

RESUMEN

En este trabajo se estudia la influencia de la Incertidumbre de Política Económica de España en la rentabilidad del Ibex-35 tomando en consideración el ciclo económico. Aplicando modelos de regresión sobre una muestra que abarca desde enero de 2001 a septiembre de 2019 demostramos como la Incertidumbre de Política Económica de España reduce la rentabilidad del Ibex-35, especialmente en épocas de recesión. Por ejemplo, en épocas de recesión, el aumento de 1 punto en el nivel de Incertidumbre de Política Económica reduce en 0.0232 puntos la rentabilidad del Ibex-35. Estos hallazgos son útiles tanto para los formuladores de políticas económicas como para los inversores.

Palabras clave: *Incertidumbre de Política Económica, Rentabilidad, Ciclo Económico, España, Ibex-35.*

ABSTRACT

This work studies the influence of Spain's Economic Policy Uncertainty on the profitability of the Ibex-35 taking into account the economic cycle. Applying regression models on a sample spanning from January 2001 to September 2019 we demonstrate how Spain's Economic Policy Uncertainty reduces the profitability of the Ibex-35, especially in times of recession. For example, in times of recession, the 1-point increase in the Economic Policy Uncertainty level reduces the Ibex-35's profitability by 0.0232. These findings are useful for both economic policymakers and investors.

Keywords: *Economic Policy Uncertainty, Profitability, Economic cycle, Spain, Ibex-35.*

Jessica Paule-Vianez. Doctoranda en Finanzas. Profesora e investigadora en Finanzas a Tiempo Completo. Universidad Rey Juan Carlos (Madrid). Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales, Paseo de los Artilleros s/n, 28032, Madrid. Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales, Paseo de los Artilleros s/n, 28032, Madrid. Correo electrónico: jessica.paule@urjc.es.

Camilo Prado-Román. Doctor en Finanzas. Profesor e investigador en Finanzas a Tiempo Completo. Universidad Rey Juan Carlos (Madrid). Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales, Paseo de los Artilleros s/n, 28032, Madrid. Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales, Paseo de los Artilleros s/n, 28032, Madrid. Correo electrónico: camilo.prado.roman@urjc.es.

Raúl Gómez-Martínez. Doctor en Finanzas. Profesor e investigador en Finanzas a Tiempo Completo. Universidad Rey Juan Carlos (Madrid). Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales, Paseo de los Artilleros s/n, 28032, Madrid. Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales, Paseo de los Artilleros s/n, 28032, Madrid. Correo electrónico: raul.gomez.martinez@urjc.es.



EFFECTO DE LA INCERTIDUMBRE DE POLÍTICA ECONÓMICA DE ESPAÑA EN LA RENTABILIDAD DEL IBEX-35

EFFECT OF SPAIN'S ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY ON IBEX-35 PROFITABILITY

Fecha de recepción: 30/11/2018 Fecha de aceptación: 14/12/2018

Jessica Paule-Vianez
Camilo Prado-Román
Raúl Gómez-Martínez

INTRODUCCIÓN

Los continuos colapsos económicos a lo largo de la historia han abierto nuevas líneas de investigación enfocadas en el estudio de factores psicológicos y sociales para evaluar su impacto en la economía. Esta nueva línea, conocida como Economía del Comportamiento, ha presentado una importante repercusión, sobre todo a raíz de los trabajos de Tversky y Kahneman (1974) quienes apostaron por una mejor comprensión de las heurísticas y sesgos para mejorar los juicios y las decisiones en ambientes de incertidumbre.

En cuanto al ámbito puramente financiero, existe una línea destacada conocida como Finanzas Conductuales que, en términos generales, defiende que “las expectativas irracionales o las preferencias no estándar afectan a los precios de los activos financieros” (Campbell, 2000: 1551). Así, dentro de esta corriente, diversos autores han documentado que la incertidumbre relativa a las condiciones sociales, políticas o económicas influye considerablemente en el sentimiento de los inversores (Knight, 1921; Price y Tewksbury, 1997; Shiller, 2005; Beugelsdijk y Frijns, 2010; Kumar et al., 2012).

Desde que Keynes (1936) sugiriera que la incertidumbre era un elemento fundamental en la economía, diversos economistas han puesto el foco de atención en el estudio de la Incertidumbre de Política Económica y sus consecuencias. Este interés se ha visto incrementado en los últimos años, especialmente desde la crisis financiera mundial, la crisis de la zona euro, y las disputas políticas de los últimos años, en los que organizaciones como el Comité Federal de Mercado Abierto (2009) y el Fondo Monetario Internacional (2012, 2013) plantearon que la incertidumbre sobre las políticas fiscales, regulatorias u monetarias de Estados Unidos y Europa contribuyó al declive económico y su lenta recuperación posterior (Baker et al., 2016).

El objetivo de esta investigación es determinar la influencia de la Incertidumbre de Política Económica en la rentabilidad de los mercados bursátiles, concretamente se estudia la influencia de la Incertidumbre de Política Económica de España en la rentabilidad del Ibex-35 tomando en consideración el ciclo económico.

Aplicando modelos de regresión lineal sobre una muestra que abarca desde enero de 2001 hasta septiembre de 2019, se encuentra que la Incertidumbre de Política Económica de España reduce la rentabilidad del Ibex-35, especialmente en épocas de recesión. Este hallazgo resulta de utilidad tanto para los formuladores de políticas económicas como para los inversores.

A partir de aquí, el trabajo se estructura de la siguiente manera:

En la Sección 2 se analiza el marco teórico que envuelve el estudio. En la Sección 3 se explican los datos utilizados. En la Sección 4 se muestra la metodología seleccionada. En la Sección 5 se exponen los resultados obtenidos. Y, por último, en la Sección 6 se explican las conclusiones obtenidas.

MARCO TEÓRICO

La incertidumbre de la información ha demostrado estar detrás de diversos hallazgos consistentes con las Finanzas del Comportamiento, pero difíciles de conciliar con los modelos tradicionales de valoración de activos (Jiang et al., 2005). Los inversores al encontrarse en situaciones de incertidumbre tienden a tomar atajos mentales que permiten obtener juicios respecto a los distintos activos (Dow, 2010). Dentro de esta corriente, diversos autores han documentado que la incertidumbre relativa a las condiciones sociales, políticas o económicas influye considerablemente en el sentimiento de los inversores (Knight, 1921; Price y Tewksbury, 1997; Shiller, 2005; Beugelsdijk y Frijns, 2010; Kumar et al., 2012).

En este trabajo se estudia la Incertidumbre de Política Económica entendiéndose la misma como la “probabilidad no nula de cambios en las políticas económicas existentes” (Baker et al., 2012). Esta línea ha sido un tema de estu-

dio destacado en los últimos años. Así, se ha estudiado la influencia de la Incertidumbre de Política Económica sobre la inversión empresarial (Julio y Yook, 2012; Baker et al., 2012; Gulen e Ion, 2015), el empleo (Bachman et al., 2013), el crecimiento económico (Bachman et al., 2013; Bhagat et al., 2016), el rendimiento de materias primas (Shahzad et al., 2017), la actividad comercial (Bernanke, 1983; Bachman et al., 2013) y los mercados bursátiles (Ozoguz, 2009; Pastor y Veronesi, 2012; Sum y Fanta, 2012; Dzielinski, 2012; Kang y Ratti, 2013; Antonakakis et al., 2013; Baker et al., 2012; Johnson y Lee, 2014; Karnizova y Li, 2014; Brogaard y Detzel, 2015; Liu y Zhang, 2015; Bhagat et al., 2016; Chen et al., 2017; Liu et al., 2017; Debata y Mahakud, 2018; Amengual y Xiu, 2018), entre otras cuestiones.

En esta línea, existen diversos estudios que defienden la influencia de la Incertidumbre de Política Económica en la rentabilidad de los mercados bursátiles. Para explicar esta posible relación, hay que remontarse a trabajos como el de Bernanke (1983). Este autor documenta el impacto de la Incertidumbre de Política Económica en la inversión determinando que, cuando los proyectos corporativos son demasiado exorbitantes para abandonarlos, la alta Incertidumbre de Política Económica da a las empresas un incentivo para retrasar dichos proyectos hasta que esta incertidumbre disminuya. Gulen e Ion (2016) sugieren, en línea a Bernanke (1983), que la Incertidumbre de Política Económica puede retrasar o cambiar decisiones importantes tomadas por empresas y agentes económicos, como decisiones de empleo, inversión, consumo y ahorro. De este modo, cuando la Incertidumbre de Política Económica es alta, los inversores y los consumidores reducen las inversiones y los gastos (Yao y Sun 2018). Otros estudios como los de Panousi y Papanikolaou (2012) y Pastor y Veronesi (2012) sugieren que la Incertidumbre de Política Económica puede reducir la actividad macroeconómica al aumentar la aversión al riesgo gerencial y también al aumentar el coste del capital (Adjei y Adjei, 2017). De este modo, puede esperarse que la Incertidumbre de Política Económica afecte a la rentabilidad de los activos al provocar un incremento del coste de la financiación y la producción al influir en la oferta y la demanda, así como por aumentar la desinversión y la contracción económica (Arouri et al. 2016).

Entre las primeras investigaciones que han tratado de determinar empíricamente la posible influencia de la Incertidumbre de Política Económica en la rentabilidad de los mercados bursátiles, se encuentra el estudio de Pástor y Veronesi (2012). Estos autores investigaron como los cambios en la política gubernamental afectaban a los precios de las acciones mostrando como, en promedio, los precios de las acciones caían al anunciar un cambio de política, reduciendo, por tanto, la rentabilidad de las mismas. Utilizando la medida de Incertidumbre de Política Económica de Baker et al. (2012), Sum (2012) inves-

tigó como los choques de Incertidumbre de Política Económica en Estados Unidos afectaban a la rentabilidad de sus acciones. Este estudio demostró como el rendimiento de las acciones se reducía con dichos choques. Brogaard y Deztel (2015) encontraron que los niveles más altos de Incertidumbre de Política Económica conducían a rendimientos de las acciones más bajos en la actualidad, pero a rendimientos futuros más altos en un horizonte de dos a tres meses. Li et al. (2016) investigaron el impacto de la Incertidumbre de Política Económica en la rentabilidad de las acciones de China e India encontrando una influencia débil de esta incertidumbre sobre el desempeño del mercado de valores. Estos autores sugirieron que la Incertidumbre de Política Económica motiva un sentimiento pesimista sobre los dividendos futuros y/o las tasas de descuento esperadas, llevando a una caída en los precios de las acciones. Arouri et al. (2016) estudiaron el efecto de la Incertidumbre de Política Económica en la rentabilidad de los mercados bursátiles de Estados Unidos, mostrando que un aumento de esta incertidumbre reduce significativamente el rendimiento de estas acciones, especialmente en los periodos de volatilidad extrema. Bhagat et al. (2016) estudiaron la influencia de la Incertidumbre de Política Económica de India sobre la Bolsa de Valores de Bombay, encontrando un vínculo negativo entre la Incertidumbre de Política Económica y la rentabilidad de estas acciones. Adjei y Adjei (2017) investigaron también la relación entre el nivel de Incertidumbre de Política Económica y los rendimientos del mercado de valores, encontrando que esta incertidumbre está inversamente relacionada con los rendimientos presentes de las acciones, y positivamente con los rendimientos futuros. Phan et al. (2018) examinaron el papel que desempeña la Incertidumbre de Política Económica en los rendimientos excedentes de las acciones, encontrando que la Incertidumbre de Política Económica tiene poder predictivo sobre los rendimientos bursátiles futuros.

Un factor a tomar en cuenta a la hora de analizar la influencia de la Incertidumbre de Política Económica en los mercados bursátiles es el ciclo económico. Según Baker et al. (2012), la Incertidumbre de Política Económica esta altamente correlacionada con el ciclo económico. Esta cuestión esta respaldada por el hecho de que hay más ajustes de política económica durante las épocas de recesión. Asimismo, Adjei y Adjei (2017) determinan que, durante las contracciones económicas, los formuladores de políticas económicas se encuentran más presionados para estimular la economía, y los inversores están más sensibles a las dudas de los mismos, produciendo un efecto negativo en los mercados bursátiles. En esta línea, diversos autores defienden una mayor influencia de la Incertidumbre de Política Económica en los mercados bursátiles en épocas de recesión (Pastor y Veronesi, 2012; Karnizova y Li, 2014; Baker et al., 2012; Adjei y Adjei, 2017; Debata y Mahakud, 2018, entre otros).

De este modo, en este trabajo se va a analizar la influencia de la Incertidumbre de Política Económica de España en la rentabilidad del Ibex-35 tomando en consideración el ciclo económico. Para ello, esta investigación trata de contrastar las siguientes hipótesis:

- H.1. *La Incertidumbre de Política Económica de España reduce rentabilidad del Ibex-35.*
- H.2. *La Incertidumbre de Política Económica de España tiene un mayor impacto en la rentabilidad del Ibex-35 en épocas de recesión.*

DATOS

En esta investigación se va a evaluar la influencia de la Incertidumbre de Política Económica en España sobre la rentabilidad de su índice bursátil más representativo. Para ello, se ha seleccionado una muestra que abarca desde enero de 2001 hasta septiembre de 2019, siendo los datos de periodicidad mensual.

Para medir la Incertidumbre de Política Económica en España, se ha utilizado el índice de Incertidumbre de Política Económica basado en noticias propuesto por Baker et al. (2012) el cual está disponible en la página web “Economic Policy Uncertainty” (<http://www.policyuncertainty.com>). Este índice está compuesto por elementos de medición que capturan tres dimensiones de la Incertidumbre de la Política Económica (Baker et al., 2012):

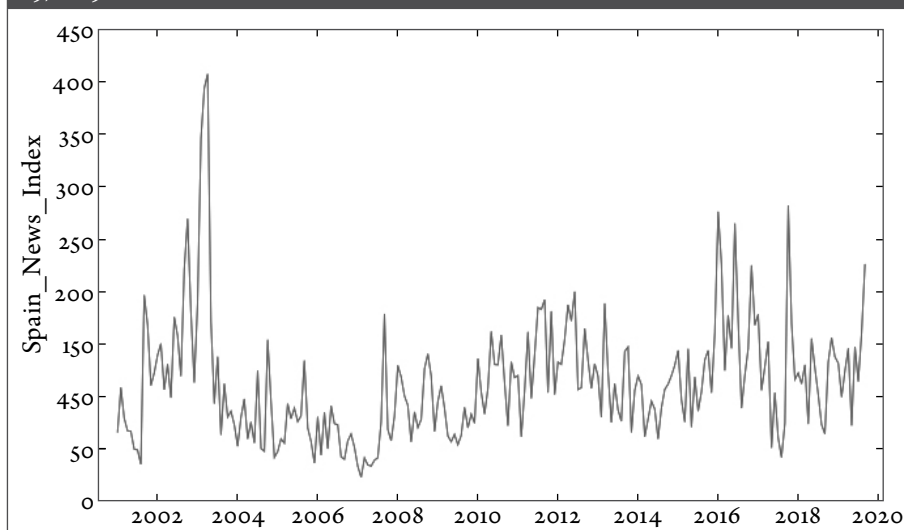
1. El número de disposiciones del código tributario federal que expirará en los próximos años.
2. La frecuencia de las referencias a la incertidumbre económica y la política en 10 periódicos líderes.
3. El grado de desacuerdo entre los pronosticadores económicos sobre las futuras compras de los gobiernos federal, estatal y local, y el nivel del IPC.

Para construir el índice de Incertidumbre de Política Económica a nivel país en España, estos se basan en la frecuencia de artículos contenidos en los periódicos El Mundo y El País que contienen la siguiente combinación de términos: “economía” o “económico/a”, “incierto” o “incertidumbre”, y uno o más términos relevantes para la política en cada país.

En la Figura 1 puede observarse la evolución que ha tenido el índice de Incertidumbre de Política Económica de España. En su nivel más alto se encuentra con la introducción del euro en la Unión Europea y la decisión del gobierno de José María Aznar de participar en la invasión de Irak. Otros sucesos que han disparado la Incertidumbre de Política Económica en España han sido: los ataques del 11 de septiembre en Nueva York, la crisis de las hipotecas subprime, la

quiebra de Lehman Brothers, la crisis de deuda europea, las elecciones generales en España, la elección de Trump como presidente de los Estados Unidos, el Brexit, la unilateral declaración de independencia de Cataluña y la falta de acuerdo entre los partidos políticos con la consiguiente convocatoria de nuevas elecciones.

Figura 1: Incertidumbre de Política Económica en España en el período 01/2001-09/2019



Fuente: Elaboración propia.

Siguiendo el objetivo propuesto en el estudio, se ha seleccionado el índice Ibex-35 para representar el impacto de la Incertidumbre de Política Económica en la rentabilidad de los mercados bursátiles españoles. Así, se han extraído los datos bursátiles de cotización del Ibex-35 de Investing (<https://es.investing.com/>). De este modo, la rentabilidad del Ibex-35 se ha construido como la tasa de variación de los precios de cotización a cierre en los distintos momentos del tiempo como se muestra:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}, t = 1, 2, \dots, T.$$

Donde R_t representa la rentabilidad del Ibex-35 en el mes t y P_t el precio de cotización del Ibex-35 en el cierre del mes t .

Debido a que en este estudio se va a evaluar la influencia de la Incertidumbre de Política Económica de España en la rentabilidad del Ibex-35 consideran-

do el ciclo económico, se han establecido los periodos de expansión y recesión en España para el periodo estudiado siguiendo al Banco de la Reserva Federal de St. Louis (<https://fred.stlouisfed.org/>).

En la Tabla 1 pueden observarse los estadísticos descriptivos de la Incertidumbre de Política Económica en España (IPE_t) y la rentabilidad del Ibex-35 (R_t) en función del ciclo económico. Se muestra como existen diferencias en la rentabilidad del Ibex-35 en épocas de recesión y expansión, siendo mayor en épocas de expansión. Asimismo, se encuentra que la Incertidumbre de Política Económica presenta un mayor valor en épocas de recesión, siendo significativa, en este caso, la diferencia de medias por ciclo.

Tabla 1: Estadísticos descriptivos de los niveles de Incertidumbre de Política Económica en España y la rentabilidad del Ibex-35 para el periodo 01/2001-09/2019.

Variable	General N=225			Expansión N=112			Recesión N=113			T-test Diferencia de medias (p valor)
	Media	Mediana	Desv. Típica	Media	Mediana	Desv. Típica	Media	Mediana	Desv. Típica	
R_t	0.1621	0.7024	5.5564	0.7316	1.1460	4.7800	-0.4126	-0.4560	6.2118	-1.547 (0.123)
IPE_t	113.26	106.26	57.900	100.19	89.889	47.957	126.45	114.01	63.995	3.484 (0.001)

Fuente: Elaboración propia.

Asimismo, en la Tabla 4 se muestra la correlación existente entre la Incertidumbre de Política Económica, mostrándose una relación negativa entre ambas variables.

Tabla 2: Matriz de correlaciones de la Incertidumbre de Política Económica de España y la rentabilidad del Ibex-35 para el periodo 01/2001-09/2019.

Variable	R_t	IPE_t
R_t	1	-0.1302
IPE_t		1

Fuente: Elaboración propia.

METODOLOGÍA

La metodología propuesta en este estudio para analizar la influencia de la Incertidumbre de Política Económica de España en la rentabilidad del Ibex-35 ha sido el modelo de Regresión Lineal Simple con Mínimos Cuadrados Ordinarios.

El método de Regresión Lineal Simple trata de explicar la relación existente entre una variable dependiente y una variable independiente, y la aplicación de Mínimos Cuadrados Ordinarios permite construir dicho modelo reduciendo las distancias entre los valores reales y los estimados por la regresión minimizando la suma de los residuos o errores al cuadrado.

De este modo, el modelo de Regresión Lineal Simple propuesto para estudiar la influencia de la Incertidumbre de Política Económica en la rentabilidad del Ibex-35 es:

$$R_t = \alpha + \beta IPE_t + \varepsilon_t \quad t = 1, 2, \dots, T.$$

Donde R_t representa la rentabilidad del Ibex-35 en el mes t , α es el parámetro independiente del modelo, β es el parámetro dependiente del modelo, IPE_t es la Incertidumbre de Política Económica en España en el mes t , y ε_t es el término de error del modelo en el mes t .

Este modelo se aplicará tanto para la totalidad de la muestra, como para los periodos de expansión y de recesión.

RESULTADOS

En esta sección se muestran los resultados obtenidos al contrastar la influencia de la Incertidumbre de Política Económica de España en la rentabilidad del Ibex-35.

En la Tabla 3 puede observarse la influencia de la Incertidumbre de Política Económica en España en la rentabilidad del Ibex-35, tanto en toda la muestra, como en épocas de expansión y recesión. Se encuentra que, utilizando toda la muestra, la Incertidumbre de Política Económica tiene un impacto negativo sobre la rentabilidad del Ibex-35 con una confianza superior al 90% y una capacidad explicativa medida por su R^2 de un 1,70%, aceptándose, por tanto, H.1. Este hallazgo está en línea con la teorización de que la Incertidumbre de Política Económica afecta a la rentabilidad de los activos al provocar un incremento del coste de la financiación y la producción al influir en la oferta y la demanda, así como por aumentar la desinversión y la contracción económica (Bernanke, 1983; Panousi y Papanikolaou, 2012; Pastor y Veronesi, 2012; Gulen e Ion, 2016; Arouri et al. 2016). Asimismo, la influencia negativa detectada de la Incertidumbre de Política Económica en la rentabilidad está en línea con lo encontrado para otros países (Pástor y Veronesi, 2012; Sum, 2012; Brogaard y Deztel, 2015; Li et al., 2016; Arouri et al., 2016; Bhagat et al., 2016; Adjei y Adjei, 2017; Phan et al., 2018).

Tabla 3: Influencia de la Incertidumbre de Política Económica de España en la rentabilidad del Ibex-35

Variable	General			Expansión			Recesión		
	Coef.	Desv. Tip.	Estad. t (valor p)	Coef.	Desv. Tip.	Estad. t (valor p)	Coef.	Desv. Tip.	Estad. t (valor p)
Const	1.5777	0.8101	1.948 (0.053*)	0.0655	1.3094	0.0501 (0.960)	3.0567	1.0211	2.993 (0.003***)
IPE _t	-0.0125	0.0064	-1.962 (0.051*)	-0.0038	0.0093	-0.4089 (0.683)	-0.0232	0.0092	-2.522 (0.013**)
R ²	0.0170			0.0015			0.0542		
R ² Corr.	0.0126			-0.0076			0.0457		

Fuente: Elaboración propia.

Si se analiza la influencia de la Incertidumbre de Política Económica de España en la rentabilidad del Ibex-35 en función del ciclo económico, los resultados muestran diferencias considerables entre el efecto de esta incertidumbre en la rentabilidad del Ibex-35 en épocas de expansión y recesión. Al observar la influencia de la Incertidumbre de Política Económica de España en la rentabilidad del Ibex-35 en épocas de expansión, no se encuentra una relación significativa. Si bien el parámetro dependiente muestra un signo negativo mostrando una posible influencia negativa, la significatividad obtenida es de 0.683, por lo que no puede rechazarse la hipótesis nula de que el parámetro dependiente tiene un valor igual a 0. Sin embargo, poniendo el foco de atención en la influencia de la Incertidumbre de Política Económica de España en la rentabilidad del Ibex-35 en épocas de recesión, se muestra una influencia negativa de esta incertidumbre en la rentabilidad de dicho índice. Así, se encuentra que ante el aumento de 1 punto de la Incertidumbre de Política Económica en este país se reduce la rentabilidad del Ibex-35 en 0.0232 puntos con una confianza superior al 95% y un R² de un 5,42%, aceptándose H.2. Estos resultados apoyan las defensas de Pastor y Veronesi (2012), Karnizova y Li (2014), Baker et al. (2012), Adjei y Adjei (2017) y Debata y Mahakud (2018), demostrándose como durante las contracciones económicas, los inversores están más sensibles a las dudas de los formuladores de políticas económicas provocando un efecto negativo en los mercados bursátiles.

De este modo, en este trabajo se demuestra como la Incertidumbre de Política Económica de España tiene un impacto negativo en la rentabilidad del Ibex-35, especialmente en épocas de recesión.

CONCLUSIONES

La posible influencia de la Incertidumbre de Política Económica en los mercados bursátiles ha sido un tema que ha generado gran interés en los últimos años. En este estudio se contribuye a la literatura existente al analizar la influencia de la Incertidumbre de Política Económica de España en la rentabilidad del Ibex-35 tomando en consideración el ciclo económico.

En base a los resultados obtenidos, se demuestra como la Incertidumbre de Política Económica de España tiene un impacto negativo en la rentabilidad del Ibex-35, provocando un incremento de dicha incertidumbre una reducción en la rentabilidad de este índice bursátil. Este resultado es consistente con los modelos de Finanzas del Comportamiento en los que la incertidumbre demuestra ser un factor fundamental en los precios bursátiles.

Al distinguir por ciclo económico, se demuestra como la rentabilidad del Ibex-35 se ve más afectada por la Incertidumbre de Política Económica en épocas de recesión que de expansión, no encontrándose influencia significativa para estos últimos. En épocas de recesión, el aumento de 1 punto de la Incertidumbre de Política Económica en este país se reduce la rentabilidad del Ibex-35 en 0.0232 puntos con una capacidad de explicación superior al 5%.

Los hallazgos obtenidos con esta investigación demuestran como el sentimiento de inseguridad generado en los inversores por la Incertidumbre de Política Económica tiene efectos tangibles en la rentabilidad de las acciones. Esta cuestión pone de manifiesto la importancia y la necesidad de un mayor control de los formuladores de políticas económicas sobre la transparencia y la estabilidad de sus decisiones para evitar sus consecuencias en los mercados bursátiles. Asimismo, la relación encontrada, resulta de utilidad para los inversores, tanto individuales como profesionales, al permitirles la información sobre la Incertidumbre de Política Económica aumentar su pronóstico y mejorar su eficiencia en la asignación de activos.

REFERENCIAS

- Adjei, F. A. and Adjei, M. (2017). Economic policy uncertainty, market returns and expected return predictability. *Journal of Financial Economic Policy*, 9(3), 242-259.
- Amengual, D., & Xiu, D. (2018). Resolution of policy uncertainty and sudden declines in volatility. *Journal of Econometrics*, 203(2), 297-315.
- Antonakakis, N., Chatziantoniou, I., & Filis, G. (2013). Dynamic co-movements of stock market returns, implied volatility and policy uncertainty. *Economics Letters*, 120(1), 87-92.
- Arouri, M., Estay, C., Rault, C., & Roubaud, D. (2016). Economic policy uncertainty and stock markets: Long-run evidence from the US. *Finance Research Letters*, 18, 136-141.
- Bachmann, R., Elstner, S. and Sims, E. R. (2013). Uncertainty and economic activity: Evidence from business survey data. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 5(2), 217-49.
- Baker, S. R, Bloom, N., & Davis, S. (2012). Measuring economic policy uncertainty. Stanford mimeo.
- Baker, S. R., Bloom, N. and Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636.
- Bernanke, B. S. (1983). Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 98(1), 85-106.
- Beugelsdijk, S., & Frijns, B. (2010). A cultural explanation of the foreign bias in international asset allocation. *Journal of Banking & Finance*, 34(9), 2121-2131.
- Bhagat, S., Ghosh, P. and Rangan, S. (2016), Economic policy uncertainty and economic growth in India. *Economic and Political Weekly*, 51(35), 72-81.
- Brogaard, J. and Detzel, A. (2015). The asset-pricing implications of government economic policy uncertainty. *Management Science*, 66(1), 3-18.
- Campbell, J. Y. (2000). Asset pricing at the millennium. *The Journal of Finance*, 55(4), 1515-1567.
- Chen, J., Jiang, F., & Tong, G. (2017). Economic policy uncertainty in China and stock market expected returns. *Accounting & Finance*, 57(5), 1265-1286.
- Debata, B., & Mahakud, J. (2018). Economic policy uncertainty and stock market liquidity: Does financial crisis make any difference?. *Journal of Financial Economic Policy*, 10(1), 112-135.
- Dow, S. C. (2010). Cognition, market sentiment and financial instability, *Cambridge Journal of Economics*, 35(2), 233-249.
- Dzielinski, M. (2012). Measuring economic uncertainty and its impact on the stock market. *Finance Research Letters*, 9(3), 167-175.

Federal Open Market Committee (2009). Minutes of the December 2009 Meeting. Disponible en: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20091216.htm>.

Gulen, H., & Ion, M. (2015). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 29(3), 523-564.

International Monetary Fund (2012). World Economic Outlook: Coping with High Debt and Sluggish Growth. October, IMF Press.

International Monetary Fund (2013). World Economic Outlook: Hopes, Realities, Risks. April, IMF Press.

Jiang, G., Lee, C. M., and Zhang, Y. (2005). Information uncertainty and expected returns, *Review of Accounting Studies*, 10(2-3), 185-221.

Johnson, T. C., & Lee, J. (2014). On the systematic volatility of unpriced earnings. *Journal of Financial Economics*, 114(1), 84-104.

Julio, B. and Yook, Y. (2012). Political uncertainty and corporate investment cycles. *Journal of Finance*, 67(1), 45-83.

Kang, W., and Ratti, R. (2013), "Oil shocks, policy uncertainty and stock market return", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 26(14), 305- 318.

Karnizova, L., & Li, J. C. (2014). Economic policy uncertainty, financial markets and probability of US recessions. *Economics Letters*, 125(2), 261-265.

Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.

Knight, F. H. (1921), Risk, uncertainty, and profit, Boston, MA: Schaffner and Marx; Houghton Mifflin Co.

Kumar, A., Page, J. K., & Spalt, O. G. (2012). Investor sentiment and return comovements: Evidence from stock splits and headquarters changes. *Review of Finance*, 17(3), 921-953.

Li, X., Balciar, M., Gupta, M. and T Chang, 2016. The causal relationship between economic policy uncertainty and stock returns in China and India: Evidence from a bootstrap rolling-window approach. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52 (3), 674-689.

Liu, L., & Zhang, T. (2015). Economic policy uncertainty and stock market volatility". *Finance Research Letters*, 15(8), 99-105.

Liu, Z., Ye, Y., Ma, F., & Liu, J. (2017). Can economic policy uncertainty help to forecast the volatility: A multifractal perspective. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 482, 181-188.

Ozoguz, A. (2009). Good times or bad times? Investors' uncertainty and stock returns. *Review of Financial Studies*, 22(11), 4377-4422.

- Panousi, V., & Papanikolaou, D. (2012). Investment, idiosyncratic risk, and ownership. *The Journal of Finance*, 67(3), 1113-1148.
- Pastor, L. and Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices. *Journal of Finance*, 67(4), 1219-1264.
- Phan, D.H.B., Sharma, S.S. and Tran, V.T., 2018. Can Economic Policy Uncertainty Predict Stock Returns? Global Evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 55 (July), 134-150.
- Price, V. and Tewksbury, D. (1997). News values and public opinion: A theoretical account of media priming and framing. *Progress in communication sciences*, 13, 173-212.
- Shahzad, S. J. H., Raza, N., Balcilar, M., Ali, S., & Shahbaz, M. (2017). Can economic policy uncertainty and investors sentiment predict commodities returns and volatility?. *Resources Policy*, 53, 208-218.
- Shiller, R.J. (2005). Behavioural economics and institutional innovation. *Cowles Foundation Discussion Paper, No. 1499*, available at: <https://pdfs.semanticscholar.org/fc51/6e7f6d863af430166d3b5a1a336783715ddc.pdf>
- Sum, V. (2012). Economic policy uncertainty and stock market returns. *International Review of Applied Financial Issues and Economics, Forthcoming*, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2073184> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2073184>
- Sum, V., & Fanta, F. (2012). Long-run relation and speed of adjustment of economic policy uncertainty and excess return volatility. *International Research Journal of Finance and Economics*, 106, 6-12.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185(4157), 1124-1131.
- Yao, C. Z. and Sun, B.Y., 2018. The study on the tail dependence structure between the economic policy uncertainty and several financial markets. *The North American Journal of Economics and Finance*, 45, 245-265.