que tenga de mantener su palabra. En otro trabajo, [Acemoglu, Johnson & Robinson \(2001\)](#) utilizaron las restricciones al Ejecutivo para probar que las instituciones políticas juegan un rol clave en el crecimiento económico, utilizando como variable instrumental la mortalidad potencial de los colonos y argumentando que ésta se correlaciona con instituciones políticas más inclusivas debido a que, en los lugares donde había menor mortalidad potencial, los colonos se establecían y fundaban instituciones que los protegían de la corona. Es mediante este mismo instrumento que podemos atribuirle causalidad a la estimación.

El presente trabajo pertenece a la literatura sobre los ciclos condicionados y contribuye a la literatura previa en entender la importancia de las reglas políticas al momento de una elección para los potenciales acreedores y en cuáles circunstancias esto se aplica. La restricción al Ejecutivo es una variable natural a utilizar al momento de ver cuánta incertidumbre provoca una elección, siendo esto dependiente de lo que los candidatos puedan hacer antes y después de ser elegidos. El signo esperado de la interacción es negativo, en cuanto a mayores restricciones al Ejecutivo al momento de una elección debiesen disminuir el spread soberano.

III. Teoría y metodología

III.1. Marco teórico

El argumento del marco teórico se presenta en forma gráfica al final del documento. Se basa en la idea de cómo se comunican las elecciones -entendidas como la relación entre los candidatos y los votantes- con los inversionistas. En una elección participan los candidatos y los votantes, los cuales interactúan y determinan las acciones que tomarán los candidatos. Éstos pueden proponer diferentes políticas y/o, si son incumbentes oportunistas, señalizarse como competentes. Para tomar sus decisiones, los candidatos consideran la competencia que enfrentan, la reputación y la polarización que distinguen una elección de otra. Todo esto lo observan los inversionistas, donde la incertidumbre que pueda provocar las acciones de los candidatos se ve limitada por las restricciones al Ejecutivo. El oportunismo puede afectar la solvencia y la liquidez, mientras que las políticas propuestas pueden alterar los fundamentales de la economía. Además, a los inversionistas les puede molestar el hecho de no saber quién ganará si los candidatos proponen políticas muy diferentes. Todo esto termina por aumentar el riesgo y la incertidumbre asociados a la probabilidad de default, lo que terminará por aumentar el spread soberano.

El riesgo soberano de los países corresponde al precio que se transa en el mercado internacional de la deuda y, por ende, existe información relevante al mercado para generar predicciones con respecto al movimiento de los spreads. En particular, los riesgos soberanos son influenciados por factores que pueden alterar la percepción de los inversionistas sobre los pagos futuros de los bonos. Entre los más importantes se encuentran la *liquidez*, la *solvencia* y los *fundamentales de la macroeconomía* (Akitoby & Stratmann (2008)). Si el país enfrenta problemas de liquidez, tendrá dificultades para cumplir con sus obligaciones de corto plazo. La liquidez tiene un componente nacional con respecto a cuántas reservas internacionales tiene el país para enfrentar sus obligaciones más contemporáneas y un componente internacional, que se refiere a la posibilidad de buscar ayuda afuera para cumplir sus obligaciones. El problema de la solvencia se refiere a si el país puede mantener su deuda en las condiciones actuales, es decir, se considera solvente si el valor presente de sus ingresos es mayor o igual a la deuda que mantiene el país. Si esta condición se conserva en el tiempo, al país se le considera sustentable³. Luego, el nivel de gasto e ingresos que mantenga un gobierno es importante para analizar qué tan sustentable es. Los fundamentales de la macroeconomía nos muestran cómo marcha el país en general; por ejemplo, la inflación nos permite observar qué tan estable es el manejo macroeconómico, donde a mayor estabilidad existe más certeza respecto de los pagos futuros de las deudas soberanas.

Las elecciones pueden afectar los spreads mediante los distintos incentivos para los candidatos que traen con ellas y que influyen en los factores mencionados de liquidez, solvencia o de estabilidad macroeconómica. La relación entre las elecciones y los riesgos soberanos puede ser entendida como un juego secuencial cuyos agentes son los inversionistas, candidatos y votantes, quienes juegan en ese orden. Entonces, los votantes sufragarán por el candidato que sea capaz de maximizar su utilidad, mientras que los candidatos, conscientes de que para ganar necesitan satisfacer a sus votantes, podrán proponer políticas afines, y si son los actuales gobernantes también podrán hacer uso del fisco de forma oportunista. Los inversionistas tendrán el rol de interpretar y anticipar la interacción votante-candidato para determinar en conjunto el precio del bono,

³Para una discusión detallada sobre la sustentabilidad y la solvencia, ver Milesi-Ferreti & Razan (1996). Para efectos de este trabajo donde se analiza el comportamiento en las elecciones el déficit primario puede ser una medida más apropiada de solvencia

y es en este contexto que serán relevantes las diferencias en las restricciones al Ejecutivo⁴ por la relación estratégica que existe entre el Ejecutivo y el Legislativo (Aguirre (2013)).

A continuación, primero se discutirán los posibles enfoques -los cuales corresponden a los ciclos políticos oportunista, ideológico y revertido- que se caracterizan por los distintos supuestos que se hacen sobre las preferencias de los agentes y que pueden estar motivando la existencia de un ciclo electoral. La razón para comenzar por examinar los enfoques no es sólo por el interés particular de entender qué podría motivar un cambio en los spreads en ese momento, sino ver qué es lo que las restricciones al Ejecutivo están efectivamente restringiendo, si tienen un rol al evitar que el mayor gasto de un político oportunista se concrete o más bien un rol al disminuir la variación de las políticas propuestas. Luego, se analizará cómo los condicionantes de una mayor competencia electoral, reputación o polarización, pueden afectar los incentivos para los candidatos y la probabilidad de que ocurran estos ciclos. Finalmente, se investigará cómo es que las restricciones al Ejecutivo se ejercen a través del Poder Legislativo para lograr disminuir el riesgo.

III.1.1. Elecciones como la relación votante-candidato-inversionista

El modelo que propone la existencia de un gobernante con ambición por estar en el poder y votantes que perciben utilidad por el gasto en bienes públicos, es conocido como ciclo político *oportunista*. En este universo el gobernante puede hacer uso de su posición para ser reelegido mediante el gasto en bienes públicos. No obstante, los votantes con expectativas racionales pueden anticipar las elecciones perfectamente -un aumento fiscal o monetario sería anticipado y no tendría efecto-, y las decisiones de los votantes sobre por quién votar deberían enfocarse en la utilidad que perciban después de la elección -por lo que una política fiscal expansiva preelectoral no debería determinar por quien votan los votantes-. El argumento de Rogoff (1990) es que si estamos bajo información asimétrica donde los votantes desconocen la habilidad de los candidatos, los gobernantes se señalizan como competentes si son capaces de mover el gasto en el periodo preelectoral, acción que ya no es necesaria después de la elección, por lo que la elección provoca un comportamiento cíclico.

Desde aquí se desprenden otras teorías, como la teoría de la devaluación⁵ de ciclos electorales y la de austeridad⁶ en ciclos electorales, ambas basadas en el argumento de Rogoff (1990) y desarrolladas en conjunto con la evidencia de economías emergentes, pero cambiando el instrumento del oportunista. En la teoría de la devaluación el incumbente señala su competencia posponiendo la devaluación para después de la elección, y en la teoría de la austeridad los incumbentes tienen incentivos para mostrar compromiso con los acreedores en periodo preelectoral, debido a su involucramiento en los mercados internacionales. Ya sea que se modifiquen las variables fiscales o monetarias -como el tipo de cambio o la inflación-, los inversionistas tendrán motivos

⁴Por un lado tenemos las restricciones al Ejecutivo por si solas y por otro éstas interactuadas con las elecciones del Ejecutivo. Las restricciones elevadas disminuyen la capacidad de reacción del Gobierno frente a problemas de urgencia donde se debe pasar por una mayor burocracia antes de poder llevar a cabo la solución que puede ser incluso evidente en algunos casos, tal como se señala en North & Weingast (1989). Por lo tanto, no es claro cuál es el efecto que provocan en el nivel de los spreads, aun cuando el impacto debiese ser negativo cuando éstas interactúan con las elecciones ya que disminuye al abanico de posibles comportamientos.

⁵En su trabajo, Stein & Streb (2004) desarrollan un modelo teórico formal sobre ésta teoría, otros ejemplos los encontramos en Frieden, Gezzi & Stein (2001) y Leblang (2003).

⁶Desarrollada para países emergentes por Kaplan (2010), se refiere a una manera de escapar a la paradoja descrita por John Maynard Keynes: "The old saying holds. Owe your banker one thousand pounds and you are at his mercy; owe him 1 million pounds and the position is reversed." puesto que no se le debe a un banquero sino a tenedores de bonos atomizados, como ocurrió en América Latina después de la crisis de la deuda en los 80.

para interpretar la relación votante-candidato de tal manera que en conjunto cambien los spreads; por ejemplo, si el país presenta mayor gasto o menor ingreso, deberíamos esperar que los spreads aumenten por la menor solvencia.

Por otro lado, está el ciclo político *ideológico* desarrollado por [Alesina \(1987, 1988\)](#), que supone que los candidatos proponen políticas de acuerdo a una minimización de costos con respecto al efecto de sus propuestas y en la cual muestran diferencias ideológicas, mientras que los votantes sufragarán por quienes maximicen su utilidad postelectoral. La convergencia downsiana ([Downs \(1957\)](#)) no ocurre en este caso por el supuesto que hay incertidumbre sobre la distribución de las preferencias de los votantes con respecto a las políticas y, por tanto, hay incertidumbre sobre cuál es el votante mediano. Al no conocerse el votante mediano, no se sabe cuál es la probabilidad que tienen los candidatos de ganar, por lo que antes de la elección el spread será función de la política esperada por los inversionistas, pero después se ajustará a la política del candidato electo. Por esto es que los ciclos ideológicos se caracterizan por ser postelección, y además son ciclos no sistemáticos debido a que dependen de quién sea elegido, lo que es contrario al ejemplo presentado en la Introducción donde el spread se elevaba antes de la elección.

Una variación del ciclo ideológico que encaja mejor con el ejemplo de la Introducción es lo que se conoce como ciclo *revertido*, donde la diferencia está en un supuesto respecto de las preferencias de los inversionistas, quienes tienen aversión a la incertidumbre. [Knight \(1921\)](#) distingue entre el riesgo y la incertidumbre, donde el riesgo se refiere a los casos susceptibles de medición, mientras que la incertidumbre se encuentra en lo que no podemos medir⁷. Para ilustrar mejor el problema del ciclo revertido, supongamos que tenemos N candidatos donde cada uno propone su política relevante para la deuda soberana. Luego, en el momento previo a la elección, el riesgo soberano será función de la siguiente ecuación:

$$s = \sum_{i=1}^N \phi_i^w \cdot x_i(z) = \phi \cdot \mathbf{x}(z) \quad (1)$$

donde ϕ_i^w es la probabilidad subjetiva del inversionista w sobre la elección del candidato i y ϕ es el vector que agrupa todas estas probabilidades. Asimismo, el vector $\mathbf{x}(z)$ representa todas las políticas propuestas por los N candidatos que dependen de las restricciones al Ejecutivo z que tenga el país. Los inversionistas son neutrales al riesgo pero con aversión a la incertidumbre, por lo que construyen sus probabilidades subjetivas bajo el supuesto de incertidumbre knightiana. Siguiendo a [Caballero & Krishnamurthy \(2008\)](#) y otros trabajos que incluyen el concepto de Knight para modelar eventos inusuales⁸, los inversionistas maximizan su utilidad esperada, que depende de su consumo, como se describe a continuación:

$$\max_c \min_{\theta \in \Theta} E_0[U(c)|\theta] \quad (2)$$

donde Θ es el espacio de probabilidades que se les puede asignar a los candidatos. La ecuación 2 representa el problema de incertidumbre knightiana de los inversionistas, que maximizan desde el peor escenario factible. Si bien [Caballero & Krishnamurthy \(2008\)](#) usan esta ecuación para el estudio de las crisis, las elecciones

⁷Se puede pensar e interpretar como probabilidades de segundo orden, es decir, incertidumbre es la probabilidad de que nuestra probabilidad sobre que algo suceda esté correcta.

⁸Los autores argumentan que los inversionistas asumen probabilidades pesimistas en periodos de crisis o eventos inusuales y, por tanto, se colocan en un escenario conservador dada la aversión a la incertidumbre, donde sobrestiman la probabilidad de los escenarios poco favorables y terminan escapando hacia algún instrumento financiero de mayor calidad como el Tesoro americano, lo que se conoce como "Flight to Quality".

coinciden con la definición de evento inusual, pues dependen de los diferentes candidatos que se presenten y pueden ser interpretadas como pequeñas crisis mediante un soporte más pequeño para el espacio Θ . Luego, los inversionistas con aversión a la incertidumbre -al formarse sus probabilidades subjetivas- sobrestimarán la probabilidad de los candidatos que les son poco favorables y subestimarán las probabilidades de los candidatos más favorables para ellos, pero dentro de un espacio de probabilidades plausibles representadas por Θ . Esto quiere decir que si el candidato menos favorable tiene una probabilidad de victoria entre 0.2 y 0.3, la maximización pondera con 0.3. Además, dentro de las restricciones de Θ se encuentra que la suma de probabilidades debe ser menor o igual a 1. La ecuación 1 bajo el supuesto de inversionistas aversos a la incertidumbre se puede reescribir de la siguiente manera⁹:

$$s = \max_{\theta \in \Theta} \phi^\theta \cdot \mathbf{x} \quad (3)$$

En otras palabras, a un agente averso a la incertidumbre se le tiene que compensar por su peor escenario para que esté dispuesto a comprar el bono soberano. Después de la elección desaparece la incertidumbre de saber quién ganará, por lo que el spread debería llegar a $x_i(z)$, que corresponde a las políticas del candidato ganador¹⁰. Deberíamos observar que después de la elección desaparece el *premio a la incertidumbre* (λ) y, por tanto, en promedio existirá una caída instantánea del spread:

$$\Delta s_{t,t-1} = \max_{\theta \in \Theta} \phi^\theta \cdot \mathbf{x} - \phi \cdot \mathbf{x} = \lambda > 0 \quad (4)$$

Esta diferencia es exantes y en promedio estrictamente mayor a cero porque la incertidumbre knighteana pondera con mayor probabilidad a los escenarios menos favorables. En el caso de que no haya incertidumbre, el premio es cero¹¹. Notemos que la ecuación 4 se refiere a promedios y que no es una predicción en cuanto a cada caso particular, pero debe cumplirse que, en promedio, se vuelva al promedio anterior, pues éste está compuesto de todos los buenos y malos resultados que se neutralizan. Entonces, la diferencia entre el ciclo revertido y el ideológico se traduce en que el primero hace una predicción sistemática y preelectoral, mientras que el segundo una predicción no sistemática y postelectoral¹².

⁹La optimización verdadera es la siguiente y es equivalente a la ecuación 3

$$s = \min_{\theta \in \Theta} -(\phi^\theta \cdot \mathbf{x})$$

¹⁰En su modelo, [Canes-Wrone & Park \(2012\)](#) presentan una forma alternativa de plantear el problema, pero ellos no usan el concepto de incertidumbre knighteana, aunque de todas maneras la base del ciclo revertido para su modelo teórico es que después de la elección se revela información a los inversionistas, que no tenían antes.

¹¹Que sería el caso para un ciclo ideológico tradicional.

¹²Para ilustrar esta idea, consideremos que si el candidato de izquierda hace que suban en I los spreads cuando sea electo, y el candidato de derecha hace que suba en D -con $I > D$ -, en periodo preelectoral el spread será:

$$E[s] = p_D \cdot D + (1 - p_D) \cdot I$$

donde p_D es la probabilidad de que se elija al candidato de derecha. Luego, si sube o baja el spread depende del candidato electo. Bajo esta lógica, si se observa un aumento significativo en el periodo preelectoral y una baja postelectoral, lo que estaría ocurriendo es que sistemáticamente sale electa la derecha -lo que sería paradójico, porque la probabilidad de la derecha debería ser 1 y de nuevo los spreads no cambiarían antes y después-. Si p_D es la verdadera probabilidad de que sea elegida la derecha, tendremos que el efecto esperado para la postelección es 0. Lo que dice la incertidumbre knighteana es que $p_D > p_D^v$ y el agente pondera más el escenario menos favorable de la izquierda lo que produciría el salto en promedio pre electoral, razón por la que se distingue del ciclo ideológico.

III.1.2. Candidatos condicionados para los ciclos

A continuación se discutirán tres mecanismos políticos que pueden potenciar los incentivos de los candidatos en las elecciones, provocando un aumento en la probabilidad de que se genere el ciclo y el aumento en riesgo que conlleva. El cuadro 1 resume todos los efectos esperados para cada enfoque.

El primer mecanismo a considerar es la competencia electoral. Cuando el incumbente tiene la expectativa de que la elección se pronostica más competitiva -entendida como un posible margen de votaciones más estrecho entre el que ganará y el candidato que le seguirá en porcentaje de votos-, el incumbente percibe mayor riesgo con respecto a la continuidad propia o de su coalición y, por tanto tiene mayores incentivos para potenciar y reforzar un ciclo electoral oportunista, como lo plantean [Price \(1998\)](#) y [Schultz \(1995\)](#). El canal también podría apuntar en dirección contraria si una mayor competencia fuese endógeno a una mejor institucionalidad electoral que provea los incentivos necesarios para el buen comportamiento del gobernante. Para el caso del ciclo revertido, los inversionistas enfrentan una mayor incertidumbre en la medida que les es más difícil visualizar al ganador de la elección, como es el caso de una elección más competitiva. Luego este mecanismo debería potenciar el ciclo en magnitud, pero la competencia también puede significar un mayor parentesco entre los candidatos, lo que disminuiría la incertidumbre.

Como segundo mecanismo se examina la reputación, la que es importante para un incumbente cuando tiene intenciones de ser reelegido. Cuando hay poca información de parte de los votantes sobre el gobernante, la reelección puede aumentar el esfuerzo del mismo o inducir un comportamiento menos oportunista y, por ende, inhibir el ciclo electoral, como lo sostienen [Besley y Case \(1995\)](#). Esto implica que los gobernantes tienen diferentes valoraciones del futuro cuando tienen la capacidad de reelegirse, y generan un ciclo político económico oportunista, como lo argumenta [Rogoff \(1990\)](#). Por otro lado, si el ciclo fuera revertido la reputación puede ser que le convenga al inversionista si es un buen incumbente, y además cuenta con la ventaja de que la incertidumbre asociada puede ser menor con algo conocido. Para que la reputación suba el riesgo, el incumbente tiene que ser suficientemente poco favorable para compensar la incertidumbre sobre el candidato, o tiene que tener un giro radical en sus políticas.

Un tercer mecanismo es la polarización, entendida como la diferencia de las posturas políticas entre el Ejecutivo y el Legislativo. Esto es capaz de reflejar la polarización del pueblo, que escoge diferentes colores políticos en los distintos poderes. Las políticas propuestas por los candidatos pueden ser muy diferentes en un país altamente polarizado. Se espera que esto debiese aumentar los incentivos para el ciclo oportunista debido a que para el gobernante es más importante mantenerse en el poder si sabe que, de no ser así, el Gobierno sufrirá cambios mayores ([Alt & Lassen \(2006\)](#)). Del mismo modo, es lógico -como argumentan [Canes-Wrone & Park \(2012\)](#)- que en un país más polarizado -con mayores diferencias en cuanto a las políticas que se proponen- algunas de estas políticas dejarán más tranquilos a los inversionistas que las de su rival en la elección, por lo que para el ciclo revertido un escenario más polarizado es equivalente a mayor incertidumbre. Si ambos proponen -creíblemente- e implementan lo mismo, la incertidumbre no existiría.

Los tres mecanismos anteriores pueden reforzar el impacto del ciclo electoral como fue descrito dependiendo de su motivación. No obstante estos mecanismos, salvo la polarización, no son motivos para potenciar un ciclo del tipo ideológico, pues al candidato que actúa por ideología no le conciernen motivos electorales. La discusión anterior requiere que el gobernante tenga algún grado de maniobra frente a las variables fiscales en el

caso del ciclo oportunista, o que los candidatos propongan políticas diferentes en el caso del ciclo revertido. Estos mecanismos tienen sentido en el contexto preelectoral debido que no es claro que la competencia electoral o la reputación del incumbente tengan un efecto postelectoral.

III.1.3. Inversionistas y el rol de las restricciones al Ejecutivo

Las restricciones jugarán un rol similar, sea cual sea el enfoque que predomine para el aumento de los spreads en la elección. Será preferible tener más restricciones, y claramente establecidas, en un escenario donde los incentivos pueden provocar preocupaciones para los inversionistas. Las restricciones tienen importancia en las percepciones de los inversionistas, quienes a mayores restricciones enfrentan menores riesgos e incertidumbre porque limitan el número de escenarios adversos y, por lo cual, fijan en conjunto un mayor precio para los bonos soberanos. Se explicará cómo es que las restricciones actúan y cuándo se consideran activas.

Entender cómo actúan las restricciones es importante porque refleja hacia donde está dirigida la atención de los inversionistas en una elección. Para el ciclo oportunista ya sea que una elección sea más competitiva, esté en juego la reputación, o sea más polarizada, el incumbente no podrá tomar con la misma facilidad decisiones arbitrarias que maximicen la probabilidad respecto de su continuidad en un país más restringido. El rol que ejercen las restricciones al Ejecutivo en el ciclo político oportunista es prohibitivo para su puesta en marcha, y ellas son más importantes en la medida que existan mayores incentivos para esta conducta.

Para el ciclo revertido, el rol que juegan las restricciones es más bien evitar que se propongan algunas políticas porque $\alpha(z)$ disminuirá su variación en la medida que aumenta z por no ser ellas promulgables. Los políticos anticiparán que no podrán cumplir sus promesas si son muy extremas dada las restricciones, y de no ser así, de todas formas no podrán cumplirlas. Si la elección es más competitiva o polarizada, las restricciones en el ciclo revertido evitarán que las políticas diverjan antes de que sean anunciadas porque los candidatos anticiparán un escenario político más limitado, lo que ayudará a disminuir la incertidumbre provocada por el evento. Sin embargo, para un incumbente que enfrente la reelección habiendo sido un buen gobernante, las restricciones le podrían privar de realizar buenas reformas, por lo que el efecto para este mecanismo es ambiguo.

Fuera del rol de contrapesar las motivaciones discutidas, se examinan las condiciones que se tienen que dar para que actúen las restricciones al Ejecutivo, bajo la idea de que alguien tiene que ser el encargado de ejercerlas. La definición de las restricciones al Ejecutivo según la base PolityIV es la siguiente: "Corresponden al marco legal, constitucional e institucional, por el cual los diferentes grupos de interés del país pueden limitar el accionar del Ejecutivo", en sistemas presidenciales por lo general se ejercen por el Parlamento y en particular por la oposición. Por esto es interesante ver cuáles son las características de las oposiciones, pues las restricciones son un marco que debe ser ocupado por algún actor para que sean consideradas como activas. Si un país tiene una institucionalidad considerada como muy restrictiva pero no existe una oposición con la fortaleza para ejercerla, el país en cuestión actuará de igual forma que uno sin restricciones. Por ejemplo, Chile en la elección descrita en la Introducción mostraba la mayor concentración y menor fragmentación de la oposición en la muestra, además de que los opositores tenían al momento de la elección más asientos en el Parlamento. Un ejemplo contrario son las elecciones de Brasil de 2002, donde la fortaleza de la oposición era escasa en todas las características y el logaritmo del EMBIG llegó a estar 28% por sobre el nivel promedio

en la fase preelectoral.

Para medir la fortaleza de la oposición, se examinará primero el efecto que tiene el número de asientos que mantiene en el Parlamento relativo al total de asientos disponibles. No obstante, es esperable una no-linealidad en cuanto a que si la oposición tiene un asiento más que el Gobierno es un escenario completamente distinto a que si tienen los mismos o uno menos¹³. Por esta razón, lo que se analizará será la diferencia porcentual en la cantidad de asientos entre la oposición y el Gobierno. Otro aspecto caracterizador es la concentración de la oposición. Si la concentración es alta, podemos esperar que actúen mejor como bloque y puedan ejercer con mayor facilidad las restricciones. Por el mismo motivo se observa la fragmentación de la oposición, entendida como la cantidad de partidos que la componen y los asientos que mantiene cada uno. Una oposición muy fragmentada al igual que poco concentrada tendría mayores dificultades para ejercer las restricciones. Un último canal por el que pudieran operar son las diferencias en balance y control, entendidos como la existencia de dos cámaras o los partidos de Gobierno que son cercanos ideológicamente a la oposición y por ello, que estén interesados en restringir el proceder del Ejecutivo. Todos estos canales serán aquellos por los cuales las elecciones podrán ser consideradas como menos riesgosas, aun cuando salga electo un candidato muy radical, él tendrá problemas para llevar a cabo su agenda si enfrenta una oposición fuerte, y el político oportunista tendrá más problemas para ejecutar una conducta arbitraria.

III.2. Metodología empírica

La variable de interés son los riesgos soberanos s_{it} expresados como tasas anuales. Estos son medidos como la diferencia entre las tasas a las que se transa la deuda soberana i_{it} menos la tasa “libre de riesgo” que tiene el Tesoro de los Estados Unidos transado en el mercado secundario t_t . Es decir

$$s_{it} = i_{it} - t_t$$

La idea del spread es anclar las tasas de los bonos de gobierno de distintos países a un mismo activo poco riesgoso y comparable, con el fin de que éste represente de la forma más fiel posible el riesgo que agrega ser acreedor de un país específico y no algún otro factor que haga que todas las tasas, incluida la libre de riesgo, se eleven¹⁴. La característica más importante que deben tener es que sean bonos asegurados por el Gobierno, para que de esta forma reflejen la confianza que los inversionistas le tienen a un Gobierno en relación a otro.

III.2.1. Modelo empírico

El modelo empírico es una estimación de datos de panel con efectos fijos. Siguiendo de cerca a [Edwards \(1984\)](#) y asumiendo que los inversores son neutrales al riesgo y prestan a los países que emiten bonos bajo competencia perfecta en el mercado de capitales mundial -y por tanto son tomadores de precios¹⁵-, el spread soberano queda determinado por:

$$s = \frac{p}{1-p}\gamma \quad (5)$$

¹³Además no deberían existir diferencias entre si el Gobierno -o la oposición- tiene todos los asientos o casi todos los asientos.

¹⁴La construcción descrita es equivalente a la de la construcción del EMBIG, los detalles se encuentran en el Anexo A.

¹⁵Existen otras justificaciones para esta ecuación del spread como la que se encuentra en [Feder & Just \(1977\)](#). La derivación bajo las condiciones mencionadas es simple considerando que se cumple que $(1 + r^*) = pw_0 + (1 - p)(1 + r^L)$ dadas las condiciones mencionadas, con r^* la tasa libre de riesgo y r^L la tasa de los bonos soberanos.

donde s es el spread sobre el Tesoro americano que se le carga a un país en específico, p es la probabilidad subjetiva de que el país caiga en default y γ es una variable que captura otros elementos que afectan el spread. Para la forma funcional de p se tomará la convención de la literatura y se asumirá que sigue una forma logística:

$$p = \frac{\exp\left(\sum_{k=1}^n \beta_k y_k\right)}{1 + \exp\left(\sum_{k=1}^n \beta_k y_k\right)} \quad (6)$$

donde y_k son los determinantes de la probabilidad de default y β_k los respectivos ponderadores de ésta. Reemplazando la ecuación 6 en 5, despejamos el logaritmo del spread como:

$$\log s_{it} = \beta_0 + \sum_{k=1}^n \beta_k y_k + \log \gamma \quad (7)$$

Bajo este contexto se analiza como determinante de la probabilidad de default la elección del Ejecutivo y la interacción de ésta con las restricciones al Ejecutivo. Las especificaciones a estimar serán entonces las siguientes:

$$\log s_{it} = \sum_{t=-3}^3 (\beta_{1t} \text{eleccion}_{it}) + \sum_{t=-3}^3 (\beta_{2t} \text{eleccion} \cdot z_{it}) + \sum_{t=-3}^3 \beta_{3t} X_{it} + \eta_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

$$\begin{aligned} \log s_{it} = & \sum_{t=-3}^3 (\beta_{1t} \text{eleccion}_{it}) + \sum_{t=-3}^3 (\beta_{2t} \text{eleccion} \cdot z_{it}) + \sum_{t=-3}^3 (\beta_{3t} \text{eleccion}_{it} \cdot Z_{it}) \\ & + \sum_{t=-3}^3 (\beta_{4t} \text{eleccion}_{it} \cdot z_{it} \cdot Z_{it}) + \beta_5 Z_{it} + \sum_{t=-3}^3 \beta_{6t} X_{it} + \eta_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \quad (9) \end{aligned}$$

Las variables en las ecuaciones están indexadas por país y por tiempo donde $\log(s_{it})$ es la variable de interés, que corresponde al logaritmo del riesgo soberano del país i en el tiempo t . Las variables que correspondían a y_k o los determinantes de la probabilidad de default fueron divididas en las variables explicativas principales $\text{eleccion}_{it} * z_{it}$ y eleccion_{it} y la matriz de controles X_{it} .

La variable z_{it} corresponde a las restricciones al Ejecutivo y la variable eleccion_{it} es una dummy que toma el valor de 1 si hubo elecciones. Se incluye en la especificación la interacción de estas dos últimas variables, pero no se incluye las restricciones al Ejecutivo en nivel debido a que es una variable potencialmente endógena que varía poco en el tiempo, por lo que en el modelo la inclusión de los efectos fijos país es suficiente para no sesgar los otros parámetros. Además se estima la ecuación 8 tanto con el nivel de las restricciones al Ejecutivo z_{it} como con el promedio de la muestra \bar{z}_i ; esto porque el promedio es argumentablemente más exógeno y además incorpora la percepción de largo plazo que tienen los inversionistas sobre el país, pero el nivel refleja las variaciones que ocurren en las restricciones con respecto al tiempo. Se incluye la interacción y la elección hasta 3 meses rezagadas porque, como muestran [Block & Vaaler \(2004\)](#), el efecto de la elección se produce a partir del segundo mes previo a que la elección se lleve a cabo. Además [Akhmedov & Zhuravskaya \(2004\)](#) muestran con datos mensuales que la vida de los ciclos es desde el tercer mes previo hasta el tercer mes posterior, por lo que igualmente se consideran los periodos posteriores en la especificación. De existir un ciclo político se espera que alguno de los coeficientes β_{1t} sean positivos y significativos, y de existir el ciclo

condicionado se espera que los coeficientes β_{2t} sean negativos y significativos para el periodo preelectoral, es decir, cuando $t \in [-3, -1]$ porque en $t = 0$ la elección ya ocurrió, debido a que el dato del EMBIG se toma al final del mes.

La matriz $X_{i,t}$ es un conjunto de variables de control. Como fue revisado en la literatura previa y discutido en el marco teórico, éstas son variables que podrían aumentar la incertidumbre que enfrenta el inversionista interesado en invertir en bonos de cierto país y se controla por cada periodo relevante para el ciclo ($t \in [-3, 3]$). La idea es representar el mercado de los bonos soberanos y los determinantes económicos estudiados de manera que el coeficiente encontrado de la interacción no sea por un sesgo de variable relevante omitida. En particular y con base en los trabajos de [Edwards \(1984\)](#) y [Longstaff et al. \(2011\)](#) se controlarán las regresiones con las siguientes variables relevantes para la probabilidad de default: la tasa de devaluación, la inflación, la capitalización de mercado, las reservas internacionales y las razones de deuda, gasto e ingresos sobre PIB. En el anexo [A.2.](#) se encuentra la descripción detallada y los signos esperados para los controles. Adicionalmente, se utiliza la variable izq , que toma el valor de 1 si el gobernante es de izquierda, para controlar por ciclos ideológicos¹⁶. Además, η_i y η_t son efectos fijos tiempo y país. La inclusión de efectos fijos tiempo es para controlar por efectos globales que puedan tener los spreads y que son importantes, como se argumenta en [Longstaff et al. \(2011\)](#) y [González-Rozada & Levy Yeyati \(2008\)](#). Los efectos fijos país debiesen llevar consigo elementos no observables y no estimados que varíen únicamente a través de los países.

La diferencia entre ambas especificaciones es que en la ecuación [9](#) se considera además la interacción entre las variables $eleccion_{it} \cdot z_{it}$ y $eleccion_{it}$ con una matriz de variables Z_{it} que incluye las variables que representan a los mecanismos políticos explicados en el marco teórico. Luego, la ecuación [9](#) representa la manera de estimar los canales por los que actúa el ciclo electoral condicionado en las restricciones al Ejecutivo. Las variables que incluye la matriz Z_{it} son la competencia electoral, la polarización y la dummy respecto de la capacidad de reelegirse -o reputación-, el número de asientos de la oposición, la fragmentación, la concentración y el balance y control. Para los mecanismos que son relevantes en el periodo preelectoral -competencia, reputación y polarización- las sumatorias de las triples interacciones en la ecuación [9](#) serán restringidas a ese periodo. Todas las variables entran en la regresión en nivel para que los coeficientes de las interacciones no se encuentren sesgados. La reputación se mide a través de una variable que refleja si el incumbente tiene posibilidad institucional de reelegirse y no cuando se presenta efectivamente a la elección, debido a que la decisión de presentarse es endógena al problema. Si observamos únicamente las elecciones donde el gobernante se presenta para la reelección, la estimación incurriría en un sesgo de selección y los coeficientes estimados serían inconsistentes.

Un último aspecto a considerar es si se puede atribuir una interpretación causal. Debemos entonces asegurar que los regresores de la mano derecha sean exógenos, para lo cual se discuten tres potenciales fuentes de endogeneidad y sus soluciones. Primero, las restricciones al Ejecutivo son posiblemente endógenas por lo que se utilizará el método de variables instrumentales. La endogeneidad recae en que una menor tasa de la deuda del Gobierno puede facilitar la obtención de recursos, lo que conlleva una mejora institucional. Además, la volatilidad de las tasas soberanas tiene un impacto en variables reales como el producto, consumo e inversión, como argumentan [Fernández-Villaverde et al. \(2011\)](#), variables que luego podrían afectar al desarrollo institucional. [Acemoglu, Johnson & Robinson \(2001\)](#) argumentan que un buen instrumento para

¹⁶[Alesina, Roubini, & Cohen \(1997\)](#) revisan la teoría y evidencia de los ciclos ideológicos donde encontramos la idea de la inclusión de esta variable como control.

las restricciones al Ejecutivo es la potencial mortalidad que enfrentaban los colonos, bajo la idea de que una mayor mortalidad potencial disuadía a los colonos de establecerse, por lo que las instituciones políticas que instauraron fueron para la administración de pocos colonos sobre un gran número de autóctonos con el fin de extraer recursos naturales; en cambio, una menor mortalidad provocaba un mayor asentamiento de los colonos, quienes diseñaban instituciones políticas más pluralistas y democráticas para protegerse a ellos mismos de la corona, y luego estas instituciones políticas persistieron en el tiempo. El instrumento propuesto está correlacionado con el regresor, pero no está correlacionado con el error, por lo que es una estimación consistente. Segundo, las elecciones no son necesariamente exógenas¹⁷ como se argumenta en Heckelman & Berument (1998), pues el incumbente puede llamar a elecciones anticipadas antes de la fecha establecida y existe causalidad reversa, donde las condiciones macroeconómicas son las que causan que haya una elección, y simultáneamente la elección causa alguna perturbación macroeconómica. Para enfrentar el problema de las elecciones endógenas se reestimaré incluyendo solamente las elecciones predeterminadas, que son las que se realizan en la fecha establecida por el calendario electoral¹⁸. A las elecciones clasificadas como posiblemente endógenas se les excluye tanto el mes de la elección como el rango desde tres meses antes hasta el tercer mes posterior para que el nivel del EMBIG no se vea influenciado por una eventual elección endógena. La tercera fuente de endogeneidad es que los países hagan selección de entrada al momento de incorporarse al EMBIG, ya sea porque desean bajar los spreads con mayor demanda o porque quieren vender más deuda cuando ésta está con un buen valor de mercado¹⁹. Para evitar dicha interpretación, se estimará la ecuación 8 excluyendo los 2 primeros años desde que el país se incorpora al índice. Con todo lo anterior, se logra hacer frente a los problemas de endogeneidad de los regresores y atribuir a los coeficientes estimados una interpretación causal.

III.2.2. Identificación del CPE

Comenzando por el ciclo ideológico, éste se caracteriza por ser un ciclo postelección que es no sistemático, candidato-dependiente y no hace predicciones en periodo preelectoral. Por ello, la prueba de su presencia serán los resultados de la estimación de 8.

Para distinguir entre el ciclo oportunista y el revertido, lo primero es observar cuál de éstos encaja mejor con las predicciones teóricas de los mecanismos explicados. Además, se realizarán las siguientes pruebas de hipótesis:

- 1) Examinar si existe alguna evidencia de que las variables fiscales cambien en el año de la elección.

El ciclo *oportunista* se caracteriza en que los políticos generan un ciclo en variables fiscales, las cuales efectivamente pueden controlar directamente y luego éstas tendrán un impacto en el riesgo que se percibe en el país al momento de la elección. Sin embargo, el incluir las variables fiscales directamente en la especificación generaría una estimación inconsistente, porque es posible que tengan el problema de ser malos controles²⁰.

¹⁷En Ito (1990), Reid (1998) y Heckelman & Berument (1998), entre otros, encontramos una amplia discusión de este punto.

¹⁸No es la única manera de enfrentar el problema. Heckelman & Berument (1998) utilizan el método de variables instrumentales con el tiempo predeterminado como instrumento. Además, en su trabajo se pierde la evidencia a favor del ciclo político económico en el Reino Unido y Japón, corroborando el hallazgo originalmente encontrado por Ito (1990). El tratamiento empleado aquí para las elecciones endógenas es igual al que se utiliza en Akhmedov & Zhuravskaya (2004).

¹⁹Los criterios de inclusión están predeterminados. El cuadro A.1 en el anexo A. muestra todos los criterios para que un bono de un país forme parte del EMBIG.

²⁰O "Bad Control" en inglés. Los malos controles son variables que pueden ser resultados o causados por el experimento que se está midiendo y el incluirlos produce inconsistencia en la estimación. Una buena descripción de este problema se encuentra

Por lo tanto, para identificar esta motivación del ciclo se examinará si efectivamente existe el ciclo político en las variables fiscales para la muestra, y además sobre la inflación y la brecha de producto para observar los movimientos monetarios. Luego es conveniente separar los controles en los siguientes grupos:

- a) Los controles que no reflejan un comportamiento diferente de los políticos en períodos electorales son la tasa de depreciación, la tasa de inflación, la capitalización de mercado y las reservas internacionales.
- b) Los controles que sí son usados por los políticos para maximizar su probabilidad de reelección, y/o puedan tener el problema de ser malos controles. Esto incluye el gasto fiscal, los ingresos y la deuda del Gobierno.

El modelo base incluye el primer set de controles, los cuales se usarán para identificar el efecto de las elecciones y restricciones al Ejecutivo. Los llamados malos controles del segundo set se utilizarán de una manera diferente, teniendo en cuenta que al incluirlos no generan estimaciones consistentes pero que son variables relevantes por el motivo de solvencia. El efecto de estas variables sobre los EMBIG ya ha sido estudiado por la literatura, y en particular la medición que se utilizará es la misma que usa [Akitoby & Stratmann \(2008\)](#), quienes cuantifican su efecto en las tasas usando una medida de variables fiscales discrecionales que están corregidas por el ciclo económico o por consideraciones inflacionarias²¹. Interesa ver los movimientos discrecionales de las variables fiscales, pues el objetivo es la manipulación arbitraria que puede hacer un gobernante para maximizar su reelección.

Empíricamente esto se consigue mediante examinar la ecuación 8 y 9, pero usando como variable dependiente las variables fiscales:

$$F_{it} = \beta_1 \text{eleccion}_{it} + \beta_2 \text{eleccion} \cdot z_{it} + \eta_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

$$F_{it} = \beta_1 \text{eleccion}_{it} + \beta_2 \text{eleccion}_{it} \cdot z_{it} + \beta_3 \text{eleccion}_{it} \cdot Z_{it} + \beta_{4t} \text{eleccion}_{it} \cdot z_{it} \cdot Z_{it} + \beta_5 Z_{it} + \beta_6 X_{it} + \eta_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

Se estudia si la elección tiene un impacto significativo en las variables fiscales, si los coeficientes de la elección y las restricciones al Ejecutivo son significativamente distintos de cero, lo que sería evidencia a favor del ciclo oportunista. La razón de porqué no se incluyen las sumatorias es que para las variables fiscales sólo se dispone de datos anuales provenientes de las cuentas nacionales de cada país. Por ello para estimar la ecuación se considera la elección como es el estándar en la literatura de ciclos políticos para poder identificar mejor los periodos preelectorales ([Drazen & Eslava \(2010\)](#)) donde la variable eleccion_{it} en este caso toma el valor de 1 en el año correspondiente si la elección fue realizada entre julio y diciembre, pero toma el valor de 1 en el año anterior si la elección fue realizada entre enero y junio. Además, se consideran los mecanismos políticos porque se aplican los mismos argumentos que se usaron para su inclusión en la ecuación 9.

Una limitación para esta prueba es que existe la posibilidad de que los gobernantes estén siguiendo un comportamiento oportunista con variables diferentes a las examinadas en el trabajo y que además impacten de alguna manera los spreads, por lo que la prueba no será concluyente. Aunque si bien no se puede descartar, es difícil pensar en muchos otros instrumentos de oportunismo que pudieran estar afectando los spreads fuera de los controles y de las variables fiscales analizadas. Otra limitación es el hecho de que sólo se dispone de

en el libro de [Angrist & Pischke \(2008\)](#).

²¹En el anexo A. se explica metodología para la construcción de éstas.

datos anuales para las variables fiscales. La existencia de los ciclos políticos económicos tiene corta duración, como lo señalan [Akhmedov & Zhuravskaya \(2004\)](#) y es gracias a su gran magnitud que existe evidencia -aunque débil- en los datos de frecuencia anual.

2) Examinar qué ocurre después de la elección y cuán rápida es la reversión.

La siguiente prueba consiste en observar qué ocurre después de la elección. Si el ciclo fue motivado por *oportunismo* electoral, tras ser elegidos los candidatos debiese volver la incertidumbre a niveles promedios con menor rapidez, pues la duración del ciclo es desde aproximadamente 3 meses antes de la elección hasta 3 meses después, como argumentan [Akhmedov & Zhuravskaya \(2004\)](#). Por otro lado, si estamos en presencia del ciclo *revertido*, la incertidumbre proviene de saber qué candidato será electo y ésta se disipará completamente al momento en que la elección se realice, como lo explicita la ecuación 4. Lo anterior se lleva a la práctica mediante estimar la ecuación 8, donde se realizará una prueba de hipótesis sobre si el coeficiente que corresponde al mes de la elección -que corresponde al dato del último día del mes que se realizó la elección- es estadísticamente diferente de los coeficientes de los meses posteriores hasta el tercer mes que corresponde a la duración de los ciclos oportunistas. De no ser diferentes los coeficientes, sería un argumento a favor de la predominancia del ciclo revertido, pues la incertidumbre cayó sólo en el momento de la elección y no gradualmente.

Existen dos limitaciones para esta prueba. La primera es argumentar que la duración del ciclo oportunista perdure 3 meses después de la elección donde los incentivos del gobernante son diferentes, y la segunda, que el spread no baje más rápido que las variables fiscales o el instrumento de oportunismo. Una posibilidad para la duración del ciclo después de la elección y que éste impacte de igual forma los riesgos soberanos es que el oportunista distribuya el gasto social con algún tipo de contrato que genere una rigidez para suprimirlo después de la elección -sueldos estatales-, con el motivo de que un contrato es más atractivo para un votante. Luego, cuando asume el candidato electo se encarga de esta rigidez y baja el riesgo. Otra alternativa sería el caso de que al no salir elegido un incumbente podría mal usar lo que queda del presupuesto, ya que no tiene una reputación que cuidar, lo que ciertamente mantendría un riesgo más elevado; pero esto requiere que el cambio de mando no sea instantáneo. Un ejemplo actual de lo anterior fue la salida de Cristina Fernández en las elecciones de Argentina de 2015, donde a través de un decreto modificó el presupuesto nacional para aumentar sueldos y crear nuevas fiscalías, entre otros gastos rígidos, dejando al recién electo Mauricio Macri dos pagares por el total de US\$ 1.140 millones que se emitieron un día antes de que dejara el cargo la presidenta. Esto se suma a varias expansiones preelectorales del orden de US\$ 1.500 millones, además de otras modificaciones -como el nombramiento de varios embajadores-. En cualquier caso, no es necesario que ejemplos como el anterior ocurran; es suficiente que exista el temor de los inversionistas de que operaciones así pudieran ocurrir en países poco restringidos para mantener el riesgo elevado. Si bien estos argumentos son más probables en países con restricciones débiles, las consideraciones planteadas dependen del contexto, lo que debilita la prueba recién explicada.

IV. Datos

Los datos obtenidos para la estimación en este trabajo son todos datos de panel. Las bases descargadas permiten formar un panel desbalanceado con datos mensuales desde 1993 hasta 2012 para 16 países de economías emergentes. Estos fueron recolectados de diversas fuentes.

Para la variable dependiente se utiliza el spread de Emerging Markets Bond Index Global (EMBIG)²² que se obtiene del sistema Bloomberg. Los EMBIG, que son ampliamente usados en la literatura, corresponden a la rentabilidad total para el instrumento de deuda externa emitida por entidades soberanas y cuasi-soberanas, todos denominados en dólares²³. Los bonos que se incluyen deben tener un valor superior a los 500 millones de dólares y maduración de al menos 2 años y 6 meses. Una vez incluidos son removidos cuando les resta menos de 1 año de maduración. Al igual que cualquier otro dato financiero, los EMBIG muestran alta volatilidad y heteroscedasticidad, por lo que se computa para todas las estimaciones la corrección de White para la matriz de covarianzas. Los spreads son medidos contra un bono comparable del Tesoro de Estados Unidos. Los detalles de la construcción del EMBIG están disponibles en el Anexo A.1.

En cuanto a las variables del lado derecho, las *restricciones al Ejecutivo* fueron obtenidas a partir de la base PolityIV. En las democracias de occidente éstas suelen ser operadas desde el Poder Legislativo. El indicador toma valores de 1 a 7, donde 1 significa que la autoridad no tiene restricciones, ya sea porque ésta ignora la Constitución, controla al Legislativo o bien este último no tiene poder de jure alguno y, por otro lado, el 7 representa que el grupo de contrapeso disfruta de autonomía y tiene al menos la misma cantidad de poder que el Ejecutivo.

La variable *elección* fue obtenida a partir de la base de instituciones políticas del Banco Mundial (2012), la cual se basa en el trabajo “New tools in comparative political economy: The Database of Political Institutions” (DPI) desarrollado por Beck et al. (2001). Esta variable es una dummy que toma el valor de 1 si en el mes correspondiente hubo una elección y 0 en el caso contrario. Además, los datos para las elecciones fueron complementados con los datos de *Election Guide*²⁴. Como el EMBIG mensual ve el valor del índice el último día del mes. Para examinar el efecto de la elección se utiliza el mes anterior, pues en ese mismo mes ya se supo quién ganó y, por tanto, la incertidumbre asociada desaparece. Para identificar cuáles elecciones fueron realizadas en fechas predeterminadas se utilizan los datos de Brender & Drazen (2005) y la base de datos de *Election Guide*, en donde se encuentra la información sobre si la elección fue realizada en un momento diferente de la fecha establecida. De la base DPI también se obtuvieron los mecanismos o determinantes políticos que podrían explicar el ciclo electoral y las características de la oposición que pueden activar las restricciones al Ejecutivo, lo que incluye la competencia electoral, la reputación y la polarización, y para la oposición el índice de chequeo y balance, la concentración, la fragmentación y el número de asientos relativos de la oposición. En el anexo A. se detalla la construcción de todas las variables.

En cuanto a los controles, todos fueron obtenidos a partir del sistema Bloomberg. El tipo de cambio es expresado como moneda local por dólar, la inflación como variación anual con frecuencia mensual. Todas las anteriores se toman el valor de final de mes. Las variables medidas como porcentaje del PIB son la deuda, las reservas internacionales, la capitalización de mercado, el gasto y los ingresos fiscales, que por disponibilidad son de frecuencia anual.

La variable instrumental fue obtenida directamente del trabajo de Acemoglu, Johnson & Robinson (2001), y es la mortalidad potencial que enfrentaban los colonos, medida por el número de soldados que habrían

²²Alternativas para este índice son el EMBI+ y el EMBI diversificado. El EMBI+ no se utiliza porque cubre menos países y observaciones. Se prefirió el EMBIG al EMBIG diversificado porque el último distribuye las ponderaciones de manera uniforme, mientras que el EMBIG por capitalización. Además, para efectos de comparabilidad de resultados, la literatura usa el EMBIG como estándar.

²³No se incluyen bonos cuyo pago de cupones esté anclado al dólar, únicamente los denominados en dolares

²⁴www.electionguide.org

muerto si se hubiera mantenido una fuerza de 1.000 soldados en el año entero.

La muestra, entonces, se compone de democracias miembros del EMBIG que fueron colonias en el pasado. Es importante que fueran colonias para el uso de la variable instrumental. Dentro de los 32 países que actualmente componen el EMBIG sólo 20 pertenecen al grupo de excolonias que disponen de la mortalidad potencial de los colonos. De estos, 16 son democracias, entendiendo por democracias que la variable *polity* de la base PolityIV sea positiva²⁵. La razón para excluir de la muestra a los países no democráticos es que las motivaciones investigadas no son compatibles con éstos. Por ejemplo, las elecciones de un país en autocracia, si es que se realizan, habitualmente son de candidato único o con muy baja competitividad, donde el gobernante no tiene incentivos para señalar su competencia, por lo que el ciclo oportunista no existiría, y en estas condiciones tampoco habría incertidumbre por saber quién será elegido.

En el anexo B. se encuentra la estadística descriptiva de las variables. La Tabla B.1 reporta los promedios del total de la muestra para todas las variables utilizadas en el trabajo. La Tabla B.2 muestra la diferencia en el promedio del total de la muestra cuando hubo elección menos cuando no hubo. De forma similar, la Tabla B.3 reporta los promedios del spread soberano desde 3 meses antes de la elección hasta 3 meses después de ésta, y a continuación repite el ejercicio separando la muestra para distintos niveles de restricciones al Ejecutivo. Ninguna de las diferencias anteriores es significativa. Además, la Figura 3 es un gráfico de la distribución condicional al período. La Tabla B.4 reporta las restricciones al Ejecutivo y los spreads soberanos promediadas por país.

V. Resultados

Lo primero que se presentará es el efecto bien identificado de los ciclos políticos económicos condicionales en las restricciones al Ejecutivo. Luego, la relevancia de los mecanismos propuestos con la correspondiente interpretación, para finalmente investigar la motivación predominante del ciclo.

V.1. Resultados iniciales, identificación y robustez

Las Tablas 1 y 2 -donde se estima la ecuación 8- son las encargadas de identificar el efecto de los ciclos políticos condicionados en las restricciones al Ejecutivo sobre los spreads soberanos. Las figuras 1 y 2 muestran los efectos marginales y la forma en que una elección impacta a los diferentes países dependiendo del nivel promedio de restricciones.

La Tabla 1 es una estimación de mínimos cuadrados con efectos fijos -la Tabla C.1 en el anexo C. estima con efectos aleatorios- y la Tabla 2 de variable instrumental que responde a la posible endogeneidad de las restricciones al Ejecutivo. Las tablas se organizan en las columnas (1) y (2) que estiman la ecuación 8 usando el nivel de restricciones al Ejecutivo primero sin controlar y luego incluyendo los controles. Las columnas (3) y (4) siguen el mismo patrón, pero usan el promedio de las restricciones al Ejecutivo desde el año 1990 hasta el año 2012. Ambas utilizan el mismo número de observaciones para facilitar la comparación. La Tabla 1 muestra que los dos meses anteriores a la elección el logaritmo del EMBIG se encuentra elevado en

²⁵Esta es la definición de democracias del libro de códigos de la base de datos.

1.2 unidades sobre su nivel promedio, y esto es significativo en las especificaciones que usan el promedio de las instituciones. Para la interacción, los coeficientes son de -0.2 y significativa para el segundo mes previo a la elección.

En la Tabla 2 se estima la interacción de la elección con las restricciones usando como variable instrumental la elección interactuada con la potencial mortalidad de los colonos. Como se instrumentalizan las interacciones de la ventana de los 3 meses antes hasta 3 meses después, se utiliza la variable instrumental interactuada con cada mes de la ventana como instrumento del mes respectivo. La primera etapa se reporta en la Tabla 2A para el promedio de las restricciones en las especificaciones tanto con como sin controles, para el nivel se reporta la misma primera etapa en la Tabla C.2 del anexo. El instrumento es significativo para todas las especificaciones. En la Tabla 2B se presentan los resultados de la segunda etapa, que son mayores en magnitud que los de la Tabla 1, y a pesar del aumento de los errores estándar característicos de una estimación en dos etapas, las estimaciones presentan mayor significancia estadística. En particular la estimación que usa las restricciones en niveles instrumentada muestra un efecto más grande en comparación con la Tabla 1, siendo el impacto de la elección de 2.5 unidades por sobre el promedio, y el de la interacción de -0.4 , mientras que las estimaciones con el promedio de las restricciones reportan coeficientes similares.

Esto comprueba para la muestra la hipótesis principal del trabajo de que, en promedio, a medida que el Ejecutivo está más restringido la incertidumbre que podría tener una elección disminuye, indistintamente si ésta proviene de los gobernantes actuales o de los posibles candidatos. A mayores restricciones se limita el poder de acción de todas las posibles fuentes de incertidumbre en una elección. Por otro lado, no se observan diferencias con el promedio del EMBIG después de la elección y tampoco el efecto marginal de las restricciones presenta coeficientes significativos. De hecho, las estimaciones punto se acercan bastante a cero en magnitud, a diferencia de los coeficientes preelectorales, por lo que la elección provoca un ciclo en los riesgos soberanos. El coeficiente de las restricciones al Ejecutivo sólo es significativo para el segundo mes del periodo preelectoral, aunque para el mes anterior a la elección tiene una magnitud similar. Esto podría deberse a que la incertidumbre respecto de los resultados es mayor cuando faltan todavía dos meses para que la elección se ejecute en comparación al mes previo, y por ello es que las restricciones son capaces de actuar de mejor manera al tener más incertidumbre para delimitar.

Además se realizan tests para que la suma de los coeficientes de la interacción y que todos estos coeficientes simultáneamente sean diferentes de cero. Se reportan las probabilidades de las hipótesis nulas -o valor-p, de que los coeficientes sean iguales a cero- en la parte inferior. La idea de las pruebas es medir el impacto que tengan en el conjunto del periodo preelectoral. Estos tests nos indican que la suma de los coeficientes de la interacción antes de la elección es diferente de cero para la Tabla 1 en la columna (3), y en menor medida en las columnas (2) y (4), pero tienen un mayor valor-p para la Tabla 2 debido al menor coeficiente del tercer mes anterior a la elección. No obstante, es claro que el efecto preelectoral es importante por la magnitud de los coeficientes y las significancias individuales.

Para interpretar las estimaciones notemos que los coeficientes estimados de los meses antes y después de la elección -los β_{2t} de la ecuación 8- son los que tomaría un país con restricciones al Ejecutivo de cero. El índice de restricciones al Ejecutivo toma valores desde 1 a 7, pero en la muestra encontramos valores desde 3 a 7. Esto significa que el efecto real de la elección dependerá del nivel de restricciones, aunque lo anterior que no aplica para el efecto marginal de la interacción, que es efectivamente significativo para toda la muestra. Las figuras 1 y 2 nos ayudan a entender los efectos marginales mediante un gráfico del nivel del EMBIG como

desviación de su promedio país contra el promedio de las restricciones al Ejecutivo para uno y dos periodos antes de la elección y para justo después de ésta. En las figuras, la línea roja gruesa representa el promedio de las desviaciones para cada nivel de restricciones; las líneas más pequeñas a los lados representan el intervalo al 95% de confianza y la línea azul es el promedio no condicionado en las restricciones. Naturalmente, la pendiente de la línea roja es el coeficiente estimado para la interacción y la altura el verdadero impacto de la elección. La Figura 1 muestra un efecto positivo de la elección sobre el EMBIG y significativo para restricciones en promedio menores a 5.7 en ambos períodos preelectorales. Consecuente con la estimación expuesta, la Figura 2 no muestra diferencias significativas para ningún valor de las restricciones, tanto en la media condicionada a las restricciones como en la media no condicionada respecto del promedio país.

Dos asuntos relevantes en los resultados explicados son la posible endogeneidad de la selección de entrada al EMBIG y la de las elecciones. Primero, como fue discutido en la metodología empírica, para evitar el problema de la selección de entrada se vuelve a estimar la ecuación 8 pero excluyendo los dos primeros años desde que cada país se incorporó al EMBIG. Los resultados de este chequeo de robustez se reportan en la Tabla C.3, tanto para la estimación por mínimos cuadrados como para la variable instrumental con controles. Los coeficientes son similares a los de las Tablas 1 y 2 pero algo más grandes en magnitud, lo que se puede deber a que en algún grado los países con menores restricciones trataron de entrar para bajar sus tasas con una mayor demanda; por lo tanto, aumentando el promedio del EMBIG en las Tablas 1 y 2. Respecto de la endogeneidad de las elecciones, primero se identifican las elecciones que no fueron realizadas según calendario y luego se estima excluyendo de la muestra el periodo de la ventana de los 6 meses que podría durar su efecto, y se estima únicamente con las elecciones predeterminadas. El resultado del procedimiento se reporta en la Tabla C.4, donde se muestra que los coeficientes son muy parecidos a los de las anteriores tablas, con lo que podemos descartar que sea una endogeneidad en la elección o una selección de entrada lo que esté empujando los resultados de las Tablas 1 y 2. Además, la Tabla C.5 muestra la estimación tomando en cuenta los dos aspectos recién considerados. Los resultados entonces son robustos a las elecciones endógenas y al posible sesgo por la selección de entrada.

V.2. Determinantes políticos del ciclo electoral

En las Tablas 3 y 4 se presentan los resultados de la estimación de la ecuación 9 para el promedio de las restricciones -para el nivel véanse las Tablas C.6 y C.7-. Las tablas dividen a los mecanismos en dos. En la Tabla 3 encontramos los que podrían potenciar los incentivos de la elección para los candidatos en periodo preelectoral. Si los candidatos tienen incentivos más fuertes, será más importante el rol de las restricciones para poder amortiguar el impacto de la elección, ya que tienen una mayor probabilidad de ser necesarias. Por otro lado, en la Tabla 4 están las fortalezas de la oposición que impactan directamente a través de las restricciones al Ejecutivo, tanto antes como después de la elección. Ambas tablas muestran las pruebas de la hipótesis conjunta para que los coeficientes de las triples interacciones sean diferentes de cero, y también para la suma, al igual que en las Tablas 1 y 2.

Comenzando por la Tabla 3, en una elección más polarizada, indistintamente de la motivación del ciclo esperaríamos que aumente el riesgo soberano. En el ciclo oportunista, aumentaría debido a los mayores incentivos que tendría el gobernante pues perdería más en un escenario polarizado si no sale electo, ya sea porque podrían implementarse políticas muy diferentes a las que él querría o bien por la mayor confrontación

política (Alt & Lassen (2006)). En cambio en el ciclo revertido, existiría mayor varianza entre las políticas propuestas por los candidatos. Las restricciones se encargarían de limitar ambos escenarios y tendrían mayores oportunidades para actuar, al oportunista se le dificultará más ejercer la conducta y las políticas propuestas tendrán un menor rango plausible. En la columna (1) se muestra un consecuente aumento de los spreads en el momento previo a la elección en elecciones más polarizadas, y cómo éste disminuye con mayores restricciones al Ejecutivo. Además, la interpretación de las interacciones depende de si el Gobierno es de izquierda y el Parlamento de derecha o al revés. La variable de polarización toma valores positivos si la derecha restringe a la izquierda y negativos en el caso contrario. Entonces, el Parlamento de derecha usa las restricciones de forma en que el riesgo disminuye, pero en el caso contrario los coeficientes cambian de signo. La Tabla C.8 hace explícita esta diferencia estimando por separado si es la izquierda o la derecha quien está en el poder.

En el ciclo revertido, el efecto esperado de la competencia electoral es que ésta aumente la incertidumbre de la elección bajo las condiciones de una mayor dificultad de prever quién será el ganador. En el ciclo oportunista, el gobernante enfrentará mayores incentivos para su conducta en una elección estrecha. No obstante, en el caso del oportunista la mayor competencia podría ser reflejo de un mejor sistema electoral que conduce a menores incentivos y para el ciclo revertido podría ser reflejo de un mayor parentesco entre los candidatos -lo que disminuye la importancia de saber quién será elegido-. La columna (2) muestra que el efecto vuelve a depender de cuán restringido esté el Ejecutivo, pues si éste no está restringido, el efecto de la competencia es positivo, pero a medida crecen las restricciones se disminuye la incertidumbre respecto de una mayor competencia, porque la interacción con las restricciones al Ejecutivo tiene signo negativo. El coeficiente estimado corresponde a la disminución en 1% en el margen de victoria por sobre el margen promedio, siendo no significativo. Las posibles fuerzas contrarias en la competencia electoral son las que pueden estar evitando que la estimación sea significativa.

El comportamiento preelectoral del incumbente que tiene la posibilidad de ser reelegido puede verse determinado por esta situación. Con la opción de la reelección, el gobernante que decida ejercer un ciclo económico oportunista tendrá que hacerse cargo de las consecuencias de sus acciones una vez que la elección le sea favorable, por lo que podría escoger abstenerse del comportamiento oportunista para cuidar su reputación. Para un ciclo revertido la posibilidad de reelección depende más bien del gobernante que se esté postulando; si los inversionistas reconocen su probidad el efecto esperado sería negativo, pero en el caso contrario sería positivo. La columna (3) de la Tabla 3 muestra que la reputación tiene un impacto positivo para el mes anterior, pero negativo para dos y tres meses anteriores, en tanto que para interacción, el efecto es negativo en el mes anterior y positivo en el segundo y tercer mes previo a la elección. Ningún coeficiente es significativo. La interpretación es igual de ambigua que los resultados. El problema con la estimación de la reputación es la falta de variaciones en las reglas de reelección de los países y las consecuencias son errores estándar más grandes debido a una colinealidad con las variables con las que se interactúa.

Una vez entendidos los incentivos que puedan potenciar el efecto de las elecciones en donde hay más espacio para que las restricciones desempeñen un rol importante, se procederá a revisar cómo las características de la oposición pueden determinar cuando las restricciones están percibidas como activas por los inversionistas. La oposición puede jugar un rol relevante tanto antes como después de la elección al evitar conductas como las del ejemplo de la elección de Argentina el 2015, por lo que la interacción con estas variables es a través de toda la ventana del ciclo, en contraposición a los mecanismos preelectorales previos. La Tabla 4 será

la encargada de identificar el efecto de las características de la oposición. A pesar de que se incluye la interacción con los tres meses siguientes a la elección, los coeficientes no se reportan por espacio, y porque no sólo no son significativos, sino que en magnitud son muy cercanos a cero para todas las columnas.

La columna (1) muestra que si la oposición tiene más asientos que el Gobierno en el Parlamento las restricciones al Ejecutivo disminuyen con mayor intensidad la incertidumbre de la elección. Para la interpretación los coeficientes de la columna (1) muestran el efecto de que la oposición tenga controlado el 100% del Parlamento, donde todos los coeficientes son negativos y la baja en los spreads es significativa al 10% para el tercer mes previo a la elección. Si el Gobierno es quien tiene en su control el 100% del Parlamento el coeficiente cambia de signo y las mejores restricciones no sólo no son suficientes para tranquilizar a los inversionistas sino que más bien se vuelven obsoletas para este fin.

Las columnas (2) y (3) continúan con la caracterización de la fortaleza de la oposición mediante el índice de concentración y la fragmentación de ésta. La intuición se cumple en cuanto a que mientras mayor sea la concentración de la oposición, mejor pueden ejercer las restricciones. Lo mismo sucede cuando ella esté menos fragmentada, debido a que en ambos casos puede coordinar mejor la acción parlamentaria y votar en bloque para acotar los objetivos del Gobierno. Los resultados son congruentes con esta idea y muestran un gran impacto para el segundo mes anterior a la elección cuando se tiene una oposición poco fragmentada y concentrada. Nuevamente, la interpretación de los coeficientes de alrededor de -0.75 es el valor que toma de una oposición perfectamente concentrada o perfectamente no fragmentada -conformada por un solo partido-.

La columna (4) muestra el impacto que tiene el índice de balance y control a través de las restricciones en el periodo preelectoral. A medida que este índice es mayor, más son las instancias en donde se puede desplegar el balance y control que es ejercido a través de las restricciones al Ejecutivo. Los resultados aquí son significativos al 5% para el segundo mes previo a la elección, y en menor medida para el mes anterior, con el signo negativo esperado. La interpretación de este resultado es que por cada aumento en el índice -o lugar donde se pueden ejercer las restricciones y que en la práctica toma valores de 1 a 6-, el efecto marginal sobre los spreads es de -0.157 para el mes anterior y -0.183 para dos meses antes.

En síntesis, la Tabla 4 nos muestra que al ser las restricciones al Ejecutivo ejercidas por grupos políticos, la fortaleza de la oposición a la hora de tranquilizar la incertidumbre de los inversionistas juega un rol relevante y económicamente importante. En el fondo lo que importa son las percepciones de los inversionistas, pues son ellos los que en conjunto determinan el precio del bono soberano. Los inversionistas no observan el índice de restricciones al Ejecutivo, observan las políticas que el Ejecutivo promueve y anticipa las que podrá promover, lo que está en gran medida relacionado con cuánta oposición debe enfrentar. Ambas son condiciones necesarias para la tranquilidad del inversionista, las reglas del juego que equilibre los poderes y la existencia de la oposición fuerte que sea capaz de organizarse y pueda ejercerlas. Además, como las políticas de derecha dan mayor tranquilidad a los inversionistas, las restricciones al Ejecutivo tienen un valor agregado en el contexto de que la derecha sea la que restrinja a la izquierda.

Tras haber identificado el efecto con la discusión de la causalidad y exogeneidad de los regresores, y de examinar los mecanismos, se procederá a probar cuáles son la o las motivaciones dentro las estudiadas en la parte teórica que se ajustan mejor a la evidencia.

V.3. Enfoque predominante del CPE

El objetivo de este bloque no es determinar que el efecto ocurre por una motivación u otra, ya que es difícil descartar la presencia de cada una de las motivaciones estudiadas, pues cada país tiene su propio perfil en cuanto al funcionamiento de la política. Más bien, es determinar cuál es la que en promedio predomina, sin negar la existencia de las otras. Tampoco se busca distinguir si existe o no en la muestra cualquier forma de oportunismo político, pues lo que importa es si éste realmente es capaz de afectar los riesgos soberanos. La importancia de descubrir cuál es el enfoque que predomina está en entender cómo actúan las restricciones, si prohíben que la expansión fiscal tenga lugar bajo un comportamiento oportunista o si limitan a los candidatos y moderan las políticas propuestas que puedan ser percibidas como riesgosas para los inversionistas, más aún cuando no saben quién será elegido.

Primero se analizará cuáles son los enfoques que encajan mejor con la evidencia hasta ahora presentada y después se realizarán las pruebas descritas en la metodología. Comenzando por el ciclo ideológico, es claro que la evidencia no nos muestra señales de su predominancia, pues el efecto en los spreads es preelectoral y no hay impacto después de la elección. Además, la regresión controla por los gobiernos de izquierda, si la motivación principal fuera la ideología el ciclo podría dejar de existir o suavizarse al controlar por esta variable, cosa que no ocurre cuando comparamos las columnas (1) y (3) con las (2) y (4) de las Tablas 1 y 2. Para distinguir entre los otros enfoques principales del ciclo revertido u oportunista, los mecanismos de las Tablas 3 y 4 podrían ser de utilidad. La competencia electoral no nos ayudan a distinguir pues tiene predicciones similares en ambos ciclos, pero la ambigüedad de la reputación calza mejor con el ciclo revertido donde el efecto depende del candidato a reelegirse. La polarización, al tener la no linealidad respecto de si es la izquierda o la derecha quien gobierna, es un argumento contra el ciclo oportunista, que bajo cuyas fuerzas la distinción anterior no debería existir y debería tener el mismo impacto sin importar quién gobierna. A esto se le suma el efecto nulo que tienen las características de la oposición después de la elección.

A continuación se presenta el resultado de las pruebas planteadas en la sección III.2.2.. Primero, se examina la existencia de un ciclo político en aquellos controles que no se pudo incluir en la estimación base debido al problema de los malos controles. Los resultados de la estimación de la ecuación 10 se muestran en la Tabla 5²⁶. Si existe un ciclo oportunista donde el gobernante hace uso del fisco para señalar su competencia, y para que este ciclo sea congruente con las Tablas 1 y 2, deberíamos observar un aumento del gasto fiscal o una disminución en los ingresos²⁷. En la Tabla 5 observamos exactamente lo contrario; al momento de la elección el gasto cae y los ingresos se elevan tanto para la estimación de mínimos cuadrados como para la de variable instrumental, lo que es más bien evidencia a favor de los ciclos políticos de austeridad. Esta teoría desarrollada para países de Latinoamérica supone que los gobiernos que tienen sus deudas en el mercado internacional de bonos -a diferencia de los préstamos bancarios- adquieren mayores restricciones financieras que no les permiten actuar de manera oportunista, lo que es consecuente con la incorporación de estos países al EMBIG. Al ser el coeficiente de la estimación punto cercano a cero y muy ineficiente, es probable que sea un ciclo austero lo que esté -débilmente- presente. El análisis es similar para la brecha de producto e inflación, donde la estimación de variables instrumentales muestra una pequeña estimación punto con grandes errores estándar asociados.

²⁶ En la Tabla C.9 se estima la ecuación 11, que examina el efecto de los mismos canales que se analizan para potenciar los incentivos de la elección y de las restricciones en la parte anterior.

²⁷ Recordemos que las variables de interés para las variables fiscales son los errores de la ecuación 12, que representa una medida de variables fiscales discrecionales.

La segunda prueba propuesta era observar la dinámica y ver qué tan rápido se estabilizaba la incertidumbre del ciclo preelectoral, con el argumento de que el efecto del ciclo oportunista pudiera durar un tiempo después de la elección por las consecuencias que significó mover las variables fiscales, o las otras razones presentadas en la teoría como las posibles rigideces ocasionadas, en tanto si el ciclo es revertido la incertidumbre knightiana debería desaparecer al momento de la elección. El tercer test de las Tablas 1 y 2 mide la diferencia de los coeficientes en t -i.e. justo después de la elección- con $t + 3$. El argumento es que si esta diferencia es cero, la incertidumbre cayó todo lo que tenía que caer en t . Observamos que la probabilidad de la hipótesis nula bordea el 90% sin importar qué tabla o columna se mire. Todo este argumento se sustenta si el cambio de mando ocurre en al menos un mes después de la elección. Para la muestra de que se dispone, si miramos los países donde la transición no es instantánea, el promedio del cambio de mando ocurre tras 54 días después de la elección, y si los incluimos en el promedio éste baja a 42 días.

Por estas razones la preponderancia del ciclo revertido es probable debido a que tanto las dos pruebas como los mecanismos analizados calzan mejor con este enfoque, aunque no se pueda descartar completamente el ciclo político oportunista por las razones antes explicadas. Es una cuestión empírica cuál ciclo predomina dependiendo de la muestra que se utilice. Sin duda está presente el ciclo oportunista, si estimáramos un ciclo político exclusivamente para un país como Argentina lo más probable es que todas las pruebas apunten al oportunismo como la mayor motivación, pero las pruebas planteadas aquí sugieren que en la muestra predomina más -y en promedio- el ciclo revertido que el oportunista. Esto significa que el rol que juegan las restricciones al Ejecutivo es limitar la varianza de las políticas propuestas, de tal manera que disminuyen la incertidumbre knightiana que perciben los inversionistas en el evento de una elección.

VI. Conclusión

Se entiende por ciclos electorales la modificación de variables económicas -ya sea directa o indirectamente- por los incumbentes que postulan al Gobierno en una elección del Ejecutivo. La respuesta cíclica se debe a que los incentivos y sus implicancias son diferentes antes que después de la elección. La extensa literatura se enfoca desde la teoría en encontrar los incentivos que subyacen en estos ciclos, principalmente examinando las causas de oportunismo e ideología. La evidencia empírica respalda la hipótesis que los ciclos dependen en buena medida de la institucionalidad vigente en el país, aunque por lo general la evidencia es débil por la limitación que supone el uso de datos anuales o trimestrales.

El estudio de los ciclos políticos económicos había concentrado sus esfuerzos hasta ahora en entender las circunstancias por las cuales se producen los ciclos en el gasto o el ingreso fiscal, o en componentes más específicos como salud, educación e infraestructuras y basándose en el enfoque de cómo un político afecta directamente mediante el uso de sus facultades al fisco. Es escaso el desarrollo tanto teórico como empírico del enfoque revertido, que defiende la idea de que los candidatos impactan indirectamente aspectos económicos como la inversión. Por otro lado, típicamente en los ciclos condicionados en instituciones políticas se examina la correlación de mínimos cuadrados, lo que puede ser víctima de endogeneidad y estimaciones con coeficientes sesgados.

La pregunta, entonces, de cuál es el impacto causal de la elección y las restricciones al Poder Ejecutivo sobre los riesgos soberanos puede ser respondida acorde con la intuición, la que nos dice que la elección como

fuerza de incertidumbre debería tener un impacto positivo, y luego las mayores restricciones se encargarían de disminuir la incertidumbre de las elecciones, por tanto el efecto marginal será la baja en los riesgos soberanos. Este trabajo se encarga de ver que la intuición es correcta, mediante una muestra de 16 democracias emergentes entre los años 1993 y 2012. Los resultados muestran que el riesgo soberano medido como logaritmo del EMBIG se encuentra 1.3 unidades por sobre el promedio histórico para un país no restringido, y a medida que aumentan las restricciones éste baja en -0.22 por nivel adicional.

Tras haber identificado el efecto, el análisis se centra en posibles potenciadores de los incentivos que implica una elección para los candidatos, caracterizando las circunstancias en las que ésta se lleva a cabo. Una elección que enfrenta mayores incentivos tendrá mayor impacto en la percepción del riesgo, y en este contexto las restricciones al Ejecutivo podrían jugar un rol más importante. En particular si la elección se pronostica más competitiva o bien en un ambiente más polarizado, se esperarían mayores incentivos en los ciclos oportunistas y revertidos para un aumento del riesgo soberano. Lo que se encuentra es una débil evidencia a favor de esta idea, al igual que para la reelección.

A continuación se aborda el tema de la fortaleza de la oposición, que en la muestra es la encargada de ejercer las restricciones al Ejecutivo. Las restricciones son el marco legal que se configura en las sociedades, pero éstas no son activas si no hay una instancia que se encargue de ejercer las facultades. La mayor fortaleza de la oposición es su capacidad para actuar como bloque, siempre que tenga un número suficientes de asientos en el Parlamento, lo que provocaría una diferencia importante en cuanto a la aplicación de las restricciones. Esto sería percibido positivamente por los inversionistas, quienes observan en última instancia la variación en las políticas anunciadas e implementadas y en base a esto en conjunto conciben el precio de los bonos soberanos.

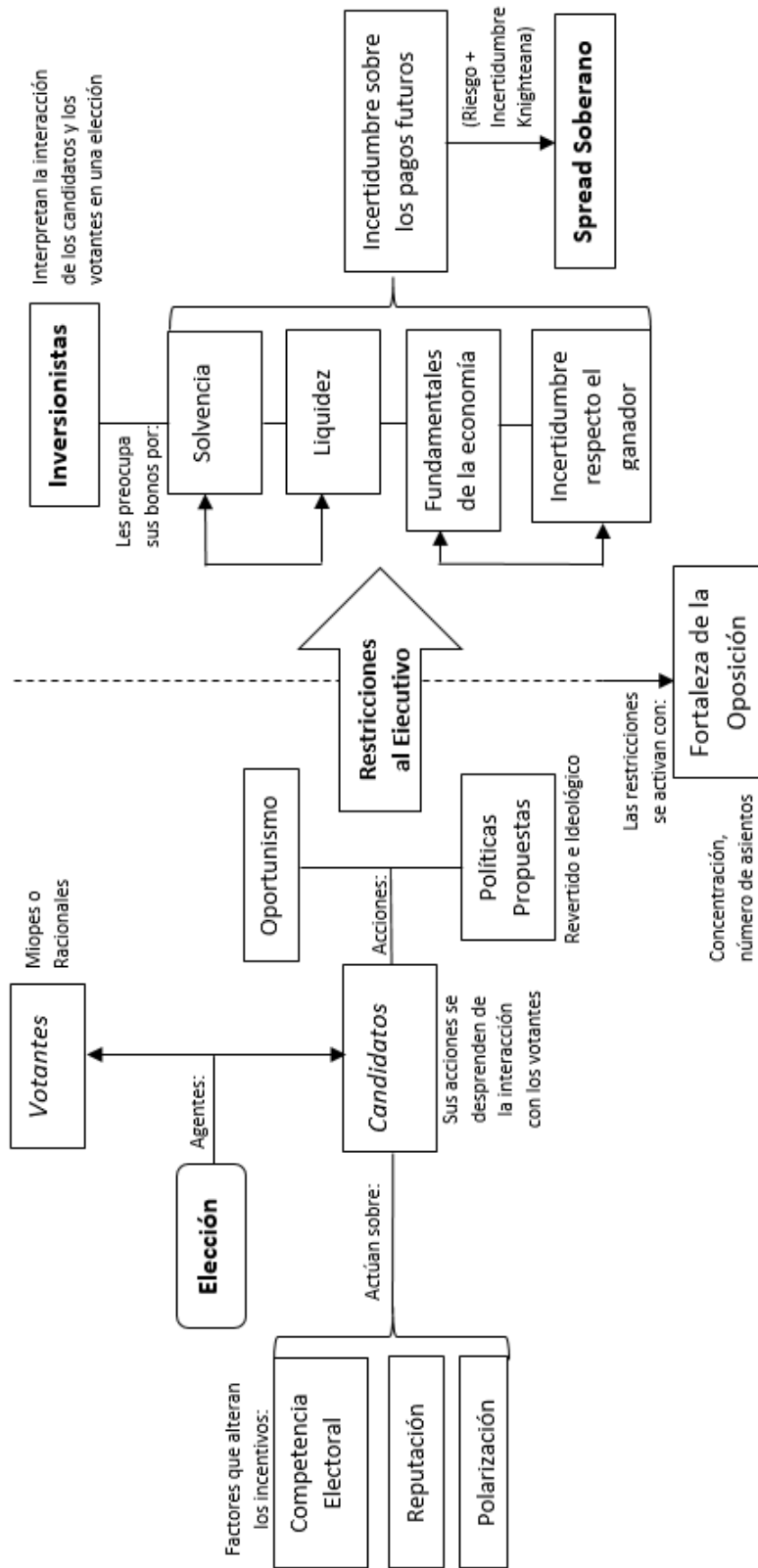
Finalmente, la discusión acerca de cuál podría ser el enfoque que predomina, ya sea la ideología, el oportunismo o el ciclo revertido, tiene por objetivo descubrir cómo actúan las restricciones al Ejecutivo para la muestra. La evidencia encontrada no es consistente con el enfoque ideológico, aunque no se puede ser concluyente en cuanto a la distinción entre el ciclo oportunista y el revertido. Probablemente ambos estén presentes en distinta medida, pero por las pruebas realizadas que encuentran escasa evidencia en los ciclos sobre variables fiscales y una baja instantánea en la incertidumbre, es más probable que en promedio el ciclo revertido tenga una mayor importancia en la muestra, por lo que las restricciones al Ejecutivo evitan que se promuevan algunas políticas y disminuyen la incertidumbre knightiana del problema.

Referencias

- Acemoglu, D., Johnson S. & Robinson. J.** 2001. The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation. *American Economic Review*, 91(5) 1369-1401.
- Aguirre, A.** 2013. Rebellions, Technical Change, and the Early Development of Political Institutions in Latin America. Working Papers Central Bank of Chile 688, Central Bank of Chile.
- Akhmedov, A. & Zhuravskaya, E.** 2004. Opportunistic Political Cycles: Test in a Young Democracy Setting. *The Quarterly Journal of Economics*, 119(4), 1301–1338.
- Akitoby, B. & Stratmann, T.** 2008. Fiscal Policy and Financial Markets. *The Economic Journal*, 118, 1971–1985.
- Akitoby, B. & Stratmann, T.** 2010. The value of institutions for financial markets: evidence from emerging markets. *Review of World Economics*, 146(4), 781.
- Alesina, A.** 1987. Macroeconomic Policy in a Two-Party System as a Repeated Game. *Quarterly Journal of Economics*, August, 651–678.
- Alesina, A.** 1988. Macroeconomics and Politics. NBER Macroeconomics Annual, Stanley Fischer. Cambridge, MA: The MIT Press.
- Alesina, A. Roubini, N. Cohen, G.** 1997. Political Cycles and the Macroeconomy. MIT Press, Cambridge, MA.
- Alt, J. & Lassen, D.** 2006. “Transparency, Political Polarization, and Political Budget Cycles in OECD Countries.” *American Journal of Political Science*, 50(3) 530–50.
- Alt, J. & Rose, S.** 2009. Context-conditional political budget cycle. The Oxford handbook of Comparative politics. Oxford University Press.
- Angrist, J. & Pischke, S.** 2008. Mostly Harmless Econometrics: An Empiricist’s Companion. *Princeton University Press*, Princeton, NJ.
- Atkeson, A.** 1991. International Lending with Moral Hazard and Risk of Repudiation. *Econometrica*, 59(4), 1069–89.
- Baldacci, E. Gupta, S. & Mati, A.** 2011. Political and Fiscal Risk Determinants of Sovereign Spreads in Emerging Markets. *Review of Development Economics*, 15(2) 251–263.
- Bartels, L.** 2008. Unequal Democracy: The Political Economy of the New Gilded Age. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Beck, T. Clarke, G. Groff, A. Keefer, P. & Walsh, P.** 2001. New tools in comparative political economy: The Database of Political Institutions. *World Bank Economic Review*, 15(1), 165–176.
- Besley, T. & Case, A.** 1995. Does electoral accountability affect economic policy choices? Evidence from gubernatorial term limits. *The Quarterly Journal of Economics*, 110(3), 769–798.
- Block, S. A. & Vaaler, P.M.** 2004. The price of democracy: sovereign risk ratings, bond spreads and political business cycles in developing countries. *Journal of International Money and Finance* 23, 917–946.

- Brender, A. & Drazen, A.** 2005. Political budget cycles in new versus established democracies. *Journal of Monetary Economics*, 1271–1295.
- Bulow, J. & Rogoff, K.** 1989. Sovereign debt: Is to forgive to forget? *The American Economic Review*, 79(1), 43-50.
- Caballero, R. & Krishnamurthy, A.** 2008. “Collective Risk Management in a Flight to Quality Episode” *Journal of Finance*, 63(5), 2195-2230.
- Canes-Wrone, B. & Park, J-K.** 2012. Electoral Business Cycles in OECD Countries. *American Political Science Review*, 106, 103-122.
- Camacho, A. & Conover, E.** 2011. Manipulation of Social Program Eligibility. *American Economic Journal: Economic Policy*, 3(2), 41–65.
- Downs, A.** 1957. An economic theory of democracy. New York: Harper and Row.
- Drazen, A. & Eslava, M.** 2010. Electoral manipulation via voter-friendly spending: theory and evidence. *Journal of Development Economics*, 92, 39–52.
- Edwards, S.** 1984. LDC’s foreign borrowing and default risk: an empirical investigation. *American Economic Review*, 74(4), 726–34.
- Feder, G. & Just, R.** 1977. An Analysis of Credit Terms in the Eurodollar Market. *European Economic Review* 9, 221-43.
- Fernández-Villaverde, J., Guerrón-Quintana, P., Rubio-Ramírez, J.,F., & Uribe, M.** 2011. Risk matters: The real effects of volatility shocks. *The American Economic Review*, 101(6), 2530-2561.
- Frieden, J., Ghezzi P., Stein, E.** 2001. “Politics and Exchange Rates: A Cross-country Approach to Latin America.” *The Currency Game: Exchange Rate Politics in Latin America*, eds. Jeffrey Frieden and Ernesto Stein. Baltimore: Johns Hopkins University Press.
- González-Rozada, M. & Levy Yeyati, E.** 2008. Global Factors and Emerging Market Spreads. *The Economic Journal*, 118, 1917-36.
- Grossman, H. I. & Van Huyck, J.,B.** 1988. Sovereign debt as a contingent claim: Excusable Default, Repudiation and Reputation. *The American Economic Review*, 78(5), 1088-97.
- Heckelman, J. & Berument, H.** 1998. “Political Business Cycles and Endogenous Elections.” *Southern Economic Journal*, 64(4), 987–1000.
- Hibbs, D.** 1977. Political parties and macroeconomic policy. *American Political Science Review*, 71(4) 1467–1487.
- Hilscher, J. & Nosbusch, Y.** 2010. Determinants of Sovereign Risk: Macroeconomic Fundamentals and the Pricing of Sovereign Debt. *Review of Finance* 14 (2), 235-262.
- Ito, T.** 1990. “The Timing of Elections and Political Business Cycles in Japan.” *Journal of Asian Economics* 1(1): 135–56.

- Kaplan, S.** 2010. "From Local Lending to 24-hour Trading: The Politics of Global Finance in Latin America." *George Washington University*.
- Knight, F.** 1921. *Risk, Uncertainty and Profit*. Houghton Mifflin, Boston.
- Leblang, D.** 2003. "To Defend or to Devalue: The Political Economy of Exchange Rate Policy." *International Studies Quarterly*, 23(4) 533–59.
- Lindbeck, A.** 1976. Stabilization policies in open economies with endogenous politicians. *American Economic Review Papers and Proceedings* 66, 1–19.
- Longstaff, F. A., Pan, J., Pedersen, L. H., & Singleton, K. J.** 2011. How sovereign is sovereign credit risk? *American Economic Journal. Macroeconomics*, 3(2), 75-103.
- MacRae, D.** 1977. A Political Model of the Business Cycle. *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, 85(2), 239–263.
- Milesi-Ferreti, G. & Razin A.** 1996. "Current Account Sustainability" *Princeton Studies in International Finance*, 81.
- Nordhaus, W.D.** 1975. The political business cycle. *Review of Economic Studies*, 42, 169–190.
- North, D.C. & Weingast, B.R.** 1989. Constitutions and Commitment: Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth Century England. *Journal of Economic History*, 49, 803-832.
- Persson, T., & Tabellini, G.** 2002. Do electoral cycles differ across political systems? Working Papers 232, IGER (Innocenzo Gasparini Institute for Economic Research), Bocconi University.
- Price, S.** 1998. "Comment on 'The Politics of the Political Business Cycle.'" *British Journal of Political Science*, 28(1) 201–10.
- Reid, B.** 1998. "Endogenous Elections, Electoral Budget Cycles and Canadian Provincial Governments" *Public Choice*, XCVII, 35-48.
- Rogoff, K.** 1990. Equilibrium political budget cycles. *The American Economic Review*, 80, 21–36.
- Santa-Clara, P. and Valkanov, R.** 2003. The Presidential Puzzle: Political Cycles and the Stock Market. *The Journal of Finance*, 58, 1841–1872.
- Schultz, K.** 1995. "The Politics of the Political Business Cycle." *British Journal of Political Science*, 25(1) 79–99.
- Stein, E. & Streb, J.** 2004. "Elections and the Timing of Devaluations." *Journal of International Economics* 63 (1): 119–45.
- Tufte, E.** 1978. *Political Control of the Economy*. Princeton University Press, Princeton, NJ.



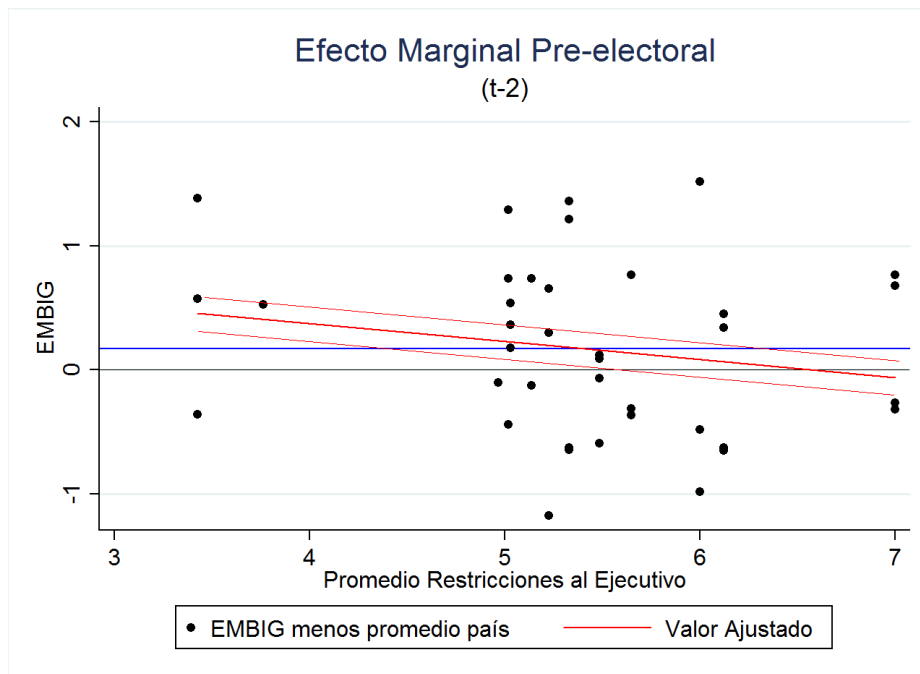
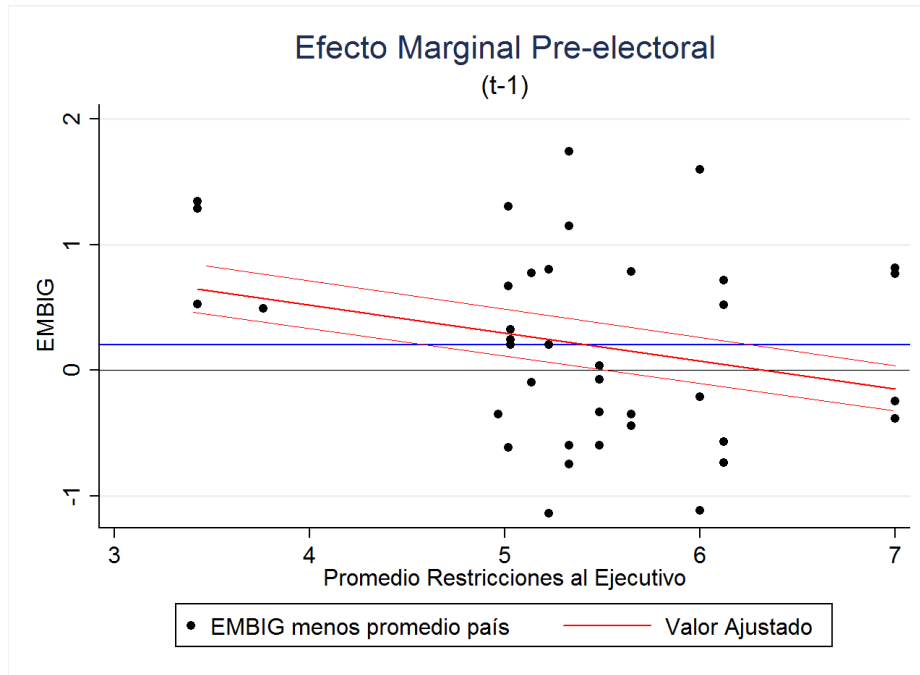
Cuadro 1: Mecanismos políticos: Distintos enfoques del ciclo electoral y restricciones al Ejecutivo

	Competitividad Electoral	Reputación	Polarización
Ciclo Político Económico Ideológico (Miope)	Sin Efecto	Sin Efecto	Aumenta el ciclo postelectoral
Ciclo Político Económico Ideológico (Racional)	Sin Efecto	Sin Efecto	Aumenta el ciclo postelectoral
Ciclo Político Económico Oportunista (Miope)	Aumenta la expansión y por tanto la incertidumbre preelectoral	Aumenta la expansión y por tanto la incertidumbre preelectoral	Aumenta la expansión y por tanto la incertidumbre preelectoral
Ciclo Político Económico Oportunista (Racional)	Aumenta la expansión y por tanto la incertidumbre preelectoral	Disminuye la expansión preelectoral	Aumenta la expansión y por tanto la incertidumbre preelectoral
Devaluación en Ciclos Electorales ²⁸	Sin Efecto	Se potencia la devaluación posterior	Sin Efecto
Austeridad en Ciclos Electorales ²⁹	Sin Efecto	Se potencia la austeridad	Sin Efecto
Ciclo Político Económico Revertido	Aumenta la incertidumbre preelectoral	Efecto depende del incumbente	Aumenta la incertidumbre preelectoral
Restricciones al Ejecutivo	Incrementa el efecto atenuador	Efecto Ambiguo dependiendo de la motivación del ciclo	Incrementa el efecto atenuador

²⁸En este ciclo los incentivos están puestos para retrasar la devaluación, sin importar la competencia o polarización.

²⁹En Kaplan (2010) no se predice que el ciclo dependa de ninguno de estos factores.

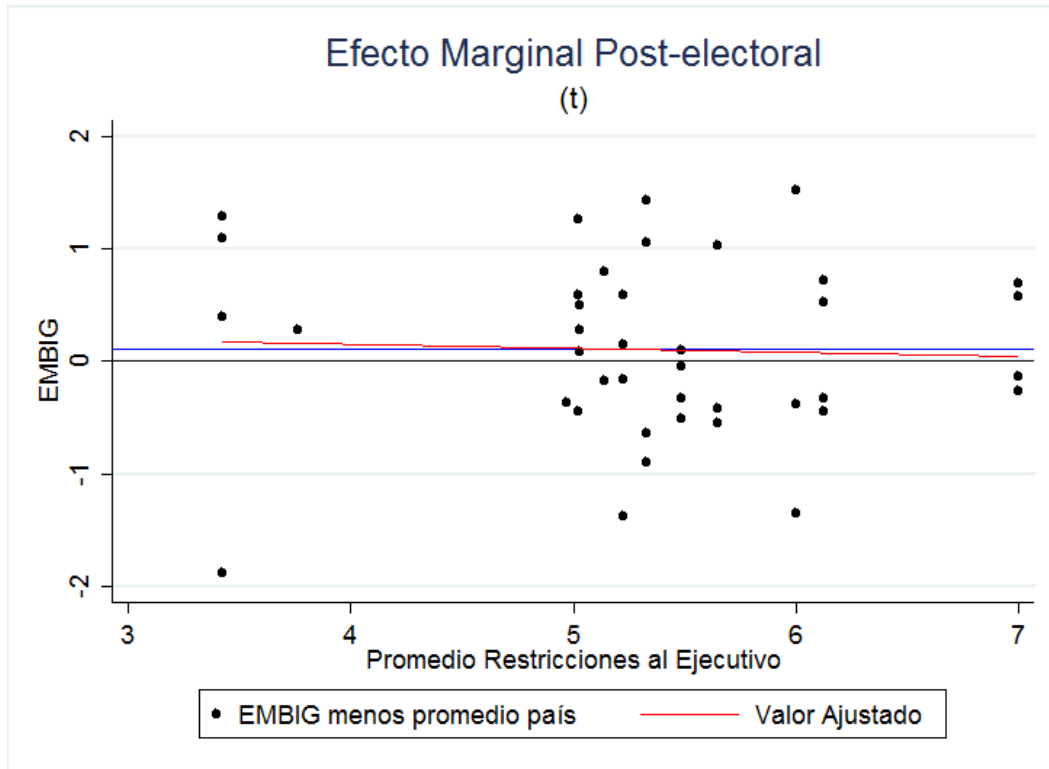
Figura 1



*La línea azul corresponde al promedio del periodo.

**La línea negra en 0 es el promedio histórico del país; por tanto, cada punto negro representa las desviaciones del logaritmo del EMBIG con respecto al promedio del país correspondiente.

Figura 2



*La línea azul corresponde al promedio del periodo.

**La línea negra en 0 es el promedio histórico del país; por tanto, cada punto negro representa las desviaciones del logaritmo del EMBIG con respecto al promedio del país correspondiente.

Tabla 1: OLS

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	EF	EF y Controles	EF	EF y Controles
Elección _{it+3}	0.0487 (0.520)	0.410 (0.405)	0.430 (0.599)	0.366 (0.455)
Elección _{it+2}	0.223 (0.651)	0.354 (0.580)	0.212 (0.576)	0.119 (0.421)
Elección _{it+1}	0.242 (0.662)	0.378 (0.600)	0.300 (0.563)	0.214 (0.425)
Elección _{it}	0.336 (0.677)	0.512 (0.596)	0.411 (0.663)	0.342 (0.497)
Elección _{it-1}	0.765 (0.615)	0.948 (0.622)	1.115** (0.550)	0.888* (0.504)
Elección _{it-2}	0.815 (0.578)	1.120* (0.595)	1.228*** (0.472)	1.267*** (0.437)
Elección _{it-3}	0.0895 (0.701)	0.318 (0.756)	0.0639 (0.743)	0.130 (0.827)
Elección*Rest.Ejec. _{it+3}	0.0124 (0.0797)	-0.0451 (0.0623)		
Elección*Rest.Ejec. _{it+2}	-0.0157 (0.102)	-0.0344 (0.0917)		
Elección*Rest.Ejec. _{it+1}	-0.0193 (0.105)	-0.0381 (0.0952)		
Elección*Rest.Ejec. _{it}	-0.0413 (0.108)	-0.0676 (0.0957)		
Elección*Rest.Ejec. _{it-1}	-0.105 (0.0994)	-0.130 (0.100)		
Elección*Rest.Ejec. _{it-2}	-0.113 (0.0943)	-0.156 (0.0958)		
Elección*Rest.Ejec. _{it-3}	-0.00668 (0.114)	-0.0395 (0.120)		
Elección*Rest.Ejec. _{it+3}			-0.0575 (0.106)	-0.0427 (0.0821)
Elección*Rest.Ejec. _{it+2}			-0.0152 (0.102)	0.00483 (0.0770)
Elección*Rest.Ejec. _{it+1}			-0.0321 (0.101)	-0.0123 (0.0789)
Elección*Rest.Ejec. _{it}			-0.0603 (0.119)	-0.0444 (0.0924)
Elección*Rest.Ejec. _{it-1}			-0.181* (0.103)	-0.134 (0.0950)
Elección*Rest.Ejec. _{it-2}			-0.202** (0.0894)	-0.201** (0.0826)
Elección*Rest.Ejec. _{it-3}			-0.00334 (0.134)	-0.00982 (0.147)
D.Izquierda	-0.0287 (0.0391)	0.0418 (0.0379)	-0.0282 (0.0394)	0.0394 (0.0382)
Observaciones	2,080	2,080	2,080	2,080
R ²	0.008	0.138	0.011	0.138
Número de países	16	16	16	16
Pr > χ^2 (conjunto)	0.893	0.582	0.299	0.342
Pr > χ^2 (suma)	0.200	0.0705	0.0482	0.0797
Pr > χ^2 (diff)	0.802	0.899	0.946	0.943

Errores estándar robustos entre paréntesis

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Todas las estimaciones tienen efectos fijos país y tiempo

Se incluyen los controles para todos los meses, pero no se reportan

Tabla 2A: Primera Etapa del promedio de las Restricciones al Ejecutivo

Panel A: Primera Etapa sin controles							
VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	$t + 3$	$t + 2$	$t + 1$	t	$t - 1$	$t - 2$	$t - 3$
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it+3}$	-0.713*** (0.0373)	-0.000246 (0.00131)	-0.000220 (0.00163)	-0.00622 (0.00549)	-0.000544 (0.00128)	-0.000634 (0.00109)	-0.00463 (0.00350)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it+2}$	-0.00481 (0.00355)	-0.730*** (0.0457)	0.000272 (0.00146)	5.80e-05 (0.00218)	-0.00658 (0.00614)	-0.000272 (0.00125)	-0.000355 (0.00117)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it+1}$	0.00154 (0.00225)	-0.00574 (0.00468)	-0.760*** (0.0619)	0.000620 (0.00163)	0.00103 (0.00326)	-0.00728 (0.00736)	0.000196 (0.00125)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it}$	-0.00158 (0.00261)	0.00150 (0.00218)	-0.00565 (0.00456)	-0.760*** (0.0619)	0.000616 (0.00164)	0.00101 (0.00326)	-0.00725 (0.00737)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it-1}$	0.00269 (0.00371)	-0.00145 (0.00253)	0.00135 (0.00206)	-0.00589 (0.00457)	-0.760*** (0.0621)	0.000640 (0.00164)	0.000961 (0.00325)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it-2}$	0.00481 (0.00659)	0.00257 (0.00361)	-0.00148 (0.00247)	0.00118 (0.00207)	-0.00589 (0.00453)	-0.760*** (0.0621)	0.000672 (0.00165)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it-3}$	0.00405 (0.00350)	0.00487 (0.00665)	0.00253 (0.00358)	-0.00153 (0.00247)	0.00113 (0.00206)	-0.00588 (0.00452)	-0.760*** (0.0621)
Panel B: Primera Etapa con controles							
VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	$t + 3$	$t + 2$	$t + 1$	t	$t - 1$	$t - 2$	$t - 3$
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it+3}$	-0.732*** (0.0443)	8.11e-05 (0.00161)	-0.000596 (0.00255)	-0.00692 (0.00660)	-1.13e-05 (0.00138)	-0.000514 (0.00150)	-0.00240 (0.00376)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it+2}$	-0.00565 (0.00513)	-0.763*** (0.0602)	0.000104 (0.00186)	-0.000542 (0.00346)	-0.00713 (0.00787)	0.000320 (0.00139)	-0.000266 (0.00173)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it+1}$	0.00133 (0.00274)	-0.00551 (0.00507)	-0.763*** (0.0602)	0.000226 (0.00187)	0.000158 (0.00337)	-0.00715 (0.00771)	0.000262 (0.00138)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it}$	-0.00103 (0.00267)	0.000759 (0.00263)	-0.00510 (0.00484)	-0.763*** (0.0603)	0.000447 (0.00181)	0.000107 (0.00331)	-0.00648 (0.00765)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it-1}$	1.96e-05 (0.00338)	-0.00321 (0.00357)	-0.000630 (0.00313)	-0.00696 (0.00475)	-0.763*** (0.0589)	-0.00135 (0.00249)	-0.00154 (0.00511)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it-2}$	0.00389 (0.00670)	-0.000642 (0.00343)	-0.00374 (0.00372)	-0.000436 (0.00321)	-0.00623 (0.00455)	-0.763*** (0.0588)	-0.00154 (0.00269)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it-3}$	0.000587 (0.00413)	0.00322 (0.00669)	-0.000494 (0.00337)	-0.00333 (0.00365)	0.00297 (0.00478)	-0.00611 (0.00445)	-0.761*** (0.0588)
Observaciones	2,029	2,029	2,029	2,029	2,029	2,029	2,029
Número de países	16	16	16	16	16	16	16

Errores estándar robustos entre paréntesis

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Todas las estimaciones tienen efectos fijos país y tiempo

Se incluyen los controles en todos los meses para el panel B y las otras variables de la regresión en ambos.

La variable dependiente es la interacción entre la elección (después y antes) y el promedio de las restricciones al Ejecutivo para toda la muestra.

Tabla 2B: Segunda Etapa

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	VI	VI y Controles	VI	VI y Controles
Elección _{it+3}	1.141 (1.822)	0.894 (1.319)	0.593 (0.834)	0.486 (0.606)
Elección _{it+2}	0.880 (1.574)	-0.0127 (1.149)	0.481 (0.720)	0.0753 (0.528)
Elección _{it+1}	0.355 (1.688)	0.111 (1.120)	0.249 (0.776)	0.138 (0.514)
Elección _{it}	0.575 (1.753)	0.302 (1.201)	0.359 (0.842)	0.228 (0.572)
Elección _{it-1}	2.604** (1.325)	1.784 (1.167)	1.293** (0.591)	0.916* (0.524)
Elección _{it-2}	2.712** (1.123)	2.685*** (0.994)	1.334*** (0.488)	1.354*** (0.429)
Elección _{it-3}	-0.813 (1.958)	-0.830 (2.285)	-0.339 (0.928)	-0.312 (1.074)
Elección*Rest.Ejec. _{it+3}	-0.170 (0.299)	-0.126 (0.217)		
Elección*Rest.Ejec. _{it+2}	-0.122 (0.259)	0.0266 (0.190)		
Elección*Rest.Ejec. _{it+1}	-0.0372 (0.278)	0.00610 (0.186)		
Elección*Rest.Ejec. _{it}	-0.0772 (0.288)	-0.0318 (0.200)		
Elección*Rest.Ejec. _{it-1}	-0.410* (0.224)	-0.268 (0.197)		
Elección*Rest.Ejec. _{it-2}	-0.430** (0.191)	-0.418** (0.170)		
Elección*Rest.Ejec. _{it-3}	0.146 (0.323)	0.154 (0.376)		
Elección* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ _{it+3}			-0.0880 (0.150)	-0.0655 (0.109)
Elección* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ _{it+2}			-0.0626 (0.130)	0.0128 (0.0967)
Elección* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ _{it+1}			-0.0226 (0.140)	0.00192 (0.0950)
Elección* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ _{it}			-0.0486 (0.151)	-0.0235 (0.105)
Elección* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ _{it-1}			-0.214* (0.110)	-0.139 (0.0986)
Elección* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ _{it-2}			-0.222** (0.0922)	-0.217*** (0.0822)
Elección* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ _{it-3}			0.0711 (0.166)	0.0719 (0.192)
D.Izquierda	-0.0169 (0.0397)	0.0421 (0.0381)	-0.0187 (0.0398)	0.0395 (0.0382)
Observaciones	2,080	2,080	2,080	2,080
Número de países	16	16	16	16
Pr > χ^2 (conjunto)	0.270	0.321	0.205	0.256
Pr > χ^2 (suma)	0.113	0.241	0.108	0.230
Pr > χ^2 (diff)	0.974	0.922	0.971	0.916

Errores estándar robustos entre paréntesis

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Todas las estimaciones tienen efectos fijos país y tiempo

Se incluyen los controles para todos los meses, pero no se reportan

Tabla 3: Mecanismos Políticos en la elección

VARIABLES	(1) Polar	(2) Competencia	(3) Reelección
Elección*Polar _{it-1}	3.145 (2.072)		
Elección*Polar _{it-2}	3.390* (2.041)		
Elección*Polar _{it-3}	0.736 (2.287)		
Elec* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ *Polar _{it-1}	-0.570 (0.377)		
Elec* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ *Polar _{it-2}	-0.622* (0.377)		
Elec* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ *Polar _{it-3}	-0.131 (0.421)		
Elección*(Comp - $\overline{\text{Comp}}$) _{it-1}		0.0483 (0.0596)	
Elección*(Comp - $\overline{\text{Comp}}$) _{it-2}		0.00831 (0.0252)	
Elección*(Comp - $\overline{\text{Comp}}$) _{it-3}		-0.0445 (0.0674)	
Elec* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ *(Comp - $\overline{\text{Comp}}$)		-0.00850 (0.00998)	
Elec* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ *(Comp - $\overline{\text{Comp}}$)		-0.00208 (0.00452)	
Elec* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ *(Comp - $\overline{\text{Comp}}$)		0.00798 (0.0121)	
Reelección _{it-1}			1.608 (1.330)
Reelección _{it-2}			-0.512 (1.347)
Reelección _{it-3}			-2.440 (1.749)
Reelección* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ _{it-1}			-0.259 (0.251)
Reelección* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ _{it-2}			0.130 (0.256)
Reelección* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ _{it-3}			0.449 (0.324)
Observaciones	1,729	2,080	2,052
Número de países	15	16	16
Pr > χ^2 (conjunto)	0.172	0.707	0.370
Pr > χ^2 (suma)	0.0553	0.874	0.517

Errores estándar robustos entre paréntesis

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Todas las estimaciones tienen efectos fijos país y tiempo

Se incluyen los controles para todos los meses, pero no se reportan

Tabla 4: Mecanismos Políticos en las restricciones, características de la oposición

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	Asientos	Herfindhal	Fragmentación	Checks
Elec*Asientos* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it-1}$	-0.0691 (0.189)			
Elec*Asientos* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it-2}$	-0.109 (0.216)			
Elec*Asientos* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it-3}$	-0.835* (0.439)			
Elec*Herf.* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it-1}$		-0.691 (0.520)		
Elec*Herf.* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it-2}$		-0.771* (0.418)		
Elec*Herf.* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it-3}$		0.698 (0.829)		
Elec*Frac.* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it-1}$			-0.728 (0.506)	
Elec*Frac.* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it-2}$			-0.783* (0.408)	
Elec*Frac.* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it-3}$			0.644 (0.813)	
Elec*Checks* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it-1}$				-0.157* (0.0892)
Elec*Checks* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it-2}$				-0.183** (0.0846)
Elec*Checks* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it-3}$				0.0164 (0.109)
Observaciones	1,891	2,032	2,032	1,996
Número de países	16	16	16	16
Pr > χ^2 (conjunto)	0.214	0.101	0.0838	0.0307
Pr > χ^2 (suma)	0.0415	0.447	0.386	0.0262

Errores estándar robustos entre paréntesis

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Todas las estimaciones tienen efectos fijos país y tiempo

Se incluyen los controles para todos los meses, pero no se reportan

Tabla 5: CPE en otras variables

OLS:				
	(1)	(2)	(3)	(4)
VARIABLES	Gasto	Ingresos	Inflación	Brecha
Elección _{it}	-2.648	0.376	-11.64	2.137
	(8.298)	(7.963)	(8.768)	(13.04)
Elección _{it} *Prom.Rest.Ejecutivo _i	0.438	-0.108	1.670	-0.208
	(1.292)	(1.248)	(1.367)	(2.126)
Observations	163	163	186	186
R-squared	0.074	0.100	0.084	0.219
Number of ccodecow	15	15	16	16
VI:				
	(1)	(2)	(3)	(4)
VARIABLES	Gasto	Ingresos	Inflación	Brecha
Elección _{it}	-2.102	3.232	-2.302	-3.853
	(25.45)	(26.55)	(18.43)	(30.59)
Elección _{it} *Prom.Rest.Ejecutivo _i	0.346	-0.588	0.0922	0.804
	(4.204)	(4.388)	(3.055)	(5.113)
Observaciones	163	163	186	186
Número de países	15	15	16	16

Errores estándar robustos entre paréntesis

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Todas las estimaciones tienen efectos fijos país y tiempo

Se incluyen los controles de las tablas anteriores

A. Definición y construcción de variables

A.1. EMBIG

El retorno de cada instrumento incluido en el cálculo del EMBIG se calcula a diario mediante la siguiente ecuación:

$$tr_t = \frac{ESV_t + C_t + AM_t}{ESV_t}$$

donde ESV_t es el valor efectivo de la colocación, C_t es el pago del cupón y AM_t la amortización del bono. Luego, la rentabilidad total por país es un promedio ponderado de la rentabilidad total anterior, donde el ponderador es la capitalización de mercado:

$$TR_t = \sum_{i \in L} m_{i,t-1} * tr_{i,t}$$

En esta ecuación, la capitalización de mercado queda definida por lo siguiente:

$$m_{i,t-1} = \frac{N_{i,t} * ESV_{i,t-1}}{\sum_{i \in L} N_{i,t} * ESV_{i,t-1}}$$

con

$$\sum_{i \in L} m_{i,t-1} = 1$$

Finalmente, el spread del EMBIG se calcula como la diferencia entre rendimiento del país y el rendimiento del Tesoro americano.

$$s_{i,t} = TR_t - t_t$$

A continuación se detallan los criterios de inclusión para el EMBIG en el cuadro A.1:

Cuadro A.1: Inclusión de países al EMBIG

Criterio de Inclusión	EMBI Global
Requerimientos País	El país debe tener un ingreso nacional bruto menor que el índice de ingresos techo, construido por JP Morgan y reajustado año a año por el crecimiento mundial.
Requerimientos de los Instrumentos	
Tamaño mínimo	US\$500 millones
Madurez para la entrada inicial	Al menos 2.5 años restantes
Madurez para la mantención	Al menos 1 año restante
Criterios de Liquidez	Disposición de los precios diarios determinados por un evaluador externo.
Restricciones sobre el valor nominal	No
Incluye cuasisoberanos	Si

A.2. Controles

Los controles y sus efectos esperados se detallan a continuación.

- Tasa de devaluación: Si el tipo de cambio se está depreciando más rápido se hace más difícil pagar la deuda en moneda extranjera, por lo que se espera que tenga un coeficiente positivo en la estimación. Por otro lado, la tasa de devaluación es un resumen de la política cambiaria de un país en particular. Una mayor tasa de devaluación indica una mayor disposición del país a hacer ajustes cambiarios para evitar una crisis de balanza de pagos. Por lo que el efecto es ambiguo.
- Inflación: Se utiliza la variación anual de la inflación como proxy de inestabilidad macroeconómica y además una mayor tasa de inflación aumenta la probabilidad de que se detone una crisis de balanza de pagos. Por otro lado, una mayor inflación aumenta el costo de capital, lo que reduciría el crecimiento. Por todas estas razones se espera que su efecto en los spreads sea positivo.
- Razón de capitalización de mercado sobre PIB: Se espera que los países con mayor capitalización estén más comprometidos con el pago de sus deudas pues tienen más que perder al no hacerlo. Por otro lado, puede ser que tengan más fuentes de financiamiento interno, por lo que el default se hace menos costoso. Por ello, el efecto es ambiguo.
- Razón de deuda sobre PIB: Se utiliza la razón de la deuda que mantiene el Gobierno sobre el producto como indicador de solvencia de largo plazo. En la medida que se tenga mayor deuda se dificulta la posibilidad de pagarla y aumentan los incentivos a no hacerlo y caer en default, por lo que se espera que tenga un coeficiente positivo.
- Razón de reservas internacionales sobre PIB: Las reservas en dólares aumentan la capacidad que tiene un país de servir su deuda externa, lo que las convierte en un indicador de liquidez, por lo que debería estar negativamente correlacionado con el riesgo soberano.
- Razón de gasto sobre PIB: Un aumento del gasto fiscal puede provocar déficit sin mejorar el crecimiento económico y aumenta la probabilidad de crisis de balanza de pagos, por lo que debería aumentar el riesgo soberano.
- Razón de ingresos sobre PIB: A mayores ingresos se mejora el déficit primario en oposición al gasto, por lo que ayudaría a hacerse cargo de las deudas y debería disminuir el riesgo país.

A.3. Variables fiscales discretionales

Las variables discretionales se construyen a partir de la siguiente ecuación:

$$F_{it} = \psi brecha_{it} + \pi_{it} + (\pi_{it})^2 + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

donde F_{it} son las variables fiscales del gasto e ingreso sobre el producto, $brecha_{it}$ es una medida de la brecha de producto, medido como la diferencia del PIB real con su tendencia de Hodrick-Prescott por país como porcentaje de la tendencia, y π_{it} es la tasa de inflación. La inflación al cuadrado se agrega por una posible relación no lineal entre la inflación y las variables fiscales. Las variables de la mano derecha de la ecuación

12 son instrumentadas usando el rezago de la brecha, el rezago de la inflación y el rezago de la inflación al cuadrado como instrumentos. De estas regresiones se computan los errores ε_{it} , los que son la medida de variables fiscales discretionales que se utilizarán en la ecuación 10. Esta variable corresponde a los cambios en las variables fiscales que no son explicados por una mayor o menor brecha ni una mayor o menor inflación; por tanto, estos son llamadas discretionales.

A.4. Mecanismos políticos

En el siguiente anexo se detallan la construcción de las variables que representan a los canales de transmisión para los resultados.

Primero, las consecuencias de la competencia electoral se estudiarán mediante la siguiente variable³⁰:

$$\text{Competencia política} \equiv 100 \cdot \left(1 - \left(\frac{\text{Votos Ganador} - \text{Votos Segundo}}{\text{Votos Totales}} \right) \right)$$

La competencia política se define de esta manera para que mayores valores representen elecciones más competitivas. Esta variable toma valores entre 0 y 1, donde a más cerca de 1 se es más competitiva. La variable es el resultado de la elección y toma el valor de la competencia cuando hubo elección y en los periodos anteriores a esta. Para los sistemas parlamentarios, los votos del ganador representan a los votos que obtuvo la coalición ganadora, y asimismo los votos del segundo son los votos que obtuvo la segunda coalición más importante. Se presume, por tanto, que el primer ministro elegido fue el que tenía mayoría partidaria en el congreso.

Segundo, para se mide la polarización buscando la máxima diferencia entre orientación política -OP- del Ejecutivo y el Legislativo. La base DPI cuenta con una variable que toma el valor de 1 si el Gobierno es de derecha, 2 si es de centro y 3 si es de izquierda y de igual forma se caracteriza las orientaciones de los cuatro principales partidos en el Legislativo. La variable polarización entonces corresponde a:

$$\text{Polarización} \equiv \max \text{OP}_{\text{Ejecutivo}} - \text{OP}_{\text{Legislativo}}$$

La variable computa el máximo de la diferencia en orientación, es decir si el Ejecutivo es de izquierda y al menos un partido grande considerado del Legislativo es de derecha, la variable toma el valor de 2. Además si el Ejecutivo es de izquierda y el Legislativo de derecha, la variable toma el valor de -2 , lo que será importante tener en cuenta a la hora de interpretar los resultados y supone que es diferente cuando la izquierda o la derecha es la encargada de ejercer las restricciones al Ejecutivo³¹.

Tercero, la reputación será estudiada considerando las elecciones en las cuales el incumbente puede presentarse nuevamente como candidato. La base de datos DPI cuenta con una variable que toma el valor de 1 si el actual gobernante cuenta con la posibilidad institucional de presentarse a la elección³² y 0 en cualquier otro caso. Para regímenes parlamentarios esta variable siempre toma el valor de 1, porque el primer ministro siempre puede ser reelegido por el Parlamento.

³⁰Es la misma medida de competencia que la que utilizan [Camacho & Conover \(2011\)](#)

³¹La variable toma el valor de 0 para los países donde las elecciones no son competitivas, lo que equivale a elecciones donde el ganador obtiene sobre el 75% de los votos o donde existe solo un partido.

³²Esto no significa que el gobernante efectivamente se presente, que es endógeno.

Para las condiciones consideradas como activadoras de las restricciones al Ejecutivo, primero está la variable de balance y control, que toma mayores valores en la medida que existen más partidos aliados al Ejecutivo pero con orientación cercana a la oposición o más que una Cámara Legislativa. Las características de la oposición serán medidas con las siguientes variables:

La primera variable que caracteriza a la oposición es el número de asientos en el Parlamento que ésta tenga. Para que esto sea comparables entre países y tenga una interpretación común, será medida de la siguiente manera:

$$\%Asientos_{Opp} \equiv \frac{\text{Asientos oposición} - \text{Asientos Gobierno}}{\text{Asientos totales}}$$

Entonces, $\%Asientos_{Opp}$ toma valores positivos si la oposición tiene más asientos en el Parlamento que el Gobierno, y en el caso contrario toma valores negativos. La variable es un porcentaje en cuanto está dividida por el total de asientos disponibles y, por tanto, se interpreta como cuantos asientos en términos porcentuales tiene la oposición sobre el Gobierno.

Para la concentración de la oposición se utilizará el índice de concentración de Herfindahl, definido como:

$$H_{Opp} \equiv \sum_{i=1}^N s_i^2$$

que representa a la sumatoria del cuadrado de las participaciones de todos los partidos de la oposición³³. Este índice se encuentra entre 0 y 1, donde mayores valores implican una mayor concentración.

La fragmentación será medida como la probabilidad de que, si sacamos a dos parlamentarios de forma aleatoria, ambos sean del mismo partido. Esta variable está entre 0 y 1, donde 1 representa una fragmentación nula y 0 una oposición infinitamente fragmentada, donde cada parlamentario pertenece a un partido diferente.

³³El índice toma el valor de cero si se desconoce algún valor respecto a la cantidad de puestos que tiene la oposición, al igual para la variable siguiente de fragmentación. Los independientes se calculan como partidos de una persona.

B. Estadística descriptiva

Tabla C.1: Promedios total de la muestra

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Log EMBIG Spread	5.83	0.94	2.64	8.86
Restriccion al Ejecutivo	5.93	0.91	3.00	7.00
Inflación	10.82	14.18	-7.71	115.52
Capitalización de Mercado (% GDP)	51.93	54.22	3.45	278.39
Gasto (% GDP)	25.81	6.47	12.67	42.22
Ingresos (% GDP)	24.12	6.38	11.25	39.45
Deuda (% GDP)	42.37	19.51	4.10	118.00
Polarización	-0.04	1.04	-2.00	2.00
Competencia	73.00	21.95	9.29	97.65
Checks & Balance	3.84	2.00	1.00	18.00(*)
Fragmentación	0.49	0.26	0.00	1.00
Herfindhal	0.50	0.25	0.06	1.00
Asientos(%)	-0.14	0.33	-0.99	0.81

2080 Observaciones

(*) Esta variable toma valores máximos de 6 excepto para India

Tabla C.2: Promedio Log EMBIG Spread condicionado a la elección

	Mean	Obs	sd	min	max
Si hay elección	5.95	40	1.04	3.40	8.61
No hay elección	5.82	2174	0.94	2.64	8.86
Diferencia (*)	0.13	-	-	-	-

(*) Diferencia no significativa

Figura 3

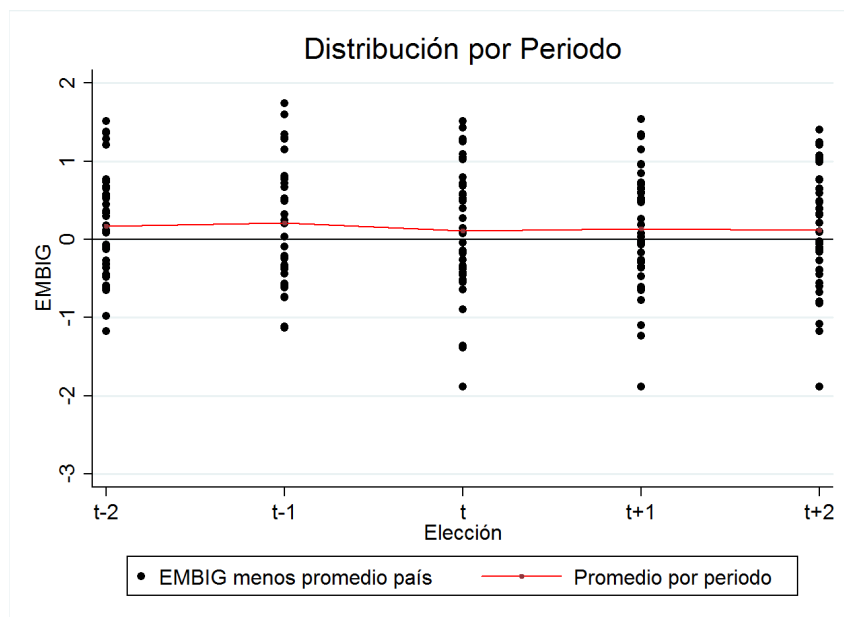


Tabla C.3: Promedio Log EMBIG Spread condicionado

Promedio Log EMBIG Spread condicionado al periodo				
Periodo	Mean	Std. Dev.	Min	Max
$t + 3$	5.95	0.99	3.40	8.48
$t + 2$	5.97	1.02	3.40	8.51
$t + 1$	5.98	1.02	3.40	8.63
Elección (t)	5.96	1.04	3.40	8.61
$t - 1$	6.05	1.02	4.30	8.70
$t - 2$	6.02	0.98	4.30	8.61
$t - 3$	5.93	1.11	3.40	8.59
$t - 4$	5.95	1.14	3.40	8.50

Condicionado a promedio restricciones > 5.3				
Periodo	Mean	Std. Dev.	Min	Max
$t + 3$	5.79	1.04	4.29	8.48
$t + 2$	5.80	1.04	4.22	8.51
$t + 1$	5.81	1.03	4.29	8.63
t	5.78	1.06	4.38	8.61
$t - 1$	5.80	1.13	4.30	8.70
$t - 2$	5.78	1.04	4.30	8.61
$t - 3$	5.77	1.05	4.01	8.59
$t - 4$	5.73	1.02	4.01	8.50

Condicionado a promedio restricciones < 5.3				
Periodo	Mean	Std. Dev.	Min	Max
$t + 3$	6.14	0.92	3.40	7.33
$t + 2$	6.17	0.98	3.40	7.90
$t + 1$	6.19	1.00	3.40	8.00
t	6.17	0.99	3.40	8.11
$t - 1$	6.40	0.75	5.46	8.16
$t - 2$	6.34	0.82	4.93	8.14
$t - 3$	6.16	1.19	3.40	8.25
$t - 4$	6.24	1.26	3.40	8.46

(*) Diferencias no significativas entre cualquier periodo

Tabla C.4: Promedio Log EMBIG Spread y restricciones por país

Pais	Log EMBIG Spread	Restricciones al Ejecutivo
Argentina	7.10	6.00
Brasil	6.05	6.00
Chile	4.90	7.00
Colombia	5.79	6.00
Ecuador	6.85	5.02
El Salvador	5.72	5.37
India	4.71	7.00
Indonesia	5.58	6.00
Malasia	4.63	5.00
Nigeria	5.28	5.00
Sri Lanka	6.29	4.42
Sudáfrica	5.29	7.00
Panamá	5.63	6.00
Pakistán	6.60	5.33
Perú	5.69	6.43
Venezuela	6.59	5.14

C. Resultados complementarios

Tabla C.1: OLS, Efectos aleatorios (RE)

VARIABLES	(1)		(2)		(3)		(4)	
	RE	RE y Controles	RE	RE y Controles	RE	RE y Controles	RE	RE y Controles
Elección _{it+3}	0.0895 (0.437)	0.452 (0.519)	0.441** (0.223)	-0.780 (0.539)				
Elección _{it+2}	0.263 (0.603)	0.496 (0.691)	0.224 (0.236)	-0.850 (0.577)				
Elección _{it+1}	0.284 (0.614)	0.446 (0.657)	0.305 (0.257)	-0.737 (0.595)				
Elección _{it}	0.358 (0.639)	0.652 (0.639)	0.440 (0.306)	-0.630 (0.625)				
Elección _{it-1}	0.772 (0.746)	1.309** (0.649)	1.116* (0.670)	-0.00636 (0.769)				
Elección _{it-2}	0.840 (0.755)	1.322* (0.676)	1.260** (0.562)	0.326 (0.683)				
Elección _{it-3}	0.117 (0.631)	0.425 (0.904)	0.0959 (0.435)	-0.681 (0.938)				
Elección*Rest.Ejec. _{it+3}	0.00630 (0.0664)	-0.0502 (0.0847)						
Elección*Rest.Ejec. _{it+2}	-0.0220 (0.0948)	-0.0561 (0.115)						
Elección*Rest.Ejec. _{it+1}	-0.0263 (0.0949)	-0.0481 (0.110)						
Elección*Rest.Ejec. _{it}	-0.0450 (0.101)	-0.0853 (0.108)						
Elección*Rest.Ejec. _{it-1}	-0.107 (0.115)	-0.185* (0.109)						
Elección*Rest.Ejec. _{it-2}	-0.117 (0.115)	-0.186* (0.112)						
Elección*Rest.Ejec. _{it-3}	-0.0114 (0.106)	-0.0582 (0.147)						
Elección*Rest.Ejec. _{it+3}			-0.0588 (0.0386)	0.173* (0.103)				
Elección*Rest.Ejec. _{it+2}			-0.0171 (0.0431)	0.188* (0.111)				
Elección*Rest.Ejec. _{it+1}			-0.0331 (0.0466)	0.166 (0.116)				
Elección*Rest.Ejec. _{it}			-0.0657 (0.0583)	0.141 (0.122)				
Elección*Rest.Ejec. _{it-1}			-0.181 (0.121)	0.0363 (0.148)				
Elección*Rest.Ejec. _{it-2}			-0.208** (0.103)	-0.0224 (0.133)				
Elección*Rest.Ejec. _{it-3}			-0.00947 (0.0875)	0.139 (0.175)				
Observaciones	2,080	2,080	2,080	2,080				
Número de países	16	16	16	16				
Pr > χ^2 (conjunto)	0.0202	6.76e-10	8.05e-08	0				
Pr > χ^2 (suma)	0.443	0.209	0.142	0.719				
Pr > χ^2 (diff)	0.359	0.794	0.586	0.695				

Errores estándar robustos entre paréntesis

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Todas las estimaciones tienen efectos fijos país y tiempo

Se incluyen los controles para todos los meses, pero no se reportan

Tabla C.2: Primera etapa del nivel de las restricciones al Ejecutivo

Panel A: Primera Etapa sin controles							
VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	$t + 3$	$t + 2$	$t + 1$	t	$t - 1$	$t - 2$	$t - 3$
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it+3}$	-0.369*** (0.0356)	-0.00698 (0.00792)	-0.00628 (0.00560)	-0.000317 (0.00210)	-0.00151 (0.00132)	-0.00199 (0.00160)	-0.00111 (0.00375)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it+2}$	-0.0100 (0.00785)	-0.379*** (0.0395)	-0.00620 (0.00817)	-0.00735 (0.00670)	-0.000660 (0.00245)	-0.00157 (0.00139)	-0.00232 (0.00194)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it+1}$	0.00228 (0.00358)	-0.00975 (0.00925)	-0.397*** (0.0477)	-0.00422 (0.00853)	-0.00945 (0.00893)	0.000606 (0.00274)	-0.000453 (0.00137)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it}$	0.00202 (0.00440)	0.00222 (0.00359)	-0.00982 (0.00923)	-0.397*** (0.0477)	-0.00435 (0.00875)	-0.00953 (0.00894)	0.000936 (0.00268)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it-1}$	0.000141 (0.00183)	0.00160 (0.00437)	0.00186 (0.00355)	-0.0100 (0.00931)	-0.394*** (0.0502)	-0.00448 (0.00891)	-0.00919 (0.00898)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it-2}$	0.00226 (0.00206)	0.000287 (0.00186)	0.00148 (0.00438)	0.00186 (0.00356)	-0.0103 (0.00932)	-0.394*** (0.0503)	-0.00442 (0.00893)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it-3}$	0.00307 (0.00265)	0.00251 (0.00212)	0.000132 (0.00184)	0.00150 (0.00436)	0.00152 (0.00354)	-0.0104 (0.00931)	-0.393*** (0.0502)
Panel B: Primera Etapa con controles							
VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	$t + 3$	$t + 2$	$t + 1$	t	$t - 1$	$t - 2$	$t - 3$
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it+3}$	-0.383*** (0.0375)	-0.00581 (0.00824)	-0.00886 (0.00709)	-0.000695 (0.00292)	-0.00143 (0.00205)	-0.00298 (0.00235)	6.54e-05 (0.00459)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it+2}$	-0.0115 (0.0104)	-0.400*** (0.0448)	-0.00449 (0.00868)	-0.0121 (0.00913)	0.000156 (0.00327)	-0.00171 (0.00257)	-0.00285 (0.00337)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it+1}$	-0.000614 (0.00486)	-0.0104 (0.0103)	-0.399*** (0.0452)	-0.00495 (0.00891)	-0.0113 (0.00900)	9.37e-05 (0.00322)	-0.00110 (0.00242)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it}$	0.000410 (0.00531)	-0.00172 (0.00459)	-0.0102 (0.0105)	-0.395*** (0.0484)	-0.00488 (0.00914)	-0.0110 (0.00908)	0.00147 (0.00375)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it-1}$	-0.00225 (0.00849)	-0.00577 (0.00940)	-0.00329 (0.00546)	-0.0134 (0.0113)	-0.391*** (0.0450)	-0.00524 (0.00906)	-0.00818 (0.0105)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it-2}$	-0.00238 (0.00483)	-0.00257 (0.00919)	-0.00584 (0.00929)	-0.00381 (0.00557)	-0.0118 (0.0116)	-0.392*** (0.0450)	-0.00559 (0.00963)
Elec*Log.Potencial Mortalidad $_{it-3}$	-0.00808 (0.0111)	-0.00375 (0.00648)	-0.00193 (0.00979)	-0.00552 (0.00919)	0.00220 (0.00855)	-0.0119 (0.0114)	-0.389*** (0.0454)
Observaciones	2,029	2,029	2,029	2,029	2,029	2,029	2,029
Número de países	16	16	16	16	16	16	16

Errores estándar robustos entre paréntesis

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Todas las estimaciones tienen efectos fijos país y tiempo

Se incluyen los controles en todos los meses para el panel B y las otras variables de la regresión en ambos.

La variable dependiente es la interacción entre la elección (después y antes) y el nivel de las restricciones al Ejecutivo

Tabla C.3: Muestra sin selección de entrada

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	EF y Controles	VI y Controles	EF y Controles	VI y Controles
Elección _{it+3}	0.461 (0.404)	1.034 (1.379)	0.507 (0.507)	0.574 (0.672)
Elección _{it+2}	0.635 (0.544)	0.944 (1.166)	0.533 (0.472)	0.527 (0.569)
Elección _{it+1}	0.689 (0.559)	1.034 (1.184)	0.605 (0.488)	0.582 (0.577)
Elección _{it}	0.925* (0.532)	1.110 (1.206)	0.680 (0.500)	0.627 (0.584)
Elección _{it-1}	1.330** (0.532)	2.357* (1.211)	1.153** (0.516)	1.197** (0.554)
Elección _{it-2}	1.520*** (0.518)	3.165*** (1.016)	1.567*** (0.442)	1.592*** (0.438)
Elección _{it-3}	0.646 (0.881)	-0.573 (2.165)	0.326 (0.842)	-0.202 (1.033)
Elección*Rest.Ejec. _{it+3}	-0.0549 (0.0620)	-0.150 (0.227)		
Elección*Rest.Ejec. _{it+2}	-0.0814 (0.0857)	-0.132 (0.193)		
Elección*Rest.Ejec. _{it+1}	-0.0891 (0.0881)	-0.146 (0.197)		
Elección*Rest.Ejec. _{it}	-0.133 (0.0860)	-0.162 (0.200)		
Elección*Rest.Ejec. _{it-1}	-0.191** (0.0868)	-0.359* (0.205)		
Elección*Rest.Ejec. _{it-2}	-0.214** (0.0848)	-0.489*** (0.174)		
Elección*Rest.Ejec. _{it-3}	-0.0867 (0.139)	0.117 (0.352)		
Elección*Rest.Ejec. _{it+3}			-0.0700 (0.0908)	-0.0825 (0.120)
Elección*Rest.Ejec. _{it+2}			-0.0723 (0.0850)	-0.0713 (0.103)
Elección*Rest.Ejec. _{it+1}			-0.0841 (0.0887)	-0.0798 (0.105)
Elección*Rest.Ejec. _{it}			-0.104 (0.0926)	-0.0948 (0.106)
Elección*Rest.Ejec. _{it-1}			-0.180* (0.0970)	-0.188* (0.104)
Elección*Rest.Ejec. _{it-2}			-0.247*** (0.0840)	-0.252*** (0.0833)
Elección*Rest.Ejec. _{it-3}			-0.0393 (0.148)	0.0580 (0.183)
Observaciones	1,752	1,752	1,752	1,752
R ²	0.148		0.148	
Numero de países(*)	15	15	15	15
Pr > χ^2 (conjunto)	0.0254	0.131	0.0626	0.0945
Pr > χ^2 (suma)	0.00691	0.104	0.0201	0.104
Pr > χ^2 (diff)	0.733	0.999	0.956	0.987

Errores estándar robustos entre paréntesis

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Todas las estimaciones tienen efectos fijos país y tiempo

Se incluyen los controles para todos los meses, pero no se reportan

(*) Para Malasia sólo dispongo de 14 observaciones, por lo que queda fuera de la muestra.

Tabla C.4: Elección Predeterminada

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	EF y Controles	VI y Controles	EF y Controles	VI y Controles
Elección Pred. $_{it+3}$	0.225 (0.537)	0.197 (1.438)	0.126 (0.466)	0.164 (0.639)
Elección Pred. $_{it+2}$	-0.00533 (0.531)	0.0934 (1.223)	0.0696 (0.420)	0.120 (0.542)
Elección Pred. $_{it+1}$	0.0227 (0.562)	0.230 (1.193)	0.168 (0.423)	0.188 (0.530)
Elección Pred. $_{it}$	0.0851 (0.577)	0.421 (1.258)	0.302 (0.494)	0.276 (0.585)
Elección Pred. $_{it-1}$	0.612 (0.629)	1.964 (1.229)	0.849* (0.489)	0.968* (0.538)
Elección Pred. $_{it-2}$	0.960 (0.612)	2.881*** (1.045)	1.256*** (0.425)	1.421*** (0.448)
Elección Pred. $_{it-3}$	-0.182 (0.703)	-0.665 (2.323)	0.0571 (0.824)	-0.253 (1.076)
Elección Pred.*Rest.Ejec. $_{it+3}$	-0.0172 (0.0847)	-0.0122 (0.236)		
Elección Pred.*Rest.Ejec. $_{it+2}$	0.0241 (0.0853)	0.00780 (0.203)		
Elección Pred.*Rest.Ejec. $_{it+1}$	0.0196 (0.0909)	-0.0146 (0.199)		
Elección Pred.*Rest.Ejec. $_{it}$	0.00345 (0.0943)	-0.0523 (0.209)		
Elección Pred.*Rest.Ejec. $_{it-1}$	-0.0744 (0.103)	-0.298 (0.208)		
Elección Pred.*Rest.Ejec. $_{it-2}$	-0.130 (0.0995)	-0.449** (0.179)		
Elección Pred.*Rest.Ejec. $_{it-3}$	0.0398 (0.112)	0.120 (0.380)		
Elección Pred.* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it+3}$			-0.000382 (0.0841)	-0.00756 (0.115)
Elección Pred.* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it+2}$			0.0131 (0.0774)	0.00374 (0.0993)
Elección Pred.* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it+1}$			-0.00493 (0.0794)	-0.00846 (0.0982)
Elección Pred.* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it}$			-0.0360 (0.0921)	-0.0313 (0.107)
Elección Pred.* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it-1}$			-0.125 (0.0934)	-0.147 (0.102)
Elección Pred.* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it-2}$			-0.198** (0.0817)	-0.229*** (0.0861)
Elección Pred.* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it-3}$			-0.000216 (0.146)	0.0569 (0.191)
Observaciones	2,026	2,026	2,026	2,026
R ²	0.138		0.140	
Número de países	16	16	16	16
Pr > χ^2 (conjunto)	0.925	0.311	0.372	0.261
Pr > χ^2 (suma)	0.376	0.188	0.0965	0.182
Pr > χ^2 (diff)	0.980	0.978	0.951	0.974

Errores estándar robustos entre paréntesis

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Todas las estimaciones tienen efectos fijos país y tiempo

Se incluyen los controles para todos los meses, pero no se reportan

Tabla C.5: Elección Predeterminada y muestra sin selección de entrada

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	EF y Controles	VI y Controles	EF y Controles	VI y Controles
Elección Pred. $_{it+3}$	0.462 (0.577)	1.015 (1.454)	0.454 (0.529)	0.535 (0.684)
Elección Pred. $_{it+2}$	0.349 (0.546)	0.938 (1.236)	0.422 (0.472)	0.497 (0.580)
Elección Pred. $_{it+1}$	0.390 (0.579)	1.037 (1.254)	0.499 (0.488)	0.556 (0.589)
Elección Pred. $_{it}$	0.669 (0.551)	1.126 (1.258)	0.597 (0.495)	0.607 (0.593)
Elección Pred. $_{it-1}$	1.204** (0.584)	2.459* (1.260)	1.104** (0.493)	1.218** (0.554)
Elección Pred. $_{it-2}$	1.553*** (0.589)	3.212*** (1.039)	1.515*** (0.422)	1.596*** (0.443)
Elección Pred. $_{it-3}$	0.106 (1.013)	-0.554 (2.172)	0.201 (0.849)	-0.198 (1.035)
Elección Pred.*Rest.Ejec. $_{it+3}$	-0.0556 (0.0904)	-0.148 (0.239)		
Elección Pred.*Rest.Ejec. $_{it+2}$	-0.0360 (0.0871)	-0.135 (0.205)		
Elección Pred.*Rest.Ejec. $_{it+1}$	-0.0418 (0.0927)	-0.150 (0.209)		
Elección Pred.*Rest.Ejec. $_{it}$	-0.0923 (0.0906)	-0.168 (0.209)		
Elección Pred.*Rest.Ejec. $_{it-1}$	-0.171* (0.0968)	-0.378* (0.213)		
Elección Pred.*Rest.Ejec. $_{it-2}$	-0.221** (0.0976)	-0.497*** (0.178)		
Elección Pred.*Rest.Ejec. $_{it-3}$	-0.00359 (0.161)	0.105 (0.350)		
Elección Pred.* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ $_{it+3}$			-0.0596 (0.0943)	-0.0748 (0.122)
Elección Pred.* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ $_{it+2}$			-0.0533 (0.0855)	-0.0674 (0.105)
Elección Pred.* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ $_{it+1}$			-0.0660 (0.0893)	-0.0765 (0.107)
Elección Pred.* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ $_{it}$			-0.0893 (0.0922)	-0.0912 (0.108)
Elección Pred.* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ $_{it-1}$			-0.170* (0.0942)	-0.191* (0.104)
Elección Pred.* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ $_{it-2}$			-0.237*** (0.0819)	-0.253*** (0.0847)
Elección Pred.* $\overline{\text{Rest.Ejec.}}$ $_{it-3}$			-0.0218 (0.148)	0.0513 (0.181)
Observaciones	1,703	1,703	1,703	1,703
R ²	0.143		0.146	
Número de países	16	16	16	16
Pr > χ^2 (conjunto)	0.264	0.136	0.0963	0.104
Pr > χ^2 (suma)	0.0650	0.0954	0.0304	0.0939
Pr > χ^2 (diff)	0.943	0.993	0.965	0.982

Errores estándar robustos entre paréntesis

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Todas las estimaciones tienen efectos fijos país y tiempo

Se incluyen los controles para todos los meses, pero no se reportan

(*) Para Malaysia solo dispongo de 14 observaciones por lo que queda fuera de la muestra.

Tabla C.6: Mecanismos Políticos en la elección

VARIABLES	(1) Polar	(2) Competencia	(3) Reelección
Elección*Polar _{it-1}	2.528 (1.632)		
Elección*Polar _{it-2}	3.080* (1.686)		
Elección*Polar _{it-3}	0.604 (1.811)		
Elec*Rest.Ejec.*Polar _{it-1}	-0.432 (0.285)		
Elec*Rest.Ejec.*Polar _{it-2}	-0.521* (0.298)		
Elec*Rest.Ejec.*Polar _{it-3}	-0.101 (0.312)		
Elección*(Comp - $\overline{\text{Comp}}$) _{it-1}		0.391 (0.407)	
Elección*(Comp - $\overline{\text{Comp}}$) _{it-2}		0.0748 (0.0942)	
Elección*(Comp - $\overline{\text{Comp}}$) _{it-3}		-0.127 (0.196)	
Elec*Rest.Ejec.(Comp - $\overline{\text{Comp}}$) _{it-1}		-0.0585 (0.0609)	
Elec*Rest.Ejec.(Comp - $\overline{\text{Comp}}$) _{it-2}		-0.0112 (0.0144)	
Elec*Rest.Ejec.(Comp - $\overline{\text{Comp}}$) _{it-3}		0.0195 (0.0298)	
Reelección _{it-1}			5.400 (7.977)
Reelección _{it-2}			-2.269 (10.21)
Reelección _{it-3}			-3.053 (7.284)
Reelección*Rest.Ejec. _{it-1}			-0.873 (1.359)
Reelección*Rest.Ejec. _{it-2}			0.408 (1.743)
Reelección*Rest.Ejec. _{it-3}			0.498 (1.235)
Observaciones	1,729	2,080	2,052
Número de países	15	16	16
Pr > χ^2 (conjunto)	0.116	0.611	0.643
Pr > χ^2 (suma)	0.0316	0.433	0.977

Errores estándar robustos entre paréntesis

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Todas las estimaciones tienen efectos fijos país y tiempo

Se incluyen los controles para todos los meses, pero no se reportan

Tabla C.7: Mecanismos Políticos en las restricciones (nivel), características de la oposición

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	Asientos	Herfindhal	Fragmentación	Checks
Elec*Asientos*Rest.Ejec. $_{it-1}$	-0.668 (0.848)			
Elec*Asientos*Rest.Ejec. $_{it-2}$	-0.835 (0.887)			
Elec*Asientos*Rest.Ejec. $_{it-3}$	-3.208 (2.748)			
Elec*Herf.*Rest.Ejec. $_{it-1}$		-0.910 (1.104)		
Elec*Herf.*Rest.Ejec. $_{it-2}$		-1.410 (0.928)		
Elec*Herf.*Rest.Ejec. $_{it-3}$		1.517 (1.570)		
Elec*Frac.*Rest.Ejec. $_{it-1}$			-0.971 (1.058)	
Elec*Frac.*Rest.Ejec. $_{it-2}$			-1.411 (0.887)	
Elec*Frac.*Rest.Ejec. $_{it-3}$			1.404 (1.538)	
Elec*Checks*Rest.Ejec. $_{it-1}$				-0.362 (0.239)
Elec*Checks*Rest.Ejec. $_{it-2}$				-0.418* (0.237)
Elec*Checks*Rest.Ejec. $_{it-3}$				0.0424 (0.191)
Observaciones	1,891	2,032	2,032	1,996
Número de países	16	16	16	16
Pr > χ^2 (conjunto)	0.305	0.326	0.291	0.193
Pr > χ^2 (suma)	0.0976	0.690	0.617	0.0601

Errores estándar robustos entre paréntesis

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Todas las estimaciones tienen efectos fijos país y tiempo

Se incluyen los controles para todos los meses, pero no se reportan

Tabla C.8: Mecanismos Políticos, no linealidad de la polarización

VARIABLES	(1) I.Polar	(2) I.Polar	(3) D.Polar	(4) D.Polar
Elección*I.Polar _{it-1}	0.105 (0.120)	8.412*** (2.228)		
Elección*I.Polar _{it-2}	0.00539 (0.118)	5.033** (2.404)		
Elección*I.Polar _{it-3}	0.100 (0.135)	4.225* (2.280)		
Elec*Rest.Ejec.*I.Polar _{it-1}		-1.559*** (0.411)		
Elec*Rest.Ejec.*I.Polar _{it-2}		-0.953** (0.436)		
Elec*Rest.Ejec.*I.Polar _{it-3}		-0.781* (0.413)		
Elección*D.Polar _{it-2}			0.0685 (0.126)	-2.764* (1.563)
Elección*D.Polar _{it-2}			-0.0164 (0.117)	-2.294 (1.535)
Elección*D.Polar _{it-2}			0.0685 (0.112)	-1.077 (1.574)
Elec*Rest.Ejec.*D.Polar _{it-1}				0.501* (0.277)
Elec*Rest.Ejec.*D.Polar _{it-2}				0.404 (0.273)
Elec*Rest.Ejec.*D.Polar _{it-3}				0.205 (0.275)
Observaciones	1,729	1,729	1,729	1,729
Número de países	15*	15*	15*	15*
Pr > χ^2 (conjunto)	0.730	8.80e-05	0.879	0.125
Pr > χ^2 (suma)	0.340	1.29e-05	0.565	0.0235

Errores estándar robustos entre paréntesis.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Todas las estimaciones tienen efectos fijos país y tiempo.

Se incluyen los controles para todos los meses, pero no se reportan.

(*) No existen datos de la variable *polarización* para Indonesia en el periodo relevante.

I.Polar es cuando la izquierda está en el poder y D.Polar cuando está la derecha.

La variable que se usa para la triple interacción es diferente en ésta tabla, para ambas toma el valor de 0 si el parlamento no tiene diferencias ideológicas, el valor de 1 como intermedio y 2 si tiene diferencias importantes.

Tabla C.9: Mecanismos CPE en variables fiscales

Gasto fiscal							
VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Polar	Competencia	Reelec	Asientos	Herfindhal	Frag	Checks
$\text{Elec} \cdot \overline{\text{Rest.Ejec.}} \cdot \text{Polar}_{it}$	0.147 (0.106)						
$\text{Elec} \cdot \overline{\text{Rest.Ejec.}} \cdot (\text{Comp} - \overline{\text{Comp}})$		0.0347*** (0.0127)					
$\text{Reelección} \cdot \overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it}$			0.00860 (0.166)				
$\text{Elec} \cdot \overline{\text{Asientos}} \cdot \overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it}$				-0.260 (0.262)			
$\text{Elec} \cdot \overline{\text{Herf.}} \cdot \overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it}$					0.174 (0.220)		
$\text{Elec} \cdot \overline{\text{Frac.}} \cdot \overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it}$						0.174 (0.218)	
$\text{Elec} \cdot \overline{\text{Checks}} \cdot \overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it}$							-0.00123 (0.0114)
Ingreso fiscal							
VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Polar	Competencia	Reelec	Asientos	Herfindhal	Frag	Checks
$\text{Elec} \cdot \overline{\text{Rest.Ejec.}} \cdot \text{Polar}_{it}$	-0.0574 (0.196)						
$\text{Elec} \cdot \overline{\text{Rest.Ejec.}} \cdot (\text{Comp} - \overline{\text{Comp}})$		-0.0436** (0.0199)					
$\text{Reelección} \cdot \overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it}$			0.229 (0.306)				
$\text{Elec} \cdot \overline{\text{Asientos}} \cdot \overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it}$				1.037*** (0.296)			
$\text{Elec} \cdot \overline{\text{Herf.}} \cdot \overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it}$					-0.784** (0.332)		
$\text{Elec} \cdot \overline{\text{Frac.}} \cdot \overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it}$						-0.781** (0.330)	
$\text{Elec} \cdot \overline{\text{Checks}} \cdot \overline{\text{Rest.Ejec.}}_{it}$							0.0306 (0.0321)
Observaciones	95	113	113	112	113	113	111
Número de países	12	14	14	14	14	14	14

Errores estándar robustos entre paréntesis

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Todas las estimaciones tienen efectos fijos país y tiempo y los controles de las tablas anteriores