



UNIVERSIDAD DEL BÍO-BÍO



MAGISTER EN GESTIÓN DE EMPRESAS

TRABAJO DE GRADO II

“OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO, DESEMPEÑO DEL MERCADO BURSÁTIL Y CICLOS PRESIDENCIALES; ARGENTINA, BRASIL, CHILE, COLOMBIA Y MÉXICO, 1990- 2015”

Programa Ejecutivo

Autor : Navarrete Sandoval Marcelo Alonso

Profesor Guía : Mg. Edinson Cornejo Saavedra

Chillán, enero 2018

Resumen

Este estudio evaluó las oportunidades de crecimiento y el desempeño del mercado bursátil de los principales mercados bursátiles de Latinoamérica (Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México), durante los diferentes ciclos presidenciales del período 1990 – 2015.

Para efectos de las oportunidades de crecimiento, se analizó el ratio Mercado/Libro de todas las firmas que cotizaron en los mercados bursátiles señalados durante dicho período.

Los ciclos presidenciales que presentaron las mayores oportunidades de crecimiento en cada país durante el periodo analizado, considerando el penúltimo año de mandato de cada gobierno, y de acuerdo a la mediana del ratio Mercado/Libro fueron: Fernández (2014, Argentina), Lula (2009, Brasil), Aylwin (1993, Chile), Uribe (2009, Colombia) y Salinas (1993, México).

Los ciclos presidenciales que presentaron las menores oportunidades de crecimiento en cada país durante el periodo analizado, considerando el penúltimo año de mandato de cada gobierno, y de acuerdo a la mediana del ratio Mercado/Libro fueron: Fernando de la Rúa (1988, Argentina), Fernando Collor (1991, Brasil), Eduardo Frei (1999, Chile), Ernesto Samper (1997, Colombia) y Ernesto Zedillo (1999, México).

Los principales resultados, según el ratio Mercado/Libro, mostraron diferencias significativas entre las oportunidades de crecimiento de los penúltimos años de los periodos presidenciales, tanto en Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México. Los resultados permitieron concluir que las mayores oportunidades de crecimiento ocurrieron, generalmente, bajo un gobierno de centro-izquierda.

También, se calculó el desempeño -medido por el retorno y la volatilidad de un índice bursátil- del mercado bursátil para el mismo periodo.

Los ciclos presidenciales que presentaron un mayor desempeño del mercado bursátil, acompañado de un escenario atractivo para el inversionista nacional, en cada país durante el periodo analizado y considerando el penúltimo año de mandato de cada gobierno fueron: Fernández (2010, Argentina), Lula (2009, Brasil), Aylwin (1993, Chile), Uribe (2009, Colombia) y Zedillo (1999, México).

Los ciclos presidenciales que presentaron un mayor desempeño del mercado bursátil, acompañado de un escenario atractivo para el inversionista internacional, en cada país durante el periodo analizado y considerando el penúltimo año de mandato de cada gobierno fueron: Fernández (2010, Argentina), Lula (2009, Brasil), Aylwin (1993, Chile), Uribe (2009, Colombia) y Zedillo (1999, México).

Palabras clave: Ratio Mercado/Libro, Oportunidades de crecimiento, Desempeño del mercado bursátil, Ciclos Presidenciales.

Abstract

This study evaluated the opportunities for growth and performance of the stock market of the main stock markets of Latin America (Argentina, Brazil, Chile, Colombia and Mexico), during the different presidential cycles of the period 1990 - 2015.

For the purposes of growth opportunities, the Market / Book ratio of all the companies that traded on the stock markets indicated during said period was analyzed.

The presidential cycles that presented the greatest growth opportunities in each country during the analyzed period, considering the penultimate year of mandate of each government, and according to the median of the Market / Book ratio were: Fernández (2014, Argentina), Lula (2009, Brazil), Aylwin (1993, Chile), Uribe (2009, Colombia) and Salinas (1993, Mexico).

The presidential cycles that presented the lowest growth opportunities in each country during the analyzed period, considering the penultimate year of mandate of each government, and according to the median of the Market / Book ratio were: Fernando de la Rúa (1988, Argentina), Fernando Collor (1991, Brazil), Eduardo Frei (1999, Chile), Ernesto Samper (1997, Colombia) and Ernesto Zedillo (1999, Mexico).

The main results, according to the Market / Book ratio, showed significant differences between the growth opportunities of the penultimate years of the presidential periods, in Argentina, Brazil, Chile, Colombia and Mexico. The results allowed to conclude that the greatest growth opportunities occurred, generally, under a center-left government. Also, the performance - measured by the return and volatility of a stock index - of the stock market for the same period was calculated.

The presidential cycles that presented a greater performance of the stock market, accompanied by an attractive scenario for the national investor, in each country during the analyzed period and considering the penultimate year of mandate of each government were: Fernández (2010, Argentina), Lula (2009, Brazil), Aylwin (1993, Chile), Uribe (2009, Colombia) and Zedillo (1999, Mexico).

The presidential cycles that presented a greater performance of the stock market, accompanied by an attractive scenario for the international investor, in each country during the analyzed period and considering the penultimate year of mandate of each government were: Fernández (2010, Argentina), Lula (2009, Brazil), Aylwin (1993, Chile), Uribe (2009, Colombia) and Zedillo (1999, Mexico).

Keywords: Market / Book Ratio, Growth Opportunities, Stock Market Performance, Presidential Cycles.

ÍNDICE

I.	PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN.....	8
1.1.	Fundamentación y formulación del problema de investigación.....	8
1.2.	Importancia y justificación del estudio.....	8
II.	OBJETIVOS.....	10
2.1.	Objetivo general.....	10
2.3.	Objetivos específicos.....	10
III.	MARCO TEÓRICO; ESTADO DEL ARTE.....	11
3.1.	Oportunidades de crecimiento.....	11
3.1.1.	Evidencia para Estados Unidos y Europa.....	11
3.1.2.	Evidencia para América Latina y Mercados Emergentes.....	12
3.2.	Periodos Presidenciales.....	14
3.2.1.	Evidencia para Estados Unidos.....	14
3.2.2.	Evidencia para América Latina y Mercados Emergentes.....	14
3.3.	Oportunidades de crecimiento, desempeño del mercado bursátil y ciclos presidenciales.....	16
3.3.1.	Evidencia para Estados Unidos y Europa.....	16
3.3.2.	Evidencia para América Latina y Mercados Emergentes.....	25
3.4.	Medición de oportunidades de crecimiento.....	27
3.4.1.	Ratio de mercado: price to book.....	27
3.5.	Medición del desempeño del mercado bursátil.....	28
3.6.	Caracterización principales Economías Latinoamericanas.....	29
3.5.1.	Argentina.....	29
3.5.2.	Brasil.....	29
3.5.3.	Chile.....	30
3.5.4.	Colombia.....	30
3.5.5.	México.....	30
3.6.	Caracterización de los ciclos presidenciales de las principales Economías Latinoamericanas.....	31

3.6.1. Ciclos Presidenciales en Argentina	31
3.6.2. Ciclos Presidenciales en Brasil.....	32
3.6.3. Ciclos Presidenciales en Chile.....	33
3.6.4. Ciclos Presidenciales en Colombia	33
3.6.5. Ciclos Presidenciales en México	34
IV. METODOLOGÍA.....	35
4.1. Tipo de estudio	35
4.2. Recopilación de datos.....	35
4.3. Metodología aplicada	36
4.3.1. Análisis de las oportunidades de crecimiento y ciclos políticos.	36
4.3.2. Análisis del desempeño del mercado bursátil y ciclos políticos.	36
4.4. Criterios de elegibilidad	37
4.5. Análisis estadístico	38
4.5.1. Clasificación por País	38
4.6. Hipótesis de Estudio.....	38
V. RESULTADOS	40
5.1. Argentina: Oportunidades de crecimiento y ciclos presidenciales.	40
5.2. Brasil: Oportunidades de crecimiento y ciclos presidenciales.	42
5.3. Chile: Oportunidades de crecimiento y ciclos presidenciales.	44
5.4. Colombia: Oportunidades de crecimiento y ciclos presidenciales.	45
5.5. México: Oportunidades de crecimiento y ciclos presidenciales.....	46
5.6. Análisis comparativo entre países.	48
5.7 Argentina: Desempeño del mercado bursátil y ciclos políticos.	50
5.8 Brasil: Desempeño del mercado bursátil y ciclos políticos.....	52
5.9 Chile: Desempeño del mercado bursátil y ciclos políticos.....	55
5.10 Colombia: Desempeño del mercado bursátil y ciclos políticos.....	57
5.11 México: Desempeño del mercado bursátil y ciclos políticos.	59
VI. CONCLUSIONES.....	61
VII. BIBLIOGRAFÍA.....	63
VIII. ANEXOS.....	68

INTRODUCCIÓN

Las oportunidades de crecimiento y el desempeño del mercado bursátil representan una variable de interés a nivel de empresa y de mercado, puesto que pueden influir en las decisiones de inversión o desinversión de potenciales agentes nacionales e internacionales, además de afectar, también, las políticas de financiamiento y de dividendos de una organización.

La evolución de la tasa de crecimiento de las principales economías latinoamericanas durante las dos últimas décadas conduce a cuestionar qué ha ocurrido con las oportunidades de crecimiento y el desempeño de su mercado bursátil. Este estudio evalúa las oportunidades de crecimiento y el desempeño del mercado bursátil de las principales economías Latinoamericanas —Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México— a través de sus diferentes ciclos presidenciales, durante el periodo 1990-2015.

Este estudio se justifica en que las oportunidades de crecimiento y el desempeño del mercado bursátil son de gran importancia para el desarrollo de un país, ya que atraen capitales extranjeros para financiar futuros proyectos de inversión con valor actual neto positivo, siendo claves para la generación de empleo y la creación de riqueza. También, las economías emergentes y en transición se encuentran en una constante competencia por atraer inversionistas internacionales. Es por lo anterior que una evaluación de las oportunidades de crecimiento y el desempeño del mercado bursátil de Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México permitiría conocer si estos han ganado o perdido atractivo en los últimos 25 años y, además, considerando sus diferentes ciclos presidenciales.

Por otra parte, los resultados de este estudio permitirían informar a los ciudadanos acerca de la relación entre las oportunidades de crecimiento, el desempeño del mercado bursátil y los ciclos presidenciales presentes en los países objeto de estudio, para de esta manera favorecer el crecimiento económico de las naciones.

I. PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

1.1. Fundamentación y formulación del problema de investigación.

Numerosos autores han estudiado la evolución de las oportunidades de crecimiento, el desempeño del mercado bursátil, y también la influencia que los ciclos políticos o presidenciales puedan llegar a tener en éstas (Mason y Merton, 1985; Baixauli, Pacheco y Lapeña, 2005; Bialkowski, Gottschalk y Wisniewski, 2006; Booth y Booth, 2003; Wong y McAleer, 2008; Cornejo y Améstica, 2015; entre otros). Estos estudios, en su mayoría mostraron evidencia para Estados Unidos y Europa. Esta investigación se centra en las cinco principales economías latinoamericanas: Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México.

Los ciclos presidenciales pueden modificar las oportunidades de crecimiento y alterar el comportamiento de los mercados bursátiles. Estos efectos podrían ser relevantes en las economías emergentes, caracterizadas por inestabilidades políticas y debilidades institucionales.

¿Cómo fueron afectadas las oportunidades de crecimiento de las economías latinoamericanas por los ciclos presidenciales, durante el periodo 1990-2015?, y ¿cómo se desempeñaron los mercados bursátiles en los diferentes ciclos presidenciales, durante dicho periodo? Además, ¿existe una forma de gobierno que motive mayores oportunidades de crecimiento en dichas economías? Este trabajo analizó la información financiera disponible de cinco países de Latinoamérica para dar una respuesta a estas interrogantes.

1.2. Importancia y justificación del estudio.

La importancia y justificación de este estudio radica en que las oportunidades de crecimiento y el desempeño del mercado bursátil son relevantes para el desarrollo de un país, puesto que atraen capitales externos para financiar futuros proyectos de inversión con valor actual neto positivo, siendo claves para la generación de empleo y la creación de riqueza. Además, las economías emergentes y en transición compiten entre sí por atraer inversionistas extranjeros. Es por lo anterior que una evaluación de las oportunidades de crecimiento y el desempeño del mercado bursátil de Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México permitiría conocer si estos han ganado o perdido atractivo en los últimos 25 años y, además, considerando sus diferentes ciclos presidenciales.

Por otro lado, los resultados de este estudio permitirían dar a conocer a las personas acerca de la relación entre las oportunidades de crecimiento, desempeño del mercado bursátil y los ciclos presidenciales presentes en las distintas economías evaluadas, para de esta forma favorecer el crecimiento económico de los países.

II. OBJETIVOS

2.1. Objetivo general.

“Evaluar las oportunidades de crecimiento y el desempeño del mercado bursátil de las principales economías Latinoamericanas —Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México— a través de sus diferentes ciclos presidenciales, durante el periodo 1990-2015”.

2.3. Objetivos específicos.

- 1) Identificar los ciclos presidenciales de Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México, durante el periodo 1990-2015.
- 2) Calcular una medida de las oportunidades de crecimiento de la economía, para cada ciclo presidencial, en cada país.
- 3) Calcular el retorno y la volatilidad del mercado bursátil, para cada ciclo presidencial, en cada país.
- 4) Comparar las oportunidades de crecimiento y el desempeño bursátil entre los diferentes ciclos presidenciales de los países analizados.

III. MARCO TEÓRICO; ESTADO DEL ARTE

3.1. Oportunidades de crecimiento

El concepto de oportunidades de crecimiento es una variable de interés para la empresa y el mercado en donde se manifiesta el derecho de acceder a la explotación de una oportunidad latente en un determinado mercado, influyendo en la toma de decisiones de los distintos gobiernos corporativos en cuanto a inversión, ya sea nacional o extranjera, destacando que aún no se ha comprometido ningún tipo de capital.

Los autores Wright, Ferris, Sarin y Awasthi (1996) advirtieron que las empresas poseen oportunidades de crecimiento, ya sea porque su entorno externo les ofrece importantes posibilidades de negocios futuros (por ejemplo, localización en una industria de atractivo futuro), o bien porque poseen recursos internos de valor (por ejemplo, recursos humanos, cultura, tecnología).

Garner, Nam y Ottoo (2002) añaden que la capacidad para valorar explícitamente el potencial de un activo o las oportunidades de crecimiento de una empresa ha sido una de las metas financieras más difíciles de lograr.

En relación con lo anterior, Andrés y De la Fuente (2004) definen las oportunidades de crecimiento o de inversión como el derecho a acceder a la explotación de una oportunidad latente en un determinado mercado, y es por esto que el concepto ha sido objeto de diferentes estudios alrededor del mundo.

Baixauli, Pacheco y Lapeña (2005) consideraron que las oportunidades de crecimiento radican en que son potenciales decisiones de inversión que las compañías pueden adoptar en un futuro próximo y en las que todavía no se ha comprometido ningún capital.

Más cercano a la actualidad, Cornejo y Améstica (2015) señalan que las oportunidades de crecimiento constituyen una variable de interés a nivel de empresas y de mercado, ya que pueden influir en las decisiones de inversión o desinversión de los agentes nacionales y extranjeros, y también afectar las políticas de financiamiento y de dividendos de una organización.

3.1.1. Evidencia para Estados Unidos y Europa

Los autores Goyal, Lehn y Racic (2002) examinaron en Estados Unidos cómo los cambios en las oportunidades de crecimiento afectan el nivel y la estructura de la deuda corporativa. Trabajaron con una muestra de 61 firmas de defensa y una muestra benchmark de 61 empresas manufactureras y examinaron cómo se modificaron el nivel

y la estructura de deuda corporativa durante el periodo de 1980-1995, tiempo que abarcó los cambios en las oportunidades de crecimiento. Los principales resultados indicaron que los niveles de deuda de los fabricantes de armas, que fueron los más afectados por los cambios en las oportunidades de crecimiento, aumentaron significativamente a medida que sus oportunidades de crecimiento disminuyeron. Estos resultados complementaron otros estudios que encontraron una relación transversal entre proxies de oportunidades de crecimiento y variables de apalancamiento, y validaron el rol destacado desempeñado por las oportunidades de crecimiento en la teoría de finanzas corporativas.

Por otra parte, Garner, J., Nam, J., & Ottoo, R. (2002) presentaron un modelo de valoración analítica de oportunidades de crecimiento, centrando el estudio principalmente en empresas emergentes, para una muestra de 243 firmas de la industria biotecnológica, se determinó que la velocidad de la innovación era un elemento determinante del valor de mercado de una empresa.

Billett, M. T., KING, T. H. D., & Mauer, D. C. (2007) investigaron el efecto de las oportunidades de crecimiento en la oportunidad de inversión de una empresa establecida en su elección conjunta de apalancamiento, vencimiento de la deuda y pactos. Con la utilización de una base de datos de emisión de deudas que contiene información detallada sobre pactos, se proporcionó evidencia de gran muestra de la incidencia de los pactos en deuda pública y se construyeron índices a nivel de firmas de protección de pactos de tenedores de bonos. Se encontró que la protección del pacto está aumentando significativamente en oportunidades de crecimiento, madurez de deuda y apalancamiento. Además, se encontró que la relación negativa entre el apalancamiento y las oportunidades de crecimiento es significativamente atenuada por la protección del pacto, lo que sugiere que los pactos pueden mitigar los costos de agencia de la deuda para las empresas de alto crecimiento.

Más tarde, Boudry, Kallberg y Liu (2013) usaron una muestra de 139 fondos de inversión en bienes inmuebles (Real Estate Investment Trusts), y examinaron las oportunidades de inversión y la recompra de acciones en el periodo de 1996-2010. Los autores enfatizaron que escasas oportunidades de inversión estaban relacionadas con mayores niveles de recompra de acciones. También revelaron que el nivel de efectivo estaba positivamente relacionado con las recompras únicamente para el conjunto de firmas con menores oportunidades de inversión. Además, dieron a conocer una relación negativa entre los retornos de los anuncios de recompra de acciones y las oportunidades de inversión.

3.1.2. Evidencia para América Latina y Mercados Emergentes

Palenzuela, Hoffmann y González (2004), con el objetivo de contrastar si la elección del nivel y plazo de endeudamiento de las empresas chilenas estaba determinada por sus oportunidades de crecimiento, por su estructura de propiedad y por las características del entorno institucional en el que actuaban, realizaron un análisis empírico sobre un panel de datos incompleto de 169 empresas para el periodo 1990-2001. Los autores observaron que las oportunidades de crecimiento de las empresas fueron financiadas principalmente con deuda de largo plazo. La alta concentración de la propiedad en las empresas chilenas y la existencia de oportunidades de crecimiento favorecieron el endeudamiento como medio de financiación.

Por otro lado, Rivera (2007) presentó un estudio cuyo propósito principal fue dar a conocer la estructura financiera y los factores determinantes para la estructura de capital en las pymes de sector de confecciones (valle del Cauca, Colombia), donde se consideraron las oportunidades de crecimiento, entre otras variables, como uno de los elementos más influyentes al momento de tomar la decisión de endeudarse a largo plazo. Más tarde, este autor realizó un nuevo estudio (2008), donde el principal objetivo fue conocer los factores que influyeron en la toma de decisiones de financiamiento a largo plazo en la industria metalmecánica (Valle del Cauca, Colombia) en el periodo del 2000-2006, en el cual se observó una relación positiva entre las oportunidades de crecimiento y el endeudamiento.

Ya en el año 2015, Améstica y Cornejo evaluaron las oportunidades de crecimiento del mercado bursátil chileno entre los años 1990 y 2013, a partir del análisis de los principales ratios de mercado de las empresas del Índice General de Precios de Acciones (IGPA) de la Bolsa de Comercio de Santiago. Los ratios Price to Earnings, Price to Book y Price to Sales fueron usados como un proxy de las oportunidades de crecimiento. Para este estudio se confeccionó una clasificación de las empresas según su industria.

Según lo anterior, los principales resultados indicaron que las industrias con mayores oportunidades de crecimiento fueron Servicios Básicos (1994), Retail (2007) y Finanzas y Seguros (1991). Las industrias con menores oportunidades de crecimiento fueron Agricultura (1998 y 2000), Transporte y Almacenamiento (1998) y Manufactura (1998). Al término del año 2013, las industrias con mayores Oportunidades de crecimiento fueron Servicios Básicos, Retail, y Finanzas y Seguros, y las industrias con menores Oportunidades de crecimiento fueron Agricultura, Minería, y Transporte y Almacenamiento. Al considerar el mercado bursátil en su conjunto, se observó que las oportunidades de crecimiento disminuyeron desde 1,8 en el año 2010 hasta 1,2 en el año 2013. Además, se encontraron diferencias estadísticamente significativas entre las oportunidades de crecimiento de los distintos periodos presidenciales.

3.2. Periodos Presidenciales

Los periodos presidenciales o ciclos políticos han sido objeto de importantes estudios de carácter cuantitativo y cualitativo, en cuanto a la búsqueda de mecanismos causales y significancias estadísticas que expliquen la aprobación presidencial. El análisis se ha centrado en indicadores económicos, identificación partidaria, evaluación retrospectiva y prospectiva de programas, políticas públicas, género, y nivel socioeconómico, entre otras variables independientes de la aprobación presidencial.

3.2.1. Evidencia para Estados Unidos

Clarke, Stewart, Ault y Elliot (2005), en un estudio aplicado al caso estadounidense, analizaron el efecto de la variable “género” en la evaluación de la economía y las dinámicas de la aprobación presidencial en el periodo de 1978-1997. Los principales resultados arrojaron que la evaluación de la economía del género femenino fue estadísticamente inferior en relación a la del género masculino, independientemente de quien ocupe el puesto presidencial.

Por otra parte, en el año 2007, los autores Lebo y Cassino identificaron las diferencias en términos de aprobación presidencial entre individuos con inclinación a los partidos Demócrata, Republicano e Independientes en Estados Unidos durante los años 1955 al 2005. Estos autores revelaron evidencia de que los cambios en el desempeño económico del país fueron asimilados de manera distinta entre grupos partidarios.

3.2.2. Evidencia para América Latina y Mercados Emergentes

Un estudio realizado por Altman (2001), sustentó que las cifras de aprobación presidencial en Chile cobraron especial interés por parte de los actores políticos y los medios de comunicación. Fuera de dar a conocer el “momentum” político en el que se encontraba la sociedad y de operar como una especie de soporte a la gobernabilidad, las cifras de aprobación presidencial adquirieron un estatus de “detonador” de toma de decisiones importante en la política nacional, incidiendo en los ciclos políticos.

En el año 2005, al estudiar los dos periodos presidenciales de Fernando Enrique Cardoso en Brasil entre 1995 y 2002, el autor Gramacho señaló que el apoyo a Cardoso siguió un patrón consistente con la hipótesis del voto económico (parte del supuesto de un votante individualista y maximizador, que calcula y procesa la información disponible y, a partir de ello, premia o castiga al partido en el poder. Básicamente, si el elector percibe una situación económica favorable votará por el partido en el gobierno, premiándolo; si su apreciación es desfavorable lo castigará, votando por la oposición). Tomando los coeficientes estandarizados, se concluyó que la “devaluación” fue la

variable con mayor impacto en la evaluación presidencial, seguida por “desempleo”; mientras que la “inflación” no apareció como una variable estadísticamente significativa en la aprobación del presidente brasileño.

Posteriormente, Curiel (2007) dio a conocer en su estudio que las elecciones en México no tuvieron efecto alguno en variables como la tasa de crecimiento del PIB, el desempleo y la inflación, excepto en el gasto público, puesto que este último creció de manera extraordinaria justo antes de las elecciones presidenciales, sin alterar el ciclo económico.

Más tarde, Morales y Saldaña (2008), mediante el cruce de datos de la encuesta UDP 2005 y 2008, señalaron que la aprobación presidencial de Ricardo Lagos y Michelle Bachelet tenían patrones distintos. Así, mientras durante el periodo de Lagos el presidente fue mejor evaluado por los estratos socioeconómicos altos; la presidenta Bachelet fue contundentemente mejor evaluada por los sectores socioeconómicos más bajos.

Luego, en el año 2009, los autores Maldonado y Pimentel estudiaron los casos de los ex presidentes Alejandro Toledo y Alan García para el caso de Perú, mediante un análisis descriptivo de los patrones de aprobación, e inferencial respecto a sus determinantes mediante regresiones con sets de variables independientes económicas y políticas. Una primera constatación por parte de los autores fue que las curvas de aprobación presidencial se asimilaron de manera fidedigna a las de una parábola (o forma de U), donde los mayores niveles de aprobación fueron alcanzados al inicio del periodo y al final del mismo; por contrapartida, los menores niveles de aprobación fueron alcanzados en la mitad del periodo presidencial. En relación al análisis cuantitativo, el análisis de regresión para ambos presidentes indicó que los factores que explicaban la aprobación presidencial fueron aquéllos que incorporaban una visión contingente de la economía (por ejemplo: empleo, y visión prospectiva de la política).

Al siguiente año, Arriagada, Navia y Schuster (2010) relacionaron la aprobación presidencial con el consumo de medios de información. La tesis planteada fue que el consumo de diarios provocaba en la gente posiciones más extremas en términos de apruebo o rechazo, o bien, que las personas utilizaban esta información de los medios de comunicación para reforzar sus posiciones políticas iniciales. Así, durante los años 2007 y 2008, mayores niveles de consumo de medios de comunicación (sobre todo en materia económica) se vincularon con menores niveles de aprobación presidencial.

Posteriormente, Catterberg y Palanza (2012) a partir de los datos de encuestas de opinión respecto a la opinión pública y los ciclos políticos en la administración de Cristina Fernández de Kirchner en Argentina, determinaron que tras un primer ciclo de baja popularidad, marcado principalmente por la crisis política de 2008, agudizándose la tendencia durante el año 2009 a raíz de la crisis económica internacional y el manejo de la economía trasandina, surgió un nuevo ciclo a partir de 2010; así, de la mano de una

mejora en las cifras económicas, la popularidad de Cristina Fernández experimentó un alza, tendencia que se consolidó a partir de la muerte de Néstor Kirchner, logrando pasar de niveles de desaprobación en torno al 66% en el primer ciclo, a niveles de aprobación presidencial que alcanzaron cifras superiores al 60% a inicios de 2010. Por lo tanto, a juicio de las autoras, la conjugación de crecimiento económico y la presencia de una “corriente de empatía” hacia la presidenta fueron fundamentales en el alza de su popularidad.

Ya en el año 2013, Ramírez y Varas analizaron los determinantes de la aprobación presidencial en Chile mediante análisis cuantitativos de los resultados de la encuesta CEP para el periodo 2000-2012. Entre los principales hallazgos del análisis econométrico se observa que la probabilidad de aprobación presidencial y su influencia no son constantes en el tiempo, sino que dependen del presidente de turno. Del mismo modo, no se observa un claro patrón de asociación entre la divulgación de resultados la encuesta CEP y la toma de decisiones estratégicas del ejecutivo, en materia de conformación de gabinetes.

3.3. Oportunidades de crecimiento, desempeño del mercado bursátil y ciclos presidenciales.

La relación entre estos conceptos ha sido examinada en variados estudios, analizando el efecto de las elecciones presidenciales, el rol que juegan los sistemas electorales, los partidos políticos, la incertidumbre política, los ciclos presidenciales y cómo estos inciden en el valor y en la volatilidad de los activos financieros.

3.3.1. Evidencia para Estados Unidos y Europa

La relación entre las elecciones presidenciales y el desempeño del mercado bursátil se puede vislumbrar en el estudio seminal de Niederhoffer, Gibbs y Bullock en el año 1970. Dicho estudio analizó el comportamiento del mercado de valores luego de conocerse el resultado de las elecciones para el caso de Estados Unidos. Los autores encontraron que el cambio en los precios de las acciones después de las elecciones fue generalmente positivo con incrementos posteriores a las victorias Republicanas. De esta forma, se concluyó que los resultados empíricos apoyaban de cierta forma la idea de que el mercado bursátil se comportaba mejor bajo los mandatos Republicanos, por lo menos en el corto plazo posterior a las elecciones presidenciales. Cabe destacar que autores como Reilly y Drzycimski (1976), Riley y Luksetich (1980) y Allvine y O’Neill (1980) realizaron estudios similares llegando a las mismas conclusiones que Niederhoffer et al. (1970).

Alexander, G. J., & Buchholz, R. A. (1978) examinó la relación entre responsabilidad social y desempeño bursátil de corporaciones en los Estados Unidos

para el período 1970-1974. Las medidas de riesgo y rendimientos diferenciales de los valores en las encuestas de responsabilidad social se calcularon para el período de muestra de cinco años 1970-1974 y un subperíodo de tres años 1971-1973. Las medidas de rendimiento diferencial se clasificaron en orden descendente en los períodos de cinco y tres años. Las correlaciones de rangos de orden se calcularon entre el rango de la encuesta y el rango de retorno diferencial. Estas correlaciones indicaron una baja relación insignificante entre el desempeño ajustado al riesgo y el grado de responsabilidad social.

Hay dos efectos políticos estudiados dentro de la literatura de finanzas, el “ciclo político de negocios” (“ciclo presidencial” en Estados Unidos) y el “efecto de la elección”. El primero analiza la rentabilidad de los mercados de valores durante la vigencia de un gobierno; y el segundo examina los retornos de las acciones alrededor de la fecha de las elecciones. Enfocando la atención en el ciclo presidencial, numerosos estudios han examinado el efecto que los ciclos políticos tienen sobre el rendimiento de las acciones, y proporcionan una justificación para que los inversores incorporen el ciclo presidencial en sus decisiones de inversión, con el fin de obtener un mayor retorno. Se llegó al consenso general de que existe un patrón observable en una serie de economías, sin embargo, este patrón varía entre los sistemas políticos. Este movimiento podría ser provocado por los gobiernos, ya sea aumentando o restringiendo la política monetaria y fiscal, con el fin de impulsar la prosperidad y, con ello, sus posibilidades de reelección.

Es una creencia común que los mercados funcionan mejor bajo un gobierno de centroderecha, ya que son más propensos a legislar a favor de la empresa y están menos preocupados con temas de bienestar social, con una preferencia hacia el libre mercado. Por otra parte, los partidos políticos de centroizquierda tienden a aumentar el nivel de inflación en las economías a través de un aumento del empleo. El foco de interés está en la aparente preferencia del mercado por los presidentes de centroderecha, especialmente por los republicanos en los Estados Unidos. No obstante, en Estados Unidos las acciones se desempeñan mejor con presidentes demócratas de centroizquierda que con presidentes republicanos de centro-derecha. Hensel y Ziemba (1995) sugieren que esto puede deberse a que los gobiernos democráticos disponen de políticas destinadas a beneficiar a las pequeñas empresas.

Por otra parte, en un estudio llevado a cabo en el año 1986, los autores Cowart y Yantex formaron una serie de 26 observaciones semanales para cada periodo electoral desde el año 1935 a 1981, y hallaron que los precios de las acciones del mercado bursátil presentaron una tendencia al alza varias semanas antes de que las elecciones se llevaran a cabo. Además, encontraron que los precios aumentaban y el volumen de las transacciones descendía bruscamente en el momento que los candidatos Republicanos

ganaban las elecciones y que ocurría lo opuesto cuando los candidatos Demócratas eran elegidos.

Posteriormente, Gärtner y Wellershoff (1995) demostraron que durante más de tres décadas los precios de las acciones de EE.UU. han seguido un ciclo de cuatro años: los precios de las acciones caen durante la primera mitad de una presidencia, y se elevan durante la segunda. Esto es válido para diferentes índices de acciones, nominales o reales. Se manifestó que, bajo los gobiernos demócratas y gobiernos republicanos, parece bastante sólido con el tiempo, y no desaparece si la ecuación de estimación se ve aumentada por procesos ARMA o variables macroeconómicas. En retrospectiva, la explotación de este ciclo podría haber dado lugar a una tasa de rendimiento real del 57,52% en cuatro años, en comparación con el 21,66% producido mediante una simple estrategia de comprar y mantener.

Un par de años después, Thorbecke (1997) investigó si la política monetaria es neutral mediante el examen de cómo responden los retornos a los cambios de política monetaria. En todos los casos, la evidencia indicó que la política expansiva aumenta la rentabilidad de las acciones, ex post. Los resultados de la estimación de un modelo de múltiples factores también indicaron que la exposición a la política monetaria aumenta el retorno ex-ante de un activo.

Al año siguiente, Dinenis, E., & Staikouras, S. K. (1998) examinaron el impacto de los cambios en las tasas de interés en los rendimientos de las acciones ordinarias de las carteras de instituciones financieras en el Reino Unido. Los cinco grupos de instituciones financieras examinadas fueron los bancos, las compañías de seguros, los fideicomisos de inversión, las sociedades de inversión inmobiliaria y las empresas financieras. Además, una amplia muestra de empresas no financieras se consideró con fines comparativos. Se empleó un modelo de dos índices para probar el efecto de los cambios actuales y no anticipados de las tasas de interés. También se introdujo un elemento de volatilidad en los rendimientos del mercado bursátil en un modelo de tres índices para medir el efecto de la variabilidad de las tasas de interés en los retornos de estos intermediarios financieros. En el documento surgieron dos implicaciones principales tanto para las empresas financieras como para las no financieras. En primer lugar, pareció existir una relación significativamente negativa entre los rendimientos de las acciones ordinarias y los cambios en las tasas de interés. En segundo lugar, los rendimientos de las acciones ordinarias y la variabilidad de las tasas de interés estuvieron relacionados con un coeficiente significativamente positivo.

Luego, Lapeña, R. F., Juncadella, J. S., & González, A. S. (1999) analizaron la repercusión de las fluctuaciones no anticipadas de los tipos de interés sobre la cotización de las acciones de los diferentes sectores bursátiles españoles durante el período mayo 1993 y diciembre 1996. Para evaluar esta repercusión se utilizó el modelo

de duración empírica, entendida como la elasticidad del valor del título con respecto a las variaciones de los tipos de interés. El artículo analizó adicionalmente la estabilidad estructural de las duraciones obtenidas y la conexión entre la duración y otras medidas de riesgo tales como la Beta CAPM y la volatilidad de los índices. Los resultados del estudio avalaron la relación negativa entre los cambios no esperados de tipos de interés y la rentabilidad de las acciones, unas duraciones muy inferiores a las propuestas por los modelos teóricos, pero consistentes con otros estudios empíricos, y una mayor capacidad explicativa de los cambios en los niveles de los índices sectoriales de las series de tipos de interés a largo plazo sobre las series de tipos de interés a corto plazo.

Por la misma época, Desai, H., & Jain, P. C. (1999) examinaron para el caso estadounidense si un aumento en el enfoque es una explicación de las ganancias del mercado de valores asociadas con los spinoffs (una empresa u organización nacida como extensión de otra mediante la separación de una división subsidiaria). Para una muestra de 155 spinoffs entre los años 1975 y 1991, se encontró que tanto el período de anuncio como los retornos anormales a largo plazo de los spinoffs de aumento de foco son significativamente mayores que los retornos anormales correspondientes a los spinoffs crecientes de no foco. Los resultados del cambio en el desempeño operativo fueron consistentes con los del desempeño del mercado bursátil. En forma transversal, el desempeño del mercado de valores, así como el desempeño operativo, se asociaron positivamente con el cambio de enfoque. Un análisis de los spinoffs que no aumentan el foco mostró que es probable que las firmas emprendan estos spinoffs para separar a las filiales de bajo desempeño de las de los padres.

Posteriormente, Pajuste, A. (2002) analizó las cuestiones de gobierno corporativo que subyacen a la evolución del mercado bursátil en nueve países de Europa central y oriental: República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumania, Eslovaquia y Eslovenia. Durante el período comprendido entre junio de 1994 y junio de 2001, los mercados bursátiles de la CEE tuvieron, en promedio, rendimientos más bajos y un mayor riesgo que los mercados desarrollados. Esto se vio explicado por la influencia negativa de los dos años de crisis (1995 y 1998), el efecto "vuelo a la calidad". Entre otras razones, hay casos en que los precios se han mantenidos artificialmente por los propietarios de control para abusar de los accionistas minoritarios. La evidencia mostró que la aplicación de la ley importa más que la calidad de la ley en los libros, lo que está en línea con la investigación anterior (Pistor et al, 2000). Se encontró que la aplicación de los reglamentos financieros tiene el mayor poder explicativo de los rendimientos del mercado de valores en los países de la muestra. La protección de los accionistas minoritarios (Índice Legal) tuvo un impacto significativo en la actividad del mercado, medida por la rotación del mercado al ratio de capitalización bursátil.

Luego, en el año 2003, Santa-Clara y Valkanov encontraron que para el periodo de 1927-1998, el exceso de retorno promedio del índice CRSP (Center for Research in

Security Prices) sobre la tasa de las Notas del Tesoro a tres meses, fue menor en administraciones Republicanas. Lo anterior producto, en mayor medida, de la diferencia entre los retornos inesperados por los inversionistas. No obstante, al examinar si efectivamente se observaba un mayor riesgo bajo gobiernos Demócratas, se encontró que la volatilidad del mercado bursátil era superior en gobiernos Republicanos. De esta manera, los autores especularon que esta diferencia en los retornos se debería a diferencias en las políticas económicas aplicadas por los distintos partidos, pero que estas debían poseer un efecto directo en el mercado bursátil y que debería darse de forma inesperada.

Ese mismo año, Booth y Booth confirmaron el hallazgo de mayores retornos con presidentes demócratas que con presidentes republicanos. Los autores encontraron que esta diferencia no se explica por las variables del ciclo económico y que no se concentró alrededor de las fechas de elecciones. Además, señalaron que el rompecabezas presidencial solo beneficiaría a las acciones de pequeña capitalización, mientras que no habría diferencias significativas entre los retornos de las acciones de gran capitalización durante dos presidencias, demócrata y republicana.

Por otra parte, Döpke y Pierdzioch (2004), realizaron un análisis trimestral para el caso alemán para el periodo de 1960-2002 mediante la inclusión de una variable dummy en la regresión, la cual indica qué partido se mantiene en el poder. Los autores no encontraron evidencia de que los retornos en el mercado de valores tiendan a ser elevados durante gobiernos liberales en comparación con los gobiernos conservadores, contradiciendo lo encontrado por análisis previos para el caso estadounidense. Los autores tampoco hallaron evidencia de un periodo político pronunciado en los retornos del mercado bursátil alemán. No obstante, se vislumbró que las fluctuaciones en la bolsa afectaban notablemente la popularidad del gobierno dado que la tasa de aprobación gubernamental tendía a aumentar cuando el mercado bursátil era alcista, y viceversa.

En Nueva Zelanda, Cahan et al. (2005) concluyeron que el rompecabezas presidencial se invierte, y que la rentabilidad del mercado fue menor bajo los gobiernos de izquierda que bajo los gobiernos nacionales.

El autor Worthington, en un estudio realizado en el año 2006, encontró que los retornos de las acciones son consistentemente más altos bajo el gobierno del Partido Nacional (centroderecha) que bajo el mandato del Partido Laborista (centroizquierda). Por otra parte, Leblang y Mukherjee (2005) realizaron un análisis, para los casos de Estados Unidos e Inglaterra, sobre cómo las expectativas de los “traders” acerca del partido que podría ganar las elecciones presidenciales afectaban el promedio y la volatilidad del precio de las acciones, mediante la construcción de un modelo de trading especulativo. Para esto utilizaron información diaria y mensual de cada mercado de valores respectivamente para el periodo entre 1930 y 2000. Los resultados del análisis

fueron, en primer lugar, que las expectativas racionales de una mayor inflación bajo gobiernos de izquierda disminuían el volumen de transacciones de acciones en el mercado bursátil. Esto conllevaba a una disminución del promedio y la volatilidad de los precios de las acciones en ambos mercados (E.E.U.U. e Inglaterra) no sólo durante el periodo de gobierno sino también cuando los “traders” esperaban que un partido de izquierda gane las elecciones. Lo contrario sucedía si las expectativas eran de una menor inflación bajo gobiernos de derecha.

Por otra parte, en segundo lugar, se observó que ante un aumento de la incertidumbre sobre qué partido podría ganar las elecciones, se daba un incremento en la volatilidad de los precios de las acciones. Respecto a lo último mencionado, Füss y Bechtel (2006) realizaron un análisis del efecto de las expectativas sobre qué partidos de gobierno ganarían las elecciones sobre el desempeño de pequeñas empresas para la Elección Federal Alemana del 2002, utilizando modelos de volatilidad GARCH (1,1) y TARARCH (1,1). Los resultados hallados fueron que el rendimiento de las pequeñas empresas alemanas era positivo en relación a la probabilidad de que una coalición de derecha gane las elecciones. Se observó lo contrario en el caso de que se esperase que una coalición de izquierda ganase las elecciones. La idea presentada, similar a la del caso anterior, es que asumiendo la hipótesis de mercado de capitales semi-fuerte (Fama, 1970) y que los partidos derechistas proveen políticas económicas que benefician más a las empresas que los partidos de izquierda; se puede calcular como los inversionistas valoran las diferentes tomas de poder de los distintos partidos políticos.

Así, si los mercados procesan información eficientemente, entonces los efectos de las diferentes tomas de poder pueden ser anticipados en el corto plazo e incorporados en los precios actuales. De esta forma, se puede ver como el mercado de capitales espera que las políticas de los partidos afecten el desempeño de las firmas. Este trabajo no vincula a los partidos políticos con la bolsa de valores vía inflación, sino que en base a la teoría de partidos de Hibbs (1977) y a un análisis de los manifiestos de los partidos miden como los inversionistas valoran a los distintos partidos que llegan al poder.

Ya en el año 2006, Bialkowski, Gottschalk y Wisniewski, en un contexto más global, analizaron si los retornos en los mercados de valores de otros países también estaban relacionados con la orientación política de los gobernantes. Los autores utilizaron datos diarios para el periodo de 1980-2005 y trabajaron con los Índices MSCI (Morgan Stanley Capital Investment), analizando tanto los periodos completos de los distintos gobiernos, así como también los días de las elecciones presidenciales. Luego de analizar 24 mercados de valores y 173 gobiernos, los autores llegaron a la conclusión de que las diferencias entre los retornos bajo partidos de izquierda o de derecha no eran estadísticamente significativas, por lo que las estrategias de inversión internacional basadas en las orientaciones políticas de los gobiernos de los países eran probablemente inútiles.

Ese mismo año, Bohl y Gottschalk en su trabajo ofrecieron una evidencia más empírica sobre la relación entre los ciclos políticos y los rendimientos de las acciones. Si bien los resultados empíricos anteriores sobre la prima demócrata y el efecto del ciclo presidencial se limitaron a los EE.UU., los autores investigaron ambas anomalías utilizando un conjunto de datos internacionales que abarca 15 países. La base de datos permitió aplicar un marco del panel, además de un análisis empírico de los países individuales. Los resultados arrojaron que la prima demócrata y el efecto del ciclo presidencial no son sorprendentemente fenómenos globales generalizados. Este hallazgo fue sólido y válido después de controlar las condiciones del ciclo económico. Las regresiones de panel no admitieron cualquiera de las dos anomalías.

Bredin, O'Reilly, y Stevenson (2007) investigaron la influencia de los cambios imprevistos en la política monetaria de Estados Unidos sobre la equidad de Fondos de Inversión Inmobiliaria (REIT). Los resultados para el impacto del choque tanto en la media y la volatilidad de los rendimientos fueron consistentes con los resultados de estudios relacionados con los mercados de valores más amplios. Sin embargo, los autores encontraron evidencia tanto frente a los cambios de comportamiento en los que coincide la volatilidad a los Estados Unidos las decisiones de política monetaria y las respuestas asimétricas al choque de política monetaria.

Por otra parte, en el ciclo presidencial los rendimientos de las acciones se desempeñan significativamente mejor en los dos últimos años del mandato de un presidente que durante los dos primeros años. Huang (1985) encontró que la diferencia entre los retornos de la primera mitad y los de la segunda mitad del periodo presidencial es estadística y económicamente significativa, y documenta que este patrón persiste en ambas administraciones, demócrata y republicana, pero es más pronunciado en administraciones demócratas. Stovall (1992) ofreció una explicación alternativa para el ciclo presidencial que no está relacionada con consideraciones macroeconómicas y sugiere que el optimismo de los inversores se acentuó en la última parte de un mandato presidencial, ya que se hace más evidente que un presidente popular será reelegido o que un presidente impopular será reemplazado.

Para Booth y Booth (2003), los excesos de retornos fueron significativamente más altos en los dos últimos años que en los dos primeros años del periodo presidencial. Los autores sostuvieron que los inversores pueden ser demasiado optimistas acerca de las implicaciones de las inminentes elecciones, pero su optimismo se desvanece rápidamente una vez que la nueva administración no mantiene las promesas de la campaña electoral. No obstante lo anterior, Powell et al. (2007) argumentaron que, debido a que las variables explicativas dicotómicas pueden ser altamente persistentes en regresiones de series de tiempo, dichos hallazgos pueden ser espurios; y encontraron coeficientes y R² ajustados más bajos en las diferencias entre los retornos de los regímenes presidenciales, lo que

sugiere que las diferencias entre los regímenes presidenciales estadounidenses encontradas en estudios previos, incluyendo Santa-Clara y Valkanov (2003), serían no significativas. Así, el patrón observado entre el ciclo presidencial y los retornos de las acciones podría ser simplemente un reflejo del ciclo económico. Según Beyer, Jensen y Johnson (2008), en promedio, los retornos de las acciones fueron más altos en la segunda mitad del mandato de un presidente, y fueron especialmente pronunciados durante el tercer año.

Posteriormente, Wong y McAleer (2008) en un análisis de los precios de las acciones estadounidenses desde enero de 1965 hasta diciembre de 2003, obtuvieron que los precios de las acciones decayeron durante la primera mitad de una Presidencia, alcanzó un mínimo en el segundo año, se levantó durante la segunda mitad de una Presidencia alcanzando la cima en el tercer o cuarto año. Los resultados empíricos sugirieron que el Partido Republicano puede tener una causa mayor de participación en la manipulación política activa para ganar la reelección que sus contrapartes demócratas. Por otro lado, la existencia de un ciclo de la elección presidencial puede constituir una anomalía en el mercado de valores de Estados Unidos, lo que podría ser útil para los inversores.

Desde otro punto de vista, Chou, Gombola y Liu (2009) determinaron que el desempeño posterior de las emisiones de capital estaba relacionado con las oportunidades de crecimiento. Estos autores hallaron un bajo desempeño de largo plazo y significativo en los retornos accionarios siguientes a la colocación, sólo para las firmas con una elevada q de Tobin (cociente entre el valor de mercado de la empresa y el valor libro de sus activos). Las empresas con una alta q de Tobin experimentaron no sólo un bajo desempeño en el precio accionario, sino también un mínimo desempeño operacional. Por el contrario, las entidades con una baja q de Tobin no mostraron un desempeño significativamente inferior en el precio de la acción o a nivel operacional. Los autores examinaron tres posibles explicaciones para esta relación, siendo la primera una sobreinversión en activos por parte de los administradores, seguido de la preferencia asimétrica de los inversores y, por último, el exceso de optimismo acerca de las perspectivas de ganancias futuras. Los resultados fueron consistentes con la visión de que los inversores eran muy optimistas acerca de las perspectivas de alto crecimiento de las empresas.

Luego en el año 2012, los autores Alvarez-Ramirez, Rodriguez y Espinosa-Paredes, examinaron la presencia de un efecto partidista en los mercados de Estados Unidos en diferentes períodos presidenciales. Dicho análisis se basó en el cálculo de la dinámica de escala fractal del Promedio Industrial Dow Jones por medio del análisis de fluctuaciones sin tendencia. Los resultados indicaron la presencia de varios ciclos con periodos dominantes que van desde un 4 a 12 años/ciclo. Se argumentó que estos períodos están dentro del rango de los ciclos económicos reportados en la literatura reciente. Por

otra parte, se observó que, más del punto de vista democrático, el mercado de valores tiende a desviarse del comportamiento de paseo aleatorio, lo que sugiere diferencias importantes en las políticas económicas aplicadas por cada partido político.

El mismo año, los autores Furió y Pardo examinaron la influencia de la política en el comportamiento del mercado bursátil español mediante el contraste de las implicaciones empíricas de las teorías actuales sobre la conexión entre los eventos políticos y los mercados bursátiles. Los resultados fueron consistentes con la teoría partisana, dado que los retornos de las acciones exhiben un comportamiento distinto dependiendo de la ideología del gobierno, no solamente el día de las elecciones sino también durante el período en el que un determinado partido está en el poder. Por otra parte, analíticamente se demostró que no hay retornos anormales positivos durante la segunda mitad de la legislatura, contradiciendo la teoría oportunista del ciclo político. Finalmente, se verifica la hipótesis de información incierta de Brown et al. (1988), de acuerdo con la cual la volatilidad de los retornos de las acciones se incrementó con la llegada al mercado de información no esperada.

Los autores Wisniewski, Lightfoot y Lilley (2012) presentaron evidencia para una sólida relación entre una medida financiera clave (el índice de precio-ganancias) y aprobación del presidente en ejercicio. Se argumentó que la relación precio-ganancias es una medida compuesta de las esperanzas y los temores de los inversores. La naturaleza parcialmente prospectiva de esta relación permitió arrojar nueva luz sobre la controversia que rodea la forma en que el electorado atiende las circunstancias económicas al juzgar sus presidentes.

Más tarde, Sturm (2013) examinó los instrumentos de la política fiscal y monetaria para detectar la presencia de un ciclo de la elección presidencial. Los hallazgos sugirieron fuertemente que el efecto del ciclo de la elección presidencial en el rendimiento de las acciones y la influencia de la política económica del gobierno sobre los retornos de las acciones son dos fenómenos separados. Por otra parte, es mucho más probable que los rendimientos de las acciones están influyendo en la política económica en lugar de al revés. Sin embargo, los resultados también sugirieron que la legislación fiscal puede conducir el ciclo de la elección presidencial.

Goodell y Vähämaa (2013) se centraron en los efectos de la incertidumbre política en la volatilidad del mercado bursátil implícitos durante los ciclos de las elecciones presidenciales de Estados Unidos. Utilizando datos mensuales de Iowa Electronic Markets, se encontró que la incertidumbre del mercado de valores, medida por el índice de volatilidad VIX, aumenta a medida que el probable ganador de la elección presidencial se vuelve menos incierto. Los autores revelaron que la asociación entre la volatilidad implícita y la probabilidad de elección del ganador final es positiva, incluso después de controlar los cambios en la incertidumbre total de las elecciones. Estos

hallazgos indicaron que el proceso de elección presidencial produce ansiedad de los mercados, ya que los inversores se forman y revisan sus expectativas con respecto a la política macroeconómica futuro.

Posteriormente, en un estudio realizado por Kräussl, Lucas, Rijsbergen, Van der Sluis y Vrugt (2014), se demostró que la rentabilidad media en exceso durante los últimos dos años del ciclo presidencial es significativamente más alta que durante los dos primeros años. Los ciclos de elecciones presidenciales establecieron que los partidos en el poder y presidentes tienen un incentivo para manipular la economía (a través de ampliaciones de presupuesto e impuestos) para permanecer en el poder. Los autores formularon ocho proposiciones empíricamente comprobables relacionadas con la inflación fiscal, monetaria, inesperada y las implicaciones políticas de la hipótesis como una explicación plausible para el efecto ciclo presidencial. Sin embargo, no se encontró evidencia estadísticamente significativa que confirmara la hipótesis. Por lo que sigue siendo un enigma que no puede verse explicado fácilmente por los políticos que emplean su influencia económica para permanecer en el poder.

3.3.2. Evidencia para América Latina y Mercados Emergentes

Worthington (2006) realizó un análisis para el caso australiano para el periodo de enero de 1991 a diciembre de 2005. El autor encontró que la comparación de los retornos promedios ofrecía cierta evidencia de que los retornos, los excesos de estos sobre la inversión y sobre las tasas de interés dependían de la inclinación política de la administración que estaba en el poder. Dichos retornos de mercado eran más altos bajo ministerios Nacionales-Liberales y, además, su distribución se acerca más a una distribución normal en comparación con la distribución de los retornos bajo ministerios Laborales. Estas diferencias surgirían a partir de las distintas políticas económicas y sociales, de la incertidumbre por parte de los inversionistas sobre estas políticas y/o de la incertidumbre sobre los resultados de las elecciones futuras.

Más tarde, en un estudio realizado por Liu (2007), se analizó el comportamiento del mercado de valores alrededor de periodos electorales para el caso de Taiwán, Singapur, Filipinas, Corea del Sur e Indonesia para el periodo de 1996 al 2005. Debido a que en estos cinco países se observaron distintos grados de libertad política y civil, el autor los agrupó en dos grupos denominados: países con menos libertad y países con mayor libertad. Los principales resultados indicaron que los mercados de valores generaban retornos atípicamente positivos quince días antes y después de las elecciones presidenciales, además que la magnitud de estos era mayor cuando en los países con menos libertad el candidato que estaba en el poder perdía las elecciones. Por último, los resultados revelaron que, a lo largo del periodo de la muestra, los retornos promedios más bajos se dieron en dos años previos al año electoral y que los retornos promedios más altos se dieron en dos años posteriores a la elección presidencial.

En un estudio llevado a cabo en Australia, los autores Anderson, Malone y Marshall (2008) examinaron el ciclo político en los mercados de bonos, propiedades y acciones, y concluyeron que los retornos accionarios reales fueron más altos bajo gobiernos de derecha debido a una inflación más baja.

Por otro lado, Chrétien y Coggins (2009) investigaron la relación entre los resultados de las elecciones federales, los rendimientos esperados y las volatilidades en los mercados de dinero, bonos, acciones y divisas canadienses en el periodo de 1951-2006 determinando que el mercado bursátil tiene un mejor rendimiento en la última parte del ciclo electoral que en los dos primeros años. Por otra parte, las oportunidades de inversión de capital canadienses fueron mejores en comparación con las administraciones Republicanas y Democráticas. Además, el dólar canadiense también se vio afectado por los resultados de las elecciones estadounidenses.

Hung (2011) realizó un estudio donde presentó a las elecciones presidenciales como el evento político con más relevancia. Este estudio examinó tres elecciones presidenciales taiwanesas después del año 2000 con el fin de investigar la existencia de efectos a corto plazo (bull-run election) y a largo plazo (election cycle), así como el mito sobre el mercado que favorece a un partido en particular (The Kuomintang). Los hallazgos indicaron que existen efectos a largo plazo en las elecciones presidenciales de Taiwán, pero no hay pruebas para el corto plazo y ninguna evidencia de la preferencia del mercado.

Asongu, S. A. (2012) estudió cómo afectan las políticas e instituciones gubernamentales el desempeño del mercado bursátil en África. A medida que los mercados de valores crecen más y más en los países africanos, la cuestión se vuelve aún más crítica. Las dinámicas gubernamentales de control de la corrupción, la eficacia gubernamental, la estabilidad política o la ausencia de violencia, la voz y la rendición de cuentas, la calidad de la reglamentación y el estado de derecho están instrumentados con niveles de ingresos, dominios religiosos, grados de libertad de prensa y orígenes legales para tener en cuenta la dinámica de rendimiento de los mercados bursátiles de la capitalización, el valor negociado, el volumen de negocios y el número de empresas cotizadas. Los resultados demostraron una asociación significativamente positiva entre las medidas del desempeño del mercado bursátil y la calidad de las instituciones gubernamentales. Estos hallazgos sugieren que los países con instituciones gubernamentales mejor desarrolladas favorecerían mercados de valores con mayor capitalización de mercado, mejores índices de rotación, mayor valor en acciones negociadas y mayor número de compañías cotizadas.

Posteriormente, Rodríguez y Vargas (2012) realizaron un análisis del impacto de las expectativas políticas sobre los retornos del Índice General de la Bolsa de Valores de

Lima (IGBVL) utilizando información para los periodos electorales de 1995 y 2000. La hipótesis que utilizaron fue si el grado de incertidumbre sobre los resultados de las elecciones presidenciales afecta los retornos del IGBVL. Los resultados demostraron que para el primer periodo de análisis (1995) la probabilidad de que el candidato Fujimori gane las elecciones tuvo un signo positivo sobre el rendimiento del IGBVL. Por el contrario, en el periodo 2000, el signo de dicha variable cambió de signo denotando el desgaste político de dicho candidato sumado a las evidencias de corrupción encontradas por aquellos momentos.

3.4. Medición de oportunidades de crecimiento.

3.4.1. Ratio de mercado: price to book.

El ratio Mercado/Libro (price to book) es utilizado como un proxy para medir las oportunidades de crecimiento.

Según Block (1995) el ratio *price to book* o Mercado/Libro (M/L) compara el precio de mercado de una acción con su valor contable. Mientras mayor es el ratio M/L, más atractiva es la acción. Los accionistas que buscan beneficiarse de las ganancias de capital originadas en las oportunidades de crecimiento compran acciones con elevado ratio M/L. Por otra parte, un bajo ratio M/L puede significar que algo está mal con los fundamentos económico-financieros de la empresa, pero también podría significar que la acción está subvalorada. Según Fairfield y Harris (1993) el ratio M/L es uno de los indicadores financieros más utilizados por los inversionistas, ya que es una forma directa para determinar si el mercado está sobre o subvalorando el patrimonio de una firma. Cuando el ratio M/L es alto en relación a la industria, esto puede significar que a la fecha la empresa tiene ganancias superiores a sus pares o que el mercado cree que ésta tendrá beneficios futuros superiores a sus pares. El ratio M/L es similar al indicador Q-Tobin, calculado como la suma entre el valor de mercado del patrimonio y el valor libro de la deuda, dividida entre el valor libro del activo total de la empresa. La Q-Tobin es una medida del desempeño de una firma y es ampliamente usada debido a sus ventajas con respecto a otras medidas de desempeño de una empresa en el tiempo.

Como destacan Lang y Stulz (1994), al ser la Q-Tobin una medida de valoración que incorpora el valor presente de los flujos de caja futuros de una firma, no es necesario ningún ajuste por nivel de riesgo o normalización para compararla entre las empresas. Cualidad que no ostentan otros indicadores como retornos accionarios y medidas contables, que por su carácter histórico también están sujetas a factores del período de medición. Sin embargo, se debe tener presente que la validez de la Q-Tobin se basa en el cumplimiento de ciertos supuestos acerca del mercado de capitales, como su eficiencia y la existencia de agentes racionales con expectativas insesgadas; y que su base de cálculo la expone a la discrecionalidad de los ajustes contables. Considerando todo lo anterior, el ratio M/L es usado en este estudio como una medida del desempeño de una compañía, y

el ratio M/L promedio es utilizado como una medida del desempeño promedio de una industria o del mercado bursátil, según corresponda, además de interpretarse como un indicador para reflejar las oportunidades de crecimiento.

Fórmula ratio Mercado/Libro (M/L)

$$M/L = \frac{\text{Precio de Mercado por Acción}}{\text{Valor en Libros por Acción}} \quad (1)$$

3.5. Medición del desempeño del mercado bursátil.

Se utilizan los valores de cierre diarios de un índice bursátil de cada país de estudio —Argentina (MERVAL), Brasil (BOVESPA), Chile (IGPA), Colombia (COLCAP) Y México (IPC)—, cuyos retornos y volatilidad son usados para medir el desempeño del mercado bursátil de cada país.

Para el cálculo de los retornos (R_t) se usa la siguiente fórmula:

$$R_t = \text{Ln} \left(\frac{P_t}{P_{(t-1)}} \right) = \text{Ln}(P_t) - \text{Ln}(P_{(t-1)}) \quad (1)$$

Donde P_{t-1} y P_t corresponden a los valores del índice bursátil al inicio del primer año y al término del penúltimo año del ciclo presidencial, respectivamente; Ln es el logaritmo natural; y R_t es el retorno del ciclo presidencial. Posteriormente, se obtiene la volatilidad histórica (σ) con la siguiente fórmula:

$$\sigma^2 = \sum_{t=1}^n ((R_t - \bar{R})^2 / n) \quad (2)$$

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} = \text{Medida de riesgo} \quad (3)$$

Donde R_t es el retorno mensual del índice bursátil; \bar{R} es el retorno promedio del período presidencial; y n es el número de observaciones.

Además, se elaboró un índice de desempeño con base en la lógica del índice de Sharpe (1966, 1975) con el fin de determinar qué mercado bursátil fue más atractivo y menos atractivo durante los diferentes periodos presidenciales en los países de estudio.

Índice de Sharpe:

$$I_S = \left(\frac{R - r_f}{\sigma} \right) \quad (4)$$

Dicho índice fue adaptado para ser usado como un índice de desempeño.

Perspectiva del inversionista local:

$$I_S = \left(\frac{R}{\sigma} \right) = \left(\frac{R(\text{índice})}{\sigma(\text{índice})} \right) \quad (5)$$

Donde R son los retornos anuales acumulados y σ es la desviación estándar anualizada.

Perspectiva del inversionista internacional; tomando como referencia el mercado bursátil estadounidense para cada país objeto de estudio:

$$I(\text{país}) = \left(\frac{R(\text{país} - R(\text{USA}))}{R(\text{país})} \right) \quad (6)$$

3.6. Caracterización principales Economías Latinoamericanas.

3.5.1. Argentina.

República Argentina es un país de habla hispana, limitante al norte con Bolivia, Paraguay y Brasil, Al este con Brasil, Uruguay y el Océano Atlántico y al Oeste con Chile. Este país posee una población aproximada de 43.416.755 al año 2015 y posee una superficie de 2.780.400 kilómetros cuadrados la que lo ubica como el segundo país más grande de Latinoamérica. Su principal actividad económica se centra en la actividad terciaria de servicios destacándose la banca, el comercio mayorista y minorista, reparaciones, hotelería y turismo, entre otras. Su PIB nominal asciende a 583.168,57 (millones de dólares) al año 2015.

3.5.2. Brasil.

República Federativa de Brasil o más conocida como Brasil, se encuentra ubicado en América del Sur y el idioma oficial es el portugués. Este país está bordeado al este por el océano Atlántico, limita al norte con Venezuela, Colombia y las Guyana, al oeste con Perú y Bolivia y al sur con Paraguay, Uruguay y Argentina. Brasil cuenta con una población de 207.847.528 al año 2015 y posee una superficie de 8.515.770 kilómetros cuadrados, lo que lo posiciona como el país con mayor superficie de Latinoamérica y además como el quinto país con mayor superficie del mundo. Su principal actividad económica se centra en la actividad terciaria de servicios sobresaliendo el comercio, turismo, transporte, servicios financieros, entre otros. Su PIB nominal asciende a 1.774.724,82 (millones de dólares) al año 2015.

3.5.3. Chile.

República de Chile o más conocido como Chile, es un país de habla hispana ubicado en América del Sur, entre la cordillera de los Andes y el océano Pacífico. Limita al norte con Perú, al este con Bolivia y Argentina, y al sur con el estrecho de Drake. Este país consta con una población aproximada de 17.948.141 al año 2015 y posee una superficie de 756.096 kilómetros cuadrados. Su principal actividad económica se centra en la actividad terciaria de servicios. Su PIB nominal asciende a 240.215,71 (millones de dólares) al año 2015.

3.5.4. Colombia.

República de Colombia o más conocido como Colombia, es un país de habla hispana ubicado Norte de América del Sur, bordeando el Mar Caribe, entre Panamá y Venezuela, y bordeando el Océano Pacífico Norte, entre Ecuador y Panamá. Posee una población de 48.203.000 de habitantes al año 2015 y además posee una superficie de 1.141.749 kilómetros cuadrados. Su principal actividad económica se centra en la actividad terciaria de servicios en donde predomina la banca, tercerización de procesos, comunicaciones, hotelería y turismo. Su PIB nominal asciende a 292.080,16 (millones de dólares) al año 2015.

3.5.5. México.

Estados unidos mexicanos o más conocido como México, es un país de habla hispana situados al sur del subcontinente norteamericano y se extienden hasta el inicio del istmo centroamericano. Limita al norte con Estados Unidos de América, al sur con Guatemala y Belice, al este con el Golfo de México y el Mar de las Antillas, y al oeste con el Océano Pacífico. Este país consta con una población aproximada de 127.017.000 al año 2015 y posee una superficie de 1.964.380 kilómetros cuadrados. Su principal actividad económica se centra en la actividad terciaria correspondiente a servicios la cual contempla el turismo, comercio, la banca, telecomunicaciones, transporte, salud, educación, la administración pública y defensa. Su PIB nominal asciende a 1.144.331,34 (millones de dólares) al año 2015.

Tabla 1. Resumen caracterización principales economías latinoamericanas.

Fuente: elaboración propia.

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México
Idioma	Español	Portugués	Español	Español	Español

Países que lo limitan	Bolivia, Paraguay, Brasil, Uruguay y Chile	Venezuela, Colombia, las Guyana, Perú, Bolivia, Paraguay, Uruguay y Argentina	Perú, Bolivia y Argentina	Panamá, Venezuela y Ecuador	Estados Unidos, Guatemala y Belice
Población (habitantes)	43.416.755	207.847.528	17.948.141	48.203.000	127.017.000
Superficie (km ²)	2.780.400	8.515.770	756.096	1.141.749	1.964.380
Principal Actividad Económica	Terciaria	Terciaria	Terciaria	Terciaria	Terciaria
PIB (M US\$)	583.168,57	1.774.724,82	240.215,71	292.080,16	1.144.331,34

3.6. Caracterización de los ciclos presidenciales de las principales Economías Latinoamericanas

3.6.1. Ciclos Presidenciales en Argentina

Carlos Saúl Menem fue presidente de Argentina en el periodo que abarca desde el 08 de julio de 1989 hasta el año 1995. Perteneció al Frente Justicialista de Unidad Popular perteneciente al Partido Justicialista (Centro Izquierda). Luego, Carlos Saúl Menem fue reelecto como presidente de Argentina en el año 1995 durando su periodo presidencial hasta el 10 de diciembre de 1999. Perteneció al Frente Justicialista de Unidad Popular perteneciente al Partido Justicialista (Centro Izquierda).

Posteriormente, Fernando de la Rúa fue presidente de Argentina en el periodo que abarca desde el 10 de diciembre de 1999 hasta el 21 de diciembre de 2001. Perteneció a la alianza para el trabajo, la Justicia y la Educación perteneciente al Partido Unión Cívica Radical (Centro Izquierda).

Federico Ramón Puerta ocupó el Poder Ejecutivo como Presidente interino de Argentina desde el 21 de diciembre de 2001 hasta el 23 de diciembre de 2001. Luego de esto, Adolfo Rodríguez Saá fue presidente de Argentina en el periodo que abarca desde el 23 de diciembre de 2001 hasta el 30 de diciembre de 2001 durando su mandato solo 7 días y perteneció al Partido Justicialista (Centro Izquierda).

Eduardo Camaño ocupó el Poder Ejecutivo como Presidente interino de Argentina desde el 30 de diciembre de 2001 hasta el 02 de diciembre de 2002. Para luego tomar el mando de presidente Eduardo Alberto Duhalde, en el periodo que abarca desde el 02 de diciembre de 2002 hasta el 25 de mayo de 2003 y perteneció al Partido Justicialista (Centro Izquierda).

Néstor Carlos Kirchner fue presidente de Argentina en el periodo que abarca desde el 25 de mayo de 2003 hasta el 10 de diciembre de 2007 y perteneció al Frente para la Victoria perteneciente al Partido Justicialista (Centro Izquierda).

Cristina Fernández fue presidenta de Argentina en el periodo que abarca desde el 10 de diciembre de 2007 hasta las elecciones del año 2011 donde fue reelecta y perteneció al Frente para la Victoria perteneciente al Partido Justicialista (Centro Izquierda). Posteriormente, Cristina Fernández fue nuevamente presidenta de Argentina, en el periodo que abarca desde que fue reelecta en el año 2011 hasta el 10 de diciembre de 2015 y perteneció al Frente para la Victoria perteneciente al Partido Justicialista (Centro Izquierda).

Actualmente, Mauricio Macri es el presidente de Argentina, periodo que inició el 10 de diciembre de 2015 y se encuentra en vigencia hasta el día de hoy. Perteneciente al Partido Propuesta Republicana (Centro Derecha).

3.6.2. Ciclos Presidenciales en Brasil

Fernando Collor de Mello Azocar fue el 32° presidente de Brasil en el periodo que abarca desde el 15 de marzo de 1990 hasta el 29 de diciembre de 1992. Perteneció al Partido Reconstrucción Nacional (Centro Derecha).

Itamar Franco fue el 33° presidente de Brasil en el periodo que abarca desde el 29 de diciembre de 1992 hasta el 31 de diciembre de 1994. Perteneció al Partido Reconstrucción Nacional (Centro Derecha).

Luego, Fernando Henrique Cardoso fue el 34° presidente de Brasil en el periodo que abarca desde el 01 de enero de 1995 hasta el año 1999 siendo reelecto en el periodo que abarca desde el año 2000 hasta el 31 de diciembre de 2002. Perteneció al Partido de la Social Democracia Brasileña (Centro).

Luiz Inácio Lula Da Silva fue el 35° presidente de Brasil en el periodo que abarca desde el 01 de enero de 2003 hasta el año 2006 siendo reelecto en el periodo que abarca desde el año 2007 hasta el 31 de diciembre de 2010. Perteneció al Partido de los Trabajadores (Centro Izquierda).

Dilma Rousseff fue la 36° presidenta de Brasil en el periodo que abarca desde el 01 de enero de 2011 hasta el año 2014 siendo reelecta en el periodo que abarca desde el año 2015 y fue destituida de su cargo el 31 de agosto de 2016. Perteneció al Partido de los Trabajadores (Centro Izquierda).

3.6.3. Ciclos Presidenciales en Chile

Patricio Aylwin Azocar fue el 31° presidente de Chile en el periodo que abarca desde el 11 de marzo de 1990 hasta el 11 de marzo de 1994. Perteneció al Partido Demócrata Cristiano (Centro Izquierda).

Eduardo Frey Ruiz-Tagle fue el 32° presidente de Chile en el periodo que abarca desde el 11 de marzo de 1994 hasta el 11 de marzo de 2000. Perteneció al Partido Demócrata Cristiano (Centro Izquierda).

Ricardo Lagos Escobar fue el 33° presidente de Chile en el periodo que abarca desde el 11 de marzo de 2000 hasta el 11 de marzo de 2006. Perteneció al Partido Socialista (Centro Izquierda).

Michelle Bachelet fue la 34° presidenta de Chile en el periodo que abarca desde el 11 de marzo de 2006 hasta el 11 de marzo de 2010. Perteneció al Partido Socialista (Centro Izquierda).

Sebastián Piñera fue el 35° presidente de Chile en el periodo que abarca desde el 11 de marzo de 2010 hasta el 11 de marzo de 2014. Perteneció al Partido Renovación nacional (Centro Derecha).

Michelle Bachelet es la 36° presidenta de Chile, periodo que inicia el 11 de marzo de 2014 y se encuentra en vigencia hasta el día de hoy. Perteneció al Partido Socialista (Centro Izquierda).

3.6.4. Ciclos Presidenciales en Colombia

Ernesto Samper Pizano fue el presidente de Colombia en el periodo que abarca desde el 07 de agosto de 1994 hasta 07 de agosto de 1998. Perteneció al Partido Liberal Colombiano (Centro Izquierda).

Andrés Pastrana fue el presidente de Colombia en el periodo que abarca desde el 07 de agosto de 1998 hasta 07 de agosto de 2002. Perteneció al Partido Conservador (Centro Derecha).

Álvaro Uribe Vélez fue el presidente de Colombia en el periodo que abarca desde el 07 de agosto de 2002 hasta 07 de agosto de 2006. Perteneció al Partido Primero Colombia (Centro Izquierda). Además, Álvaro Uribe Vélez fue el presidente de Colombia en el periodo que abarca desde el 07 de agosto de 2006 hasta 07 de agosto de 2010. Perteneció al Partido Primero Colombia (Centro Izquierda).

Juan Manuel Santos fue el presidente de Colombia en el periodo que abarca desde el 07 de agosto de 2010 hasta 07 de agosto de 2014. Perteneció al Partido Social de Unidad Nacional (Centro Derecha). Actualmente, es el presidente de Colombia, periodo que inició el 07 de agosto de 2014 y sigue en vigencia hasta el día de hoy. Pertenece al Partido Social de Unidad Nacional (Centro Derecha).

3.6.5. Ciclos Presidenciales en México

Carlos Salinas De Gortari fue el 52° presidente de México en el periodo que abarca desde el 01 de diciembre de 1988 hasta el 30 de noviembre de 1994. Perteneció al Partido Revolucionario Institucional (Centro).

Ernesto Zedillo Ponce de León fue el 53° presidente de México en el periodo que abarca desde el 01 de diciembre de 1994 hasta el 30 de noviembre de 2000. Perteneció al Partido Revolucionario Institucional (Centro).

Vicente Fox Quesada fue el 54° presidente de México en el periodo que abarca desde el 01 de diciembre de 2000 hasta el 30 de noviembre de 2006. Perteneció al Partido Acción Nacional (Centro Derecha).

Felipe Calderón Hinojosa fue el 55° presidente de México en el periodo que abarca desde el 01 de diciembre de 2006 hasta el 30 de noviembre de 2012. Perteneció al Partido Acción Nacional (Centro Derecha).

Enrique Peña Nieto es el 56° presidente de México en el periodo que inicia el 01 de diciembre de 2012 y se encuentra en vigencia hasta el día de hoy. Pertenece al Partido Revolucionario Institucional (Centro).

En la figura 1 se muestra una línea de tiempo resumen de los ciclos presidenciales analizados.

Figura 1. Línea de tiempo resumen de los ciclos presidenciales analizados entre 1990 y 2015. Fuente: elaboración propia.

1990 1992 1994 1996 1998 2000 2001 2002 2004 2006 2008 2010 2012 2014 2016



Argentina	Menem (1989-1995)	Menem 2 (1995-1999)	De la Rúa (1999-2001)	Kirchner (2003-2007)	Fernández (2007-2011)	Fernández 2 (2011-2015)	
Brasil	Collor (1990-1992)	Franco (1992-1994)	Henrique (1995-1999)	Henrique 2 (2000-2002)	Lula (2003-2006)	Lula 2 (2007-2010)	Rousseff (2011-2014)
Chile	Aylwin (1990-1994)	Frey (1994-2000)	Lagos (2000-2006)	Bachelet (2006-2010)	Piñera (2010-2014)		
Colombia	Samper (1994-1998)	Pastrana (1998-2002)	Uribe (2002-2006)	Uribe 2 (2006-2010)	Santos (2010-2014)		
México	Salinas (1988-1994)	Zedillo (1994-2000)	Fox (2000-2006)	Calderón (2006-2012)			

IV. METODOLOGÍA.

4.1. Tipo de estudio

Tipo de estudio descriptivo de corte longitudinal retrospectivo, comparativo-correlacionado.

4.2. Recopilación de datos

Se utilizó el ratio de mercado de las firmas que cotizaron en el mercado bursátil de cada país analizado —Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México—, correspondientes al periodo 1990-2015. Este ratio correspondió a “Precio de Mercado/Valor Libro”, obtenido desde Economática. Este indicador fue usado como un proxy de las oportunidades de crecimiento.

Además, se utilizaron los valores de cierre diarios de un índice bursátil de cada país de estudio —Argentina (MERVAL), Brasil (BOVESPA), Chile (IGPA), Colombia (COLCAP) Y México (IPC)—, cuyos retornos y volatilidad fueron usados para medir el desempeño del mercado bursátil de cada país.

4.3. Metodología aplicada

4.3.1. Análisis de las oportunidades de crecimiento y ciclos políticos.

Se usaron datos bursátiles del ratio de mercado “precio/valor libro”, obtenido desde Economática. Una vez descargados los datos, se realizó un filtro por años logrando obtener los datos correspondientes al periodo 1990-2015. Posteriormente, se realizó un segundo filtro en donde se eliminaron las empresas que no presentaron datos. Luego, se realizó un filtro de los valores extremos de los ratios por empresa según los percentiles 0,05 y 0,95. Ya obtenido este filtro, se realizó un siguiente filtro el cual correspondió a la eliminación de las empresas que nuevamente no presentaron datos. Posteriormente, se dio paso a la extracción de la mediana de los datos por año y por país, esta se utilizó como un proxy de las oportunidades de crecimiento de los países analizados. Una vez obtenidas las medianas, se filtraron los datos nuevamente con el objetivo de obtener el penúltimo año de cada ciclo presidencial, utilizado para realizar el análisis. Finalmente, se aplicó la prueba no paramétrica U de Mann-Whitney para obtener el estadístico Z y la significancia exacta unilateral. Con lo anterior se procedió al análisis de los resultados a partir de la elaboración de gráficos y tablas.

4.3.2. Análisis del desempeño del mercado bursátil y ciclos políticos.

En seguida, para cada país, se contrasta el desempeño del mercado bursátil —medido por el retorno y la volatilidad de un índice bursátil— de los distintos períodos presidenciales.

Para el cálculo de los retornos (R_t) se usa la siguiente fórmula:

$$R_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{(t-1)}}\right) = \ln(P_t) - \ln(P_{(t-1)}) \quad (1)$$

Donde P_{t-1} y P_t corresponden a los valores del índice bursátil al inicio del primer año y al término del penúltimo año del ciclo presidencial, respectivamente; \ln es el logaritmo natural; y R_t es el retorno del ciclo presidencial. Posteriormente, se obtiene la volatilidad histórica (σ) con la siguiente fórmula:

$$\sigma^2 = \sum_{t=1}^n ((R_t - \bar{R})^2 / n) \quad (2)$$

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} = \text{Medida de riesgo} \quad (3)$$

Donde R_t es el retorno mensual del índice bursátil; \bar{R} es el retorno promedio del período presidencial; y n es el número de observaciones.

Además, se elaboró un índice de desempeño con base en la lógica del índice de Sharpe (1966, 1975) con el fin de determinar qué mercado bursátil fue más atractivo y menos atractivo durante los diferentes periodos presidenciales en los países de estudio.

Índice de Sharpe:

$$IS = \left(\frac{R - rf}{\sigma} \right) \quad (4)$$

Dicho índice fue adaptado para ser usado como un índice de desempeño.

Perspectiva del inversionista local:

$$IS = \left(\frac{R}{\sigma} \right) = \left(\frac{R(\text{índice})}{\sigma(\text{índice})} \right) \quad (5)$$

Donde R son los retornos anuales acumulados y σ es la desviación estándar anualizada.

Perspectiva del inversionista internacional; tomando como referencia el mercado bursátil estadounidense para cada país objeto de estudio:

$$I(\text{país}) = \left(\frac{R(\text{país} - R(USA))}{R(\text{país})} \right) \quad (6)$$

4.4. Criterios de elegibilidad

En cuanto a la selección de países, el criterio utilizado hace referencia a que este tipo de estudio ya presenta evidencia, en su mayoría, para Estados Unidos y Europa, por lo que el elegir países latinoamericanos conlleva realizar un estudio que no se ha llevado a cabo con anterioridad. Es por esto que los países seleccionados son Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México, correspondientes a las principales economías latinoamericanas con información disponible de sus mercados bursátiles.

4.5. Análisis estadístico

4.5.1. Clasificación por País

Se realizó una clasificación de las empresas por país (Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México). La tabla 2 describe la muestra de estudio.

Tabla 2. Cantidad de firmas por país y año, periodo 1990-2015. Fuente: elaboración propia.

AÑO	ARGENTINA	BRASIL	CHILE	COLOMBIA	MEXICO
1990	-	40	21	-	-
1991	-	44	26	-	12
1992	1	45	27	-	28
1993	4	52	50	-	35
1994	22	56	49	-	42
1995	29	57	59	4	44
1996	33	75	74	6	47
1997	34	82	77	7	56
1998	34	87	84	7	65
1999	40	114	90	6	68
2000	41	116	91	11	66
2001	37	123	88	12	68
2002	48	119	84	10	63
2003	50	139	92	11	67
2004	50	148	95	11	66
2005	51	144	99	12	76
2006	52	186	105	9	77
2007	56	232	105	3	76
2008	55	232	94	3	73
2009	55	248	114	4	84
2010	61	253	125	2	91
2011	58	269	131	14	93
2012	58	269	145	20	98
2013	61	270	140	26	109
2014	60	281	144	23	114
2015	61	286	143	36	116
Total	1051	3967	2352	237	1734

4.6. Hipótesis de Estudio.

Se contrastan las oportunidades de crecimiento de cada país, entre los períodos presidenciales. Se compara el penúltimo año de cada uno de los siguientes gobiernos:

Para el caso de Argentina: Carlos Menem (1989-1995), Carlos Menem 2 (1995-1999), Fernando de la Rúa (1999-2001), Néstor Kirchner (2003-2007), Cristina Fernández (2007-2011) y Cristina Fernández 2 (2011-2015).

Para el caso de Brasil: Fernando Collor (1990-1992), Itamar Franco (1992-1994), Fernando Henrique (1995-1999), Fernando Henrique (2000-2002), Luis Lula da Silva (2003-2006), Luis Lula da Silva 2 (2007-2010) y Dilma Rousseff (2011-2014).

Para el caso de Chile: Patricio Aylwin (1990-1993), Eduardo Frei Ruiz-Tagle (1994-1999), Ricardo Lagos (2000-2005), Michelle Bachelet (2006-2009) y Sebastián Piñera (2010-2013).

Para el caso de Colombia: Ernesto Samper (1994-1998), Andrés Pastrana (1998-2002), Álvaro Uribe (2002-2006), Álvaro Uribe 2 (2006-2010) y Juan Manuel Santos (2010-2014)

Para el caso de México: Carlos Salinas (1988-1994), Ernesto Zedillo (1994-2000), Vicente Fox (2000-2006), Felipe Calderón (2006-2012) y Enrique Peña y Nieto (2012-2018).

Esto último implica medir el desempeño de cada gobernante de acuerdo con las oportunidades de crecimiento legadas al país en el penúltimo año de su mandato presidencial.

Para comparar las oportunidades de crecimiento entre dos períodos presidenciales se aplica la prueba no paramétrica U de Mann–Whitney para muestras independientes. La prueba U de Mann–Whitney contrasta las medianas (de las oportunidades de crecimiento) de dos grupos independientes (el penúltimo año de dos períodos presidenciales) con libre distribución.

La hipótesis nula del estudio (H_0) es:

H_0 : el penúltimo año de gobierno del presidente “i” presenta mayores o iguales oportunidades de crecimiento que el penúltimo año del presidente “j”.

H_1 : el penúltimo año de gobierno del presidente “i” registra menores oportunidades de crecimiento que el penúltimo año de gobierno del presidente “j”.

Si $Z > Z_\alpha$ o $-Z < -Z_\alpha$, entonces se rechaza H_0 . De esta manera se analiza en qué gobiernos existieron mayores o menores oportunidades de crecimiento.

V. RESULTADOS

5.1. Argentina: Oportunidades de crecimiento y ciclos presidenciales.

Según la prueba U de Mann-Whitney, aplicada al ratio Mercado/Libro calculado sobre todas las firmas del mercado de valores de Argentina con información disponible, existieron diferencias estadísticamente significativas entre las oportunidades de crecimiento de los penúltimos años de los periodos presidenciales de Menem y De la Rúa, Menem y Fernández, Menem y Fernández 2, Menem 2 y Kirchner, Menem 2 y Fernández, Menem 2 y Fernández 2, De la Rúa y Kirchner, De la Rúa y Fernández, De la Rúa y Fernández 2, Kirchner y Fernández y Kirchner y Fernández 2. En todos estos casos se rechaza H_0 .

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Menem (1994) y De la Rúa (2000), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba U de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que

las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Menem fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de De la Rúa.

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Fernández (2010) y Menem (1994), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba *U* de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Fernández fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Menem.

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Fernández 2 (2014) y Menem (1994), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba *U* de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Fernández 2 fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Menem.

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Fernández (2010) y Menem 2 (1998), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba *U* de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Fernández fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Menem 2.

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Fernández 2 (2014) y Menem 2 (1998), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba *U* de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Fernández 2 fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Menem 2.

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Fernández (2010) y De la Rúa (2000), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba *U* de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Fernández fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de De la Rúa.

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Fernández 2 (2014) y De la Rúa (2000), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba *U* de Mann-Whitney (no tabulados)

indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Fernández 2 fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de De la Rúa.

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Fernández (2010) y Kirchner (2006), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba *U* de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Fernández fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Kirchner.

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Fernández 2 (2014) y Kirchner (2006), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba *U* de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Fernández 2 fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Kirchner.

No se encontraron diferencias significativas entre las oportunidades de crecimiento del penúltimo año de gobierno de Menem y Menem 2, Menem y Kirchner y Menem 2 y De la Rúa. Es decir, no se encontró evidencia de que el desempeño del gobierno de Menem en términos de oportunidades de crecimiento haya sido distinto del desempeño del gobierno Menem 2. Por lo tanto, en este caso no se puede rechazar H_0 .

5.2. Brasil: Oportunidades de crecimiento y ciclos presidenciales.

Según la prueba *U* de Mann-Whitney, aplicada al ratio Mercado/Libro calculado sobre todas las firmas del mercado de valores de Brasil con información disponible, existieron diferencias estadísticamente significativas entre las oportunidades de crecimiento de los penúltimos años de los periodos presidenciales de Collor y Franco, Collor y Henrique, Collor y Henrique 2, Collor y Lula, Collor y Lula 2, Collor y Rouseff, Franco y Henrique, Franco y Lula, Franco y Lula 2, Franco y Rouseff, Henrique y Henrique 2, Henrique y Lula, Henrique y Lula 2, Henrique y Rouseff, Henrique 2 y Lula, Henrique 2 y Lula 2, Henrique 2 y Rouseff, Lula y Lula2, Lula 2 y Rouseff. En todos estos casos se rechaza H_0 .

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Franco (1993) y Collor (1991), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba *U* de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Franco fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Collor. Así, del

mismo modo este comportamiento se repitió al contrastar el penúltimo año de gobierno de Franco y Henrique.

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Henrique (1998) y Collor (1991), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba U de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Henrique fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Collor.

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Henrique 2 (2001) y Collor (1991), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba U de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Henrique 2 fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Collor. Así, del mismo modo este comportamiento se repitió al contrastar el penúltimo año de gobierno de Henrique 2 y Henrique.

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Lula (2005) y Collor (1991), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba U de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Lula fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Collor. Así, del mismo modo este comportamiento se repitió al contrastar el penúltimo año de gobierno de Lula y Franco, Lula y Henrique y Lula y Henrique 2.

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Lula 2 (2009) y Collor (1991), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba U de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Lula 2 fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Collor. Así, del mismo modo este comportamiento se repitió al contrastar el penúltimo año de gobierno de Lula 2 y Franco, Lula 2 y Henrique, Lula 2 y Henrique 2, Lula 2 y Lula y Lula 2 y Rousseff.

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Rousseff (2013) y Collor (1991), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba U de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Rousseff fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Collor. Así, del mismo modo este comportamiento se repitió al contrastar el penúltimo año de gobierno de Rousseff y Franco, Rousseff y Henrique y Rousseff y Henrique 2.

No se encontraron diferencias significativas entre las oportunidades de crecimiento del penúltimo año de gobierno de Franco y Henrique 2 y Lula y Rousseff. Es decir, no se encontró evidencia de que el desempeño de los primeros gobiernos, en términos de oportunidades de crecimiento, hayan sido distintos del desempeño de sus gobiernos contrastantes. Por lo tanto, en este caso no se puede rechazar H_0 .

5.3. Chile: Oportunidades de crecimiento y ciclos presidenciales.

Según la prueba U de Mann-Whitney, aplicada al ratio Mercado/Libro calculado sobre todas las firmas del mercado de valores de Chile con información disponible, existieron diferencias estadísticamente significativas entre las oportunidades de crecimiento de los penúltimos años de los periodos presidenciales de Aylwin y Frei, Aylwin y Piñera, Frei y Lagos, Frei y Bachelet, Frei y Piñera, Lagos y Piñera, y Bachelet y Piñera. En todos estos casos se rechaza H_0 .

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Aylwin (1993) y Frei (1999), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba U de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Aylwin fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Frei. Así, del mismo modo este comportamiento se repitió al contrastar el penúltimo año de gobierno de Aylwin y Piñera.

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Lagos (2005) y Frei (1999), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba U de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Lagos fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Frei. Así, del mismo modo este comportamiento se repitió al contrastar el penúltimo año de gobierno de Lagos y Piñera.

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Bachelet (2009) y Frei (1999), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba U de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Bachelet fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Frei. Así, del mismo modo este comportamiento se repitió al contrastar el penúltimo año de gobierno de Bachelet y Piñera.

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Piñera (2013) y Frei (1999), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba U de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las

oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Piñera fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Frei.

No se encontraron diferencias significativas entre las oportunidades de crecimiento del penúltimo año de gobierno de Aylwin y Lagos y Bachelet y Lagos. Es decir, no se encontró evidencia de que el desempeño de los primeros gobiernos, en términos de oportunidades de crecimiento, hayan sido distintos del desempeño de sus gobiernos contrastantes. Por lo tanto, en este caso no se puede rechazar H_0 .

En el caso particular de Aylwin y Bachelet no se presentaron diferencias estadísticamente significativas en cuanto al estadístico Z , sin embargo, si se encontró una diferencia estadísticamente significativa en la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) al nivel del 10%. Es por lo que se eligió la significancia exacta unilateral por sobre el estadístico Z , puesto que este último no fue representativo debido a que la cantidad de firmas analizadas en la muestra no fue suficiente para el correcto análisis.

5.4. Colombia: Oportunidades de crecimiento y ciclos presidenciales.

Según la prueba U de Mann-Whitney, aplicada al ratio Mercado/Libro calculado sobre todas las firmas del mercado de valores de Colombia con información disponible, existieron diferencias estadísticamente significativas entre las oportunidades de crecimiento de los penúltimos años de los periodos presidenciales de Samper y Uribe, Samper y Uribe 2, Samper y Santos, Pastrana y Uribe, Pastrana y Uribe 2 y Pastrana y Santos. En todos estos casos se rechaza H_0 .

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Uribe (2005) y Samper (1997), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba U de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Uribe fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Samper. Así, del mismo modo este comportamiento se repitió al contrastar el penúltimo año de gobierno de Uribe y Pastrana.

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Uribe 2 (2009) y Samper (1997), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba U de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Uribe 2 fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Samper. Así, del mismo modo este comportamiento se repitió al contrastar el penúltimo año de gobierno de Uribe 2 y Pastrana.

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Santos (2013) y Samper (1997), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba U de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Santos fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Samper. Así, del mismo modo este comportamiento se repitió al contrastar el penúltimo año de gobierno de Santos y Pastrana.

No se encontraron diferencias significativas entre las oportunidades de crecimiento del penúltimo año de gobierno de Samper y Pastrana, Uribe y Uribe 2, Uribe y Santos y Uribe 2 y Santos. Es decir, no se encontró evidencia de que el desempeño de los primeros gobiernos, en términos de oportunidades de crecimiento, hayan sido distintos del desempeño de sus gobiernos contrastantes. Por lo tanto, en este caso no se puede rechazar H_0 .

5.5. México: Oportunidades de crecimiento y ciclos presidenciales.

Según la prueba U de Mann-Whitney, aplicada al ratio Mercado/Libro calculado sobre todas las firmas del mercado de valores de México con información disponible, existieron diferencias estadísticamente significativas entre las oportunidades de crecimiento de los penúltimos años de los periodos presidenciales de Salinas y Zedillo, Salinas y Fox, Zedillo y Fox, Zedillo y Calderón y Fox y Calderón. En todos estos casos se rechaza H_0 .

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Salinas (1993) y Zedillo (1999), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba U de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Salinas fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Zedillo. Así, del mismo modo este comportamiento se repitió al contrastar el penúltimo año de gobierno de Salinas y Fox.

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Fox (2005) y Zedillo (1999), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba U de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Fox fueron mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Zedillo.

Al contrastar las oportunidades de crecimiento entre el penúltimo año de gobierno de Calderón (2011) y Zedillo (1999), la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) y los rangos promedios de la prueba U de Mann-Whitney (no tabulados) indicaron que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Calderón fueron

mayores que las oportunidades de crecimiento al penúltimo año del gobierno de Zedillo. Así, del mismo modo este comportamiento se repitió al contrastar el penúltimo año de gobierno de Calderón y Fox.

No existieron casos en donde no se pueda rechazar H0.

En el caso particular de Salinas y Fox no se presentaron diferencias estadísticamente significativas en cuanto al estadístico Z, sin embargo, si se encontró una diferencia estadísticamente significativa en la significancia exacta unilateral (entre paréntesis) al nivel del 10%. Es por lo que, se elige la significancia exacta unilateral por sobre el estadístico Z, puesto que este último no fue representativo debido a que la cantidad de firmas analizadas en la muestra no fue suficiente para el correcto análisis.

Tabla 3. Resultados de la prueba U de Mann-Whitney para el ratio M/L. Se muestra el valor de la aproximación al estadístico Z del test U de Mann-Whitney, para el ratio mercado/libro en los distintos pares de periodos presidenciales, por países, entre 1990 y 2015. Entre paréntesis se muestra la significancia exacta unilateral. (*): significativo al grado de confianza del 90%; (**): significativo al 95%; (***): significativo al 99%. Fuente: elaboración propia.

		Ratio Mercado/Libro					
		Menem 2	De la Rúa	Kirchner	Fernández	Fernández 2	
ARGENTINA	Menem	-	-1,248 (0,108)	-2,285** (0,011) **	-0,871 (0,194)	-4,214*** (0) ***	-5,19*** (0) ***
	Menem 2	-	-	-1,044 (0,15)	-2,362** (0,009) ***	-5,612*** (0) ***	-6,547*** (0) ***
	De la Rúa	-	-	-	-3,339*** (0) ***	-6,668*** (0) ***	-7,366*** (0) ***
	Kirchner	-	-	-	-	-3,448*** (0) ***	-5,099*** (0) ***
	Fernández	-	-	-	-	-	-2,803*** (0,002) ***
		Franco	Henrique	Henrique 2	Lula	Lula2	Rousseff
BRASIL	Collor	-5,218*** (0) ***	-4,936*** (0) ***	-6,271*** (0) ***	-7,475*** (0) ***	-8,704*** (0) ***	-8,13*** (0) ***
	Franco	-	-2,098** (0,018) **	-0,101 (0,46)	-3,753*** (0) ***	-6,612*** (0) ***	-4,538*** (0) ***
	Henrique	-	-	-2,658*** (0,004) ***	-6,793*** (0) ***	-10,538*** (0) ***	-8,445*** (0) ***
	Henrique 2	-	-	-	-5,105*** (-)	-9,648*** (-)	-6,837*** (-)
	Lula	-	-	-	-	-3,705*** (-)	-0,557 (-)
	Lula2	-	-	-	-	-	-4,048*** (-)
		Aylwin	Frey	Lagos	Bachelet	Piñera	

CHILE	Aylwin	-	-	-4,982*** (0)***	-0,901 (0,185)	-1,357 (0,088)*	-2,817*** (0,002)***	
	Frey	-	-	-	-6,579*** (0)***	-5,849*** (0)***	-3,974*** (0)***	
	Lagos	-	-	-	-	-0,515 (0,304)	-3,04*** (0,001)***	
	Bachelet	-	-	-	-	-	-2,307** (0,01)***	
				Samper	Pastrana	Uribe	Uribe2	Santos
COLOMBIA	Samper	-	-	-0,846 (0,208)	-2,41** (0,007)***	-2,79*** (0,021)**	-2,709*** (0,002)***	
	Pastrana	-	-	-	-3,522*** (0)***	-2,789*** (0,001)***	-4,334*** (0)***	
	Uribe	-	-	-	-	0,789 (0,229)	-0,236 (0,411)	
	Uribe2	-	-	-	-	-	-0,122 (0,462)	
				Salinas	Zedillo	Fox	Calderón	
MEXICO	Salinas	-	-	-	-3,879*** (0)***	-2,726*** (0,003)***	-1,403 (0,081)*	
	Zedillo	-	-	-	-	-2,057** (0,02)**	-3,957*** (0)***	
	Fox	-	-	-	-	-	-1,933* (0,027)**	

5.6. Análisis comparativo entre países.

Los ciclos presidenciales que presentan las mayores oportunidades de crecimiento durante el periodo analizado (penúltimo año de mandato de cada gobierno analizado) y de acuerdo a la mediana del ratio Mercado/Libro fueron:

- Argentina: El periodo de Cristina Fernández en el año 2014 con una mediana de 2,04.
- Brasil: El segundo periodo de Luis Lula Da Silva en el año 2009 con una mediana de 1,54.
- Chile: El periodo de Patricio Aylwin en el año 1993 con una mediana de 1,69.
- Colombia: El segundo periodo de Álvaro Uribe en el año 2009 con una mediana de 0,87.
- México: En el periodo de Carlos Salinas en el año 1993 con una mediana de 2,11.

Los ciclos presidenciales que presentan las menores oportunidades de crecimiento durante el periodo analizado (penúltimo año de mandato de cada gobierno analizado) y de acuerdo a la mediana del ratio Mercado/Libro fueron:

- Argentina: El periodo de Fernando de la Rúa en el año 1998 con una mediana de 0,8.

- Brasil: El periodo de Fernando Collor en el año 1991 con una mediana de 0,31.
- Chile: El periodo de Eduardo Frei en el año 1999 con una mediana de 0,89.
- Colombia: El periodo de Ernesto Samper en el año 1997 con una mediana de 0,13.
- México: En el periodo de Ernesto Zedillo en el año 1999 con una mediana de 1,08.

Figura 2. Evolución de las oportunidades de crecimiento de los mercados bursátiles de las Economías analizadas.

Mediana anual del ratio Mercado/Libro de todas las firmas analizadas. Periodo 1990-2015. Fuente: elaboración propia.

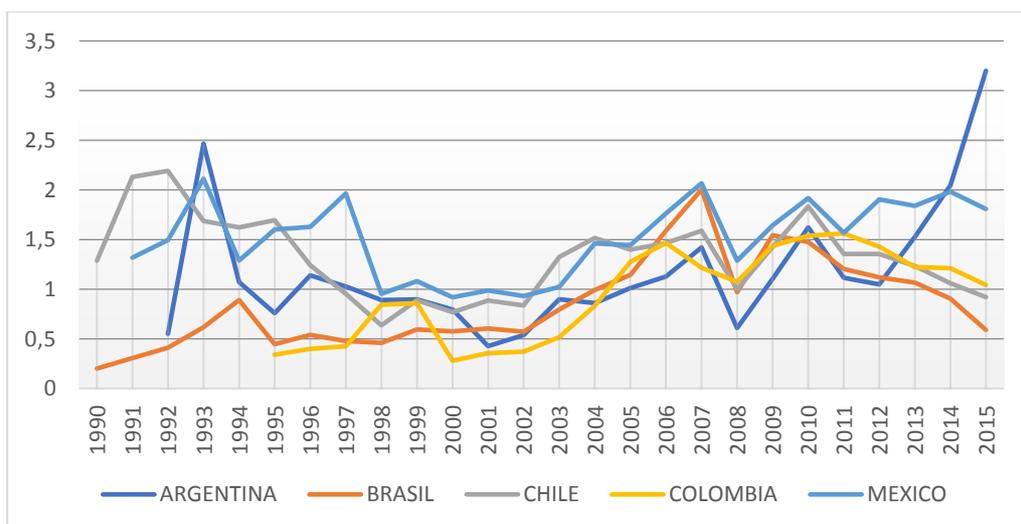


Tabla 4. Oportunidades de crecimiento, por país y presidente, en el penúltimo año del periodo presidencial.

Se presenta la mediana del ratio Mercado/Libro para el penúltimo año del periodo presidencial de cada presidente. Fuente: elaboración propia.

Mercado/Libro							
Argentina	Menem	Menem 2	De la Rúa	Kirchner	Fernández	Fernández 2	
	(1994)	(1998)	(2000)	(2006)	(2010)	(2014)	
	1,07	0,89	0,80	1,27	1,62	2,04	
Brasil	Collor	Franco	Henrique	Henrique	Lula	Lula 2	Rousseff
	(1991)	(1993)	(1998)	2 (2001)	(2005)	(2009)	(2013)
	0,31	0,62	0,46	0,61	1,14	1,54	1,07
Chile	Aylwin	Frei	Lagos	Bachelet	Piñera		
	(1993)	(1999)	(2005)	(2009)	(2013)		
	1,69	0,89	1,40	1,43	1,23		
Colombia	Samper	Pastrana	Uribe	Uribe 2	Santos		
	(1997)	(2001)	(2005)	(2009)	(2013)		
	0,13	0,16	0,52	0,87	0,49		
México	Salinas	Zedillo	Fox	Calderón			
	(1993)	(1999)	(2005)	(2011)			
		2,11	1,08	1,44	1,57		

5.7 Argentina: Desempeño del mercado bursátil y ciclos políticos.

Perspectiva nacional.

A partir del análisis del penúltimo año de cada gobierno en Argentina, se observó que el mayor desempeño del mercado bursátil -medido por el retorno anual acumulado (R)- se presentó bajo el segundo mandato de Fernández en el año 2014 siendo un 61,24%, seguido de un 47,77% el año 2010 en el primer mandato de la misma. El menor desempeño del mercado bursátil se presentó bajo el segundo mandato de Menem en el año 1998 siendo de un -38,03%, seguido de un -24,47% el año 2000 correspondiente al mandato de De la Rúa. La mayor volatilidad -calculada como la desviación estándar anualizada de los retornos (σ_{ARG})- correspondió a un 45,10%, la cual se dio bajo el segundo gobierno de Menem en el año 1998 seguida de un 42,20% en el segundo mandato de Fernández en el año 2014. La menor volatilidad correspondió a un 22,72%, la cual se dio en el mandato de Kirchner el año 2006, seguida de un 24,98% en el primer gobierno de Fernández el año 2010.

El escenario más atractivo para el inversionista local se dio en el año 2010 bajo el primer mandato de la presidenta Fernández (centro Izquierda) con un índice de desempeño (Sharpe) de 1,91, en donde existió una menor volatilidad (24,98%) acompañado de mayores retornos (47,77%). El escenario menos atractivo para el inversionista local se dio en el año 2000 bajo el mandato del presidente De la Rúa

(centroizquierda) con un índice de desempeño (Sharpe) de -0,85, en donde existió una mayor volatilidad (28,91%) acompañado de menores retornos (-24,47%).

Lo anterior se observa en la tabla N° 5.

Tabla 5. Argentina, escenario perspectiva nacional. Fuente: elaboración propia.

Año	Argentina		Presidente	Tendencia Política	Índice de desempeño (Sharpe)
	Retorno	Volatilidad			
1994	-23,05%	32,94%	Menem 1	Centro Izquierda	-0,70
1998	-38,03%	45,10%	Menem 2	Centro Izquierda	-0,84
2000	-24,47%	28,91%	De la Rúa	Centro Izquierda	-0,85
2006	34,38%	22,72%	Kirchner	Centro Izquierda	1,51
2010	47,77%	24,98%	Fernández 1	Centro Izquierda	1,91
2014	61,24%	42,20%	Fernández 2	Centro Izquierda	1,45

Perspectiva internacional.

Desde la perspectiva del inversionista internacional, se compararon los retornos anuales correspondientes a los penúltimos años de gobierno en Argentina (R_{ARG}) con los retornos anuales de los mismos años del mercado estadounidense (R_{USA}). Esto permitió calcular un diferencial de retornos entre el mercado argentino y el estadounidense ($R_{ARG}-R_{USA}$). De igual forma, se calculó un cociente entre la volatilidad del penúltimo año de un gobierno en Argentina y la volatilidad del mismo año del mercado estadounidense. Un cociente mayor que 1 indica que la volatilidad del mercado argentino fue mayor que la volatilidad del mercado estadounidense; y si es menor que 1 indica que la volatilidad del mercado argentino fue menor que la del mercado de USA. El diferencial de retornos anuales y el cociente de volatilidades anuales permitió realizar un análisis del mercado argentino, desde la perspectiva del inversionista internacional.

La mayor diferencia de retornos, con respecto al mercado bursátil estadounidense, se presentó en el año 2014 durante el segundo gobierno de Fernández y fue de 48,85%; con un cociente de volatilidad de 3,72, lo que indicó que la volatilidad del mercado bursátil argentino fue 3,72 veces la volatilidad del mercado bursátil estadounidense. Por otra parte, la menor diferencia de retornos, con respecto al mercado bursátil estadounidense, se presentó en 1998 durante el segundo gobierno de Menem y fue de -64,38%; con un cociente de volatilidad de 2,22.

El mayor cociente de volatilidad se observó en el año 2014 durante el segundo mandato de Fernández y fue de 3,72, lo que indicó que la volatilidad del mercado bursátil argentino fue 3,72 veces la volatilidad del mercado estadounidense. Por otra parte, el menor cociente de volatilidad se observó en el año 2000 durante el gobierno de De la Rúa y fue de 1,31, lo que indicó que la volatilidad del mercado bursátil argentino fue 1,31 veces la volatilidad del mercado estadounidense.

El escenario más atractivo para el inversionista internacional se dio el año 2010 bajo el mandato de la presidenta Fernández (centroizquierda) con un índice de desempeño (Sharpe) de 1,47, en donde existió un menor factor de volatilidad (1,39) acompañado de mayores retornos (36,77%). Por otra parte, el escenario menos atractivo para el inversionista internacional se dio el año 1998 bajo el segundo mandato del presidente Menem (centroizquierda) con un índice de desempeño (Sharpe) de -1,43, en donde existió un mayor factor de volatilidad (2,22) acompañado de menores retornos (-64,38%).

Lo anterior se observa en la tabla N° 6.

Tabla 6. Argentina, escenario perspectiva internacional. Fuente: elaboración propia.

Año	Argentina		Presidente	Tendencia Política	Índice de desempeño (Sharpe)
	Dif. Retorno	Factor Volat.			
1994	-21,72%	3,36	Menem 1	Centro Izquierda	-0,66
1998	-64,38%	2,22	Menem 2	Centro Izquierda	-1,43
2000	-15,20%	1,31	De la Rúa	Centro Izquierda	-0,53
2006	22,59%	2,28	Kirchner	Centro Izquierda	0,99
2010	36,77%	1,39	Fernández 1	Centro Izquierda	1,47
2014	48,85%	3,72	Fernández 2	Centro Izquierda	1,16

5.8 Brasil: Desempeño del mercado bursátil y ciclos políticos.

Perspectiva nacional.

A partir del análisis del penúltimo año de cada gobierno en Brasil, se observó que el mayor desempeño del mercado bursátil -medido por el retorno anual acumulado (*R*)- se presentó bajo el segundo mandato de Lula en el año 2009 siendo un 70,43%, seguido

de un 30,07% el año 2005 en el primer mandato del mismo. El menor desempeño del mercado bursátil se presentó bajo el primer mandato de Henrique en el año 1998 siendo de un -35,27%, seguido de un -17,65% el año 2013 correspondiente al mandato de Rousseff. La mayor volatilidad -calculada como la desviación estándar anualizada de los retornos (σ_{BRA})- correspondió a un 57,32%, la cual se dio bajo el primer gobierno de Henrique en el año 1998 seguida de un 33,17% en el segundo mandato de Henrique en el año 2001. La menor volatilidad correspondió a un 20,39%, la cual se dio en el mandato de Rousseff el año 2013, seguida de un 24,84% en el primer gobierno de Lula el año 2005.

El escenario más atractivo para el inversionista local se dio en el año 2009 bajo el segundo mandato del presidente Lula (centro izquierda) con un índice de desempeño (Sharpe) de 2,25, en donde existió una menor volatilidad (31,25%) acompañado de mayores retornos (70,43%). El escenario menos atractivo para el inversionista local se dio en el año 1998 bajo el mandato de la presidenta Rousseff (centro izquierda) con un índice de desempeño (Sharpe) de -0,87, en donde existió una mayor volatilidad (20,39%) acompañado de menores retornos (-17,65%).

Lo anterior se observa en la tabla N° 7.

Tabla 7. Brasil, escenario perspectiva nacional. Fuente: elaboración propia.

Año	Brasil		Presidente	Tendencia Política	Índice de desempeño (Sharpe)
	Retorno	Volatilidad			
1998	-35,27%	57,32%	Henrique 1	Centro	-0,62
2001	-11,97%	33,17%	Henrique 2	Centro	-0,36
2005	30,07%	24,84%	Lula 1	Centro Izquierda	1,21
2009	70,43%	31,25%	Lula 2	Centro Izquierda	2,25
2013	-17,65%	20,39%	Rousseff	Centro Izquierda	-0,87

Perspectiva internacional.

Desde la perspectiva del inversionista internacional, se compararon los retornos anuales correspondientes a los penúltimos años de gobierno en Brasil (R_{BRA}) con los retornos anuales de los mismos años del mercado estadounidense (R_{USA}). Esto permitió calcular un diferencial de retornos entre el mercado brasileño y el estadounidense ($R_{ARG}-R_{USA}$). De igual forma, se calculó un cociente entre la volatilidad del penúltimo año de un gobierno en Brasil y la volatilidad del mismo año del mercado estadounidense. Un cociente mayor que 1 indica que la volatilidad del mercado brasileño fue mayor que la

volatilidad del mercado estadounidense; y si es menor que 1 indica que la volatilidad del mercado brasileño fue menor que la del mercado de USA. El diferencial de retornos anuales y el cociente de volatilidades anuales permitió realizar un análisis del mercado argentino, desde la perspectiva del inversionista internacional.

La mayor diferencia de retornos, con respecto al mercado bursátil estadounidense, se presentó en el año 2009 durante el segundo gobierno de Lula y fue de 50,76%; con un cociente de volatilidad de 1,15, lo que indicó que la volatilidad del mercado bursátil argentino fue 1,15 veces la volatilidad del mercado bursátil estadounidense. Por otra parte, la menor diferencia de retornos, con respecto al mercado bursátil estadounidense, se presentó en 1998 durante el primer gobierno de Henrique y fue de -61,61%; con un cociente de volatilidad de 2,82.

El mayor cociente de volatilidad se observó en el año 1998 durante el primer mandato de Henrique y fue de 2,82, lo que indicó que la volatilidad del mercado bursátil brasileño fue 2,82 veces la volatilidad del mercado estadounidense. Por otra parte, el menor cociente de volatilidad se observó en el año 2009 durante el segundo gobierno de Lula y fue de 1,15, lo que indicó que la volatilidad del mercado bursátil brasileño fue 1,15 veces la volatilidad del mercado estadounidense.

El escenario más atractivo para el inversionista internacional se dio el año 2009 bajo el segundo mandato del presidente Lula (centroizquierda) con un índice de desempeño (Sharpe) de 1,62, en donde existió un menor factor de volatilidad (1,15) acompañado de mayores retornos (50,76%). Por otra parte, el escenario menos atractivo para el inversionista internacional se dio el año 2013 bajo el mandato de la presidente Rousseff (centroizquierda) con un índice de desempeño (Sharpe) de -2,16, en donde existió un mayor factor de volatilidad (1,85) acompañado de menores retornos (-44,05%).

Lo anterior se observa en la tabla N° 8.

Tabla 8. Brasil, escenario perspectiva internacional. Fuente: elaboración propia.

Año	Brasil		Presidente	Tendencia Política	Índice de desempeño (Sharpe)
	Dif. Retorno	Factor Volat.			
1998	-61,61%	2,82	Henrique 1	Centro	-1,07
2001	-1,44%	1,54	Henrique 2	Centro	-0,04
2005	26,22%	2,43	Lula 1	Centro Izquierda	1,06
2009	50,76%	1,15	Lula 2	Centro Izquierda	1,62
2013	-44,05%	1,85	Rousseff	Centro Izquierda	-2,16

5.9 Chile: Desempeño del mercado bursátil y ciclos políticos.

Perspectiva nacional.

A partir del análisis del penúltimo año de cada gobierno en Chile, se observó que el mayor desempeño del mercado bursátil -medido por el retorno anual acumulado (R)- se presentó bajo el mandato de Bachelet en el año 2009 siendo un 43,97%, seguido de un 43,40% el año 1993 en el mandato de Aylwin. El menor desempeño del mercado bursátil se presentó bajo el segundo mandato de Piñera en el año 2013 siendo de un -14,24%, seguido de un 3,09% el año 2005 correspondiente al mandato de Lagos. La mayor volatilidad -calculada como la desviación estándar anualizada de los retornos (σ_{CHI})- correspondió a un 13,41%, la cual se dio bajo el gobierno de Bachelet en el año 2009 seguida de un 12,04% en el mandato de Piñera en el año 2013. La menor volatilidad correspondió a un 7,75%, la cual se dio en el mandato de Lagos el año 2005, seguida de un 11,09% en el gobierno de Aylwin el año 1993.

El escenario más atractivo para el inversionista local se dio en el año 1993 bajo el mandato de la presidente Aylwin (centro Izquierda) con un índice de desempeño (Sharpe) de 3,91, en donde existió una menor volatilidad (11,09%) acompañado de mayores retornos (43,40%). El escenario menos atractivo para el inversionista local se dio en el año 2013 bajo el mandato del presidente Piñera (centroderecha) con un índice de desempeño (Sharpe) de -1,18, en donde existió una mayor volatilidad (12,04%) acompañado de menores retornos (-14,24%).

Lo anterior se observa en la tabla N° 9.

Tabla 9. Chile, escenario perspectiva nacional. Fuente: elaboración propia.

Año	Chile		Presidente	Tendencia Política	Índice de desempeño (Sharpe)
	Retorno	Volatilidad			
1993	43,40%	11,09%	Aylwin	Centro Izquierda	3,91
1999	43,28%	11,99%	Frey	Centro Izquierda	3,61
2005	3,09%	7,75%	Lagos	Centro Izquierda	0,40
2009	43,97%	13,41%	Bachelet	Centro Izquierda	3,28
2013	-14,24%	12,04%	Piñera	Centro Derecha	-1,18

Perspectiva internacional.

Desde la perspectiva del inversionista internacional, se compararon los retornos anuales correspondientes a los penúltimos años de gobierno en Chile (R_{CHI}) con los retornos

anuales de los mismos años del mercado estadounidense (R_{USA}). Esto permitió calcular un diferencial de retornos entre el mercado chileno y el estadounidense ($R_{CHI}-R_{USA}$). De igual forma, se calculó un cociente entre la volatilidad del penúltimo año de un gobierno en Chile y la volatilidad del mismo año del mercado estadounidense. Un cociente mayor que 1 indica que la volatilidad del mercado chileno fue mayor que la volatilidad del mercado estadounidense; y si es menor que 1 indica que la volatilidad del mercado chileno fue menor que la del mercado de USA. El diferencial de retornos anuales y el cociente de volatilidades anuales permitió realizar un análisis del mercado chileno, desde la perspectiva del inversionista internacional.

La mayor diferencia de retornos, con respecto al mercado bursátil estadounidense, se presentó en el año 1993 durante el gobierno de Aylwin y fue de 36,27%; con un cociente de volatilidad de 1,29, lo que indicó que la volatilidad del mercado bursátil chileno fue 1,29 veces la volatilidad del mercado bursátil estadounidense. Por otra parte, la menor diferencia de retornos, con respecto al mercado bursátil estadounidense, se presentó en 2013 durante el gobierno de Piñera y fue de -40,63%; con un cociente de volatilidad de 1,09.

El mayor cociente de volatilidad se observó en el año 1993 durante el mandato de Aylwin y fue de 1,29, lo que indicó que la volatilidad del mercado bursátil chileno fue 1,29 veces la volatilidad del mercado estadounidense. Por otra parte, el menor cociente de volatilidad se observó en el año 2009 durante el gobierno de Bachelet y fue de 0,49, lo que indicó que la volatilidad del mercado bursátil chileno fue 0,49 veces la volatilidad del mercado estadounidense.

El escenario más atractivo para el inversionista internacional se dio el año 1993 bajo el mandato del presidente Aylwin (centroizquierda) con un índice de desempeño (Sharpe) de 3,27, en donde existió un menor factor de volatilidad (1,29) acompañado de mayores retornos (36,27%). Por otra parte, el escenario menos atractivo para el inversionista internacional se dio el año 2013 bajo el mandato del presidente Piñera (centroizquierda) con un índice de desempeño (Sharpe) de -3,38, en donde existió un mayor factor de volatilidad (1,09) acompañado de menores retornos (-40,63%).

Lo anterior se observa en la tabla N° 10.

Tabla 10. Chile, escenario perspectiva internacional. Fuente: elaboración propia.

Año	Chile		Presidente	Tendencia Política	Índice de desempeño (Sharpe)
	Dif. Retorno	Factor Volat.			
1993	36,27%	1,29	Aylwin	Centro Izquierda	3,27
1999	23,75%	0,67	Frey	Centro Izquierda	1,98
2005	-0,76%	0,76	Lagos	Centro Izquierda	-0,10

2009	24,30%	0,49	Bachelet	Centro Izquierda	1,81
2013	-40,63%	1,09	Piñera	Centro Derecha	-3,38

5.10 Colombia: Desempeño del mercado bursátil y ciclos políticos.

Perspectiva nacional.

A partir del análisis del penúltimo año de cada gobierno en Colombia, se observó que el mayor desempeño del mercado bursátil -medido por el retorno anual acumulado (R)- se presentó bajo el segundo mandato de Uribe en el año 2009 siendo un 58,72% y el menor desempeño del mercado bursátil se presentó bajo el mandato de Santos en el año 2013 siendo de un -11,98%. Por otra parte, la mayor volatilidad -calculada como la desviación estándar anualizada de los retornos (σ_{COL})- correspondió a un 15,32%, la cual se dio bajo el segundo gobierno de Uribe en el año 2009 y la menor volatilidad correspondió a un 12,36%, la cual se dio en el mandato de Santos en el año 2013.

El escenario más atractivo para el inversionista local se dio en el año 2009 bajo el segundo mandato del presidente Uribe (centro Izquierda) con un índice de desempeño (Sharpe) de 3,83, en donde existió una menor volatilidad (15,32%) acompañado de mayores retornos (58,72%). El escenario menos atractivo para el inversionista local se dio en el año 2013 bajo el mandato del presidente Santos (centroderecha) con un índice de desempeño (Sharpe) de -0,97, en donde existió una mayor volatilidad (12,36%) acompañado de menores retornos (-11,98%).

Lo anterior se observa en la tabla N° 11.

Tabla 11. Colombia, escenario perspectiva nacional. Fuente: elaboración propia.

Año	Colombia		Presidente	Tendencia Política	Índice de desempeño (Sharpe)
	Retorno	Volatilidad			
2009	58,72%	15,32%	Uribe 2	Centro Izquierda	3,83
2013	-11,98%	12,36%	Santos	Centro Derecha	-0,97

Perspectiva internacional.

Desde la perspectiva del inversionista internacional, se compararon los retornos anuales correspondientes a los penúltimos años de gobierno en Colombia (R_{COL}) con los retornos anuales de los mismos años del mercado estadounidense (R_{USA}). Esto permitió calcular un diferencial de retornos entre el mercado colombiano y el estadounidense ($R_{COL}-R_{USA}$). De igual forma, se calculó un cociente entre la volatilidad del penúltimo

año de un gobierno en Colombia y la volatilidad del mismo año del mercado estadounidense. Un cociente mayor que 1 indica que la volatilidad del mercado colombiano fue mayor que la volatilidad del mercado estadounidense; y si es menor que 1 indica que la volatilidad del mercado colombiano fue menor que la del mercado de USA. El diferencial de retornos anuales y el cociente de volatilidades anuales permitió realizar un análisis del mercado colombiano, desde la perspectiva del inversionista internacional.

La mayor diferencia de retornos, con respecto al mercado bursátil estadounidense, se presentó en el año 2009 durante el segundo gobierno de Uribe y fue de 39,05%; con un cociente de volatilidad de 0,56, lo que indicó que la volatilidad del mercado bursátil argentino fue 0,56 veces la volatilidad del mercado bursátil estadounidense. Por otra parte, la menor diferencia de retornos, con respecto al mercado bursátil estadounidense, se presentó en 2013 durante el gobierno de Santos y fue de -38,37%; con un cociente de volatilidad de 1,12.

El mayor cociente de volatilidad se observó en el año 2013 durante el mandato de Santos y fue de 1,12, lo que indicó que la volatilidad del mercado bursátil colombiano fue 1,12 veces la volatilidad del mercado estadounidense. Por otra parte, el menor cociente de volatilidad se observó en el año 2009 durante el segundo gobierno de Uribe y fue de 0,56, lo que indicó que la volatilidad del mercado bursátil colombiano fue 0,56 veces la volatilidad del mercado estadounidense.

El escenario más atractivo para el inversionista internacional se dio el año 2009 bajo el segundo mandato del presidente Fernández (centroizquierda) con un índice de desempeño (Sharpe) de 2,25, en donde existió un menor factor de volatilidad (0,56) acompañado de mayores retornos (39,05%). Por otra parte, el escenario menos atractivo para el inversionista internacional se dio el año 2013 bajo el mandato del presidente Santos (centroizquierda) con un índice de desempeño (Sharpe) de -3,10, en donde existió un mayor factor de volatilidad (1,12) acompañado de menores retornos (-38,37%).

Lo anterior se observa en la tabla N° 12.

Tabla 12. Colombia, escenario perspectiva internacional. Fuente: elaboración propia.

Año	Colombia		Presidente	Tendencia Política	Índice de desempeño (Sharpe)
	Dif. Retorno	Factor Volat.			
2009	39,05%	0,56	Uribe 2	Centro Izquierda	2,55
2013	-38,37%	1,12	Santos	Centro Derecha	-3,10

5.11 México: Desempeño del mercado bursátil y ciclos políticos.

Perspectiva nacional.

A partir del análisis del penúltimo año de cada gobierno en México, se observó que el mayor desempeño del mercado bursátil -medido por el retorno anual acumulado (R)- se presentó bajo el mandato de Zedillo en el año 1999 siendo un 85,88%, seguido de un 46,49% el año 1993 en el mandato de Salinas. El menor desempeño del mercado bursátil se presentó bajo el mandato de Calderón en el año 2010 siendo de un 17,68%, seguido de un 36,70% el año 2005 correspondiente al mandato de Fox. La mayor volatilidad -calculada como la desviación estándar anualizada de los retornos (σ_{MEX})- correspondió a un 29,48%, la cual se dio bajo el gobierno de Zedillo en el año 1999 seguida de un 19,91% en el mandato de Salinas en el año 1993. La menor volatilidad correspondió a un 16,52%, la cual se dio en el mandato de Fox el año 2005, seguida de un 19,60% en el gobierno de Calderón en el año 2010.

El escenario más atractivo para el inversionista local se dio en el año 1999 bajo el mandato del presidente Zedillo (centro Izquierda) con un índice de desempeño (Sharpe) de 2,91, en donde existió una menor volatilidad (29,48%) acompañado de mayores retornos (85,88%). El escenario menos atractivo para el inversionista local se dio en el año 2010 bajo el mandato del presidente Calderón (centroderecha) con un índice de desempeño (Sharpe) de 0,90, en donde existió una mayor volatilidad (19,60%) acompañado de menores retornos (17,68%).

Lo anterior se observa en la tabla N° 13.

Tabla 13. México, escenario perspectiva nacional. Fuente: elaboración propia.

Año	México		Presidente	Tendencia Política	Índice de desempeño (Sharpe)
	Retorno	Volatilidad			
1993	46,49%	19,91%	Salinas	Centro Izquierda	2,34
1999	85,88%	29,48%	Zedillo	Centro Izquierda	2,91
2005	36,70%	16,52%	Fox	Centro Izquierda	2,22
2010	17,68%	19,60%	Calderón	Centro Derecha	0,90

Perspectiva internacional.

Desde la perspectiva del inversionista internacional, se compararon los retornos anuales correspondientes a los penúltimos años de gobierno en México (R_{MEX}) con los retornos anuales de los mismos años del mercado estadounidense (R_{USA}). Esto permitió calcular

un diferencial de retornos entre el mercado mexicano y el estadounidense ($R_{MEX}-R_{USA}$). De igual forma, se calculó un cociente entre la volatilidad del penúltimo año de un gobierno en México y la volatilidad del mismo año del mercado estadounidense. Un cociente mayor que 1 indica que la volatilidad del mercado mexicano fue mayor que la volatilidad del mercado estadounidense; y si es menor que 1 indica que la volatilidad del mercado mexicano fue menor que la del mercado de USA. El diferencial de retornos anuales y el cociente de volatilidades anuales permitió realizar un análisis del mercado mexicano, desde la perspectiva del inversionista internacional.

La mayor diferencia de retornos, con respecto al mercado bursátil estadounidense, se presentó en el año 1999 durante el gobierno de Zedillo y fue de 66,35%; con un cociente de volatilidad de 1,64, lo que indicó que la volatilidad del mercado bursátil mexicano fue 1,64 veces la volatilidad del mercado bursátil estadounidense. Por otra parte, la menor diferencia de retornos, con respecto al mercado bursátil estadounidense, se presentó en 2010 durante el gobierno de Calderón y fue de 6,68%; con un cociente de volatilidad de 0,84.

El mayor cociente de volatilidad se observó en el año 1993 durante el mandato de Salinas y fue de 2,32, lo que indicó que la volatilidad del mercado bursátil mexicano fue 2,32 veces la volatilidad del mercado estadounidense. Por otra parte, el menor cociente de volatilidad se observó en el año 2010 durante el gobierno de Calderón y fue de 0,84, lo que indicó que la volatilidad del mercado bursátil mexicano fue 0,84 veces la volatilidad del mercado estadounidense.

El escenario más atractivo para el inversionista internacional se dio el año 1999 bajo el mandato del presidente Zedillo (centro) con un índice de desempeño (Sharpe) de 2,25, en donde existió un menor factor de volatilidad (1,64) acompañado de mayores retornos (66,35%). Por otra parte, el escenario menos atractivo para el inversionista internacional se dio el año 2010 bajo el mandato del presidente Calderón (centroderecha) con un índice de desempeño (Sharpe) de 0,34, en donde existió un mayor factor de volatilidad (0,84) acompañado de menores retornos (6,68%).

Lo anterior se observa en la tabla N° 14.

Tabla 14. México, escenario perspectiva internacional. Fuente: elaboración propia.

Año	México		Presidente	Tendencia Política	Índice de desempeño (Sharpe)
	Dif. Retorno	Factor Volat.			
1993	39,35%	2,32	Salinas	Centro	1,98
1999	66,35%	1,64	Zedillo	Centro	2,25
2005	32,86%	1,61	Fox	Centro Derecha	1,99
2010	6,68%	0,84	Calderón	Centro Derecha	0,34

VI. CONCLUSIONES

En síntesis, los principales resultados indicaron que, analizando los penúltimos años de los ciclos presidenciales de Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México, las mayores oportunidades de crecimiento por país de acuerdo al ratio Mercado/Libro fueron, para el caso de Argentina, Fernández 2 (2014), seguido de Fernández (2010). A su vez, las menores oportunidades de crecimiento correspondieron al ciclo de De la Rúa (1998) seguido de Menem 2 (1998). Las mayores oportunidades de crecimiento se pueden ver reflejadas en el PIB registrado en esos periodos. Cabe destacar que las mayores oportunidades de crecimiento se presentaron bajo un gobierno de Centro Izquierda.

Para el caso de Brasil, las mayores oportunidades de crecimiento correspondieron al ciclo de Lula 2 (2009) seguido de Lula (2005). A su vez, las menores oportunidades de crecimiento correspondieron al ciclo de Collor (1991) seguido de Henrique (1998). No obstante, el mayor PIB registrado en el periodo de análisis correspondió a Rousseff (2013). Cabe destacar que las mayores oportunidades de crecimiento se presentaron bajo un gobierno de Centro Izquierda.

Para el caso de Chile, las mayores oportunidades de crecimiento correspondieron al ciclo de Aylwin (1993) seguido de Bachelet (2009). A su vez, las menores oportunidades de crecimiento correspondieron al ciclo de Frei (1999) seguido de Piñera (2013). No obstante, el mayor PIB registrado en el periodo de análisis correspondió a Piñera (2013). Cabe destacar que las mayores oportunidades de crecimiento se presentaron bajo un gobierno de Centro Izquierda.

Para el caso de Colombia, las mayores oportunidades de crecimiento correspondieron al ciclo de Uribe 2 (2009) seguido de Uribe (2005). A su vez, las menores oportunidades

de crecimiento correspondieron al ciclo de Samper (1997) seguido de Pastrana (2001). No obstante, el mayor PIB registrado en el periodo de análisis correspondió a Santos (2013). Cabe destacar que las mayores oportunidades de crecimiento se presentaron bajo un gobierno de Centro Izquierda.

Para el caso de México, las mayores oportunidades de crecimiento correspondieron al ciclo de Salinas (1993) seguido de Calderón (2011). A su vez, las menores oportunidades de crecimiento correspondieron al ciclo de Zedillo (1999) seguido de Fox (2005). No obstante, el mayor PIB registrado en el periodo de análisis correspondió a Calderón (2011). Cabe destacar que las mayores oportunidades de crecimiento se presentaron bajo un gobierno de Centro Izquierda.

En cuanto al desempeño del mercado bursátil, los principales resultados observados indicaron que los ciclos presidenciales que presentaron un mayor desempeño del mercado bursátil, acompañado de un escenario atractivo para el inversionista nacional, en cada país durante el periodo analizado y considerando el penúltimo año de mandato de cada gobierno fueron: Fernández (2010, Argentina), Lula (2009, Brasil), Aylwin (1993, Chile), Uribe (2009, Colombia) y Zedillo (1999, México).

Además, coincidentemente, los ciclos presidenciales que presentaron un mayor desempeño del mercado bursátil, acompañado de un escenario atractivo para el inversionista internacional, en cada país durante el periodo analizado y considerando el penúltimo año de mandato de cada gobierno fueron: Fernández (2010, Argentina), Lula (2009, Brasil), Aylwin (1993, Chile), Uribe (2009, Colombia) y Zedillo (1999, México). Cabe destacar que los mayores desempeños de los mercados bursátiles se presentaron bajo un gobierno de Centro Izquierda.

VII. BIBLIOGRAFÍA

1. Alexander, G. J., & Buchholz, R. A. (1978). Corporate social responsibility and stock market performance. *Academy of Management journal*, 21(3), 479-486.
2. Allivine, FD & O'Neil, DE 1980. "Stock market returns and the presidential election cycle", *Financial Analysts Journal*, vol. 36, no. 5, pp. 49-56.
3. Altman, David (2001). "Crisis de gobernabilidad democrática: Orígenes y mapa de lectura". *Instituciones y desarrollo*, N° 8-9, pp. 385-410.
4. Alvarez-Ramirez, J., Rodriguez, E., & Espinosa-Paredes, G. (2012). A partisan effect in the efficiency of the US stock market. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 391 (20), 4923-4932.
5. Anderson, H. D., Malone, C. B., & Marshall, B. R. (2008). Investment returns under right- and left-wing governments in Australasia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16, 252-267.
6. Andrés, P. y De la Fuente, G. (2004): "Opciones reales y diversificación corporativa: evidencia para el caso español." Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa, 19, pp. 33-54.
7. Arriagada, Arturo; Navia, Patricio y Schuster, Martín (2010). "¿Consumo luego pienso, o pienso y luego consumo? Consumo de medios, predisposición política, percepción económica y aprobación presidencial en Chile". *Revista de Ciencia Política*, Vol. 30, N° 3, pp. 669-695.
8. Asongu, S. A. (2012). Government quality determinants of stock market performance in African countries. *Journal of African Business*, 13(3), 183-199.

9. Baixauli, C. G., Pacheco, G. M. S., & Lapeña, R. F. (2005). Oportunidades de crecimiento empresarial y riesgo de interés en el mercado bursátil español. *Revista española de financiación y contabilidad*, (126), 595-612.
10. Beyer, S. B., Jensen, G. R., & Johnson, R. R. (2008). The presidential term. *The Journal of Portfolio Management*, 34(2), 135-142.
11. Bialkowski, J.; K. Gottschalk y T. Wisniewski (2006), Political Orientation of Government and Stock Market Returns, European University Viadrina Postgraduate Research Programme Working Paper, New Zealand.
12. Billett, M. T., KING, T. H. D., & Mauer, D. C. (2007). Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity, and covenants. *The Journal of Finance*, 62(2), 697-730.
13. Booth, J. R., & Booth, L. C. (2003). Is presidential cycle in security returns merely a reflection of business conditions? *Review of Financial Economics*, 12(2), 131-159.
14. Boudry, W., Kallberg, J., & Liu, C. (2013). Investment opportunities and share repurchases. *Journal of Corporate Finance*, 23, 23-38.
15. Bredin, D., O'Reilly, G., & Stevenson, S. (2007). Monetary shocks and REIT returns. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 35(3), 315-331.
16. Cahan, J., Malone, C. B., Powell, J. G., & Choti, U. W. (2005). Stock market political cycles in a small, twoparty democracy. *Applied Economic Letters*, 12(12), 735-740.
17. Catterberg, Gabriela y Palanza, Valeria (2012). "Argentina: Dispersión de la oposición y el auge de Cristina Fernández de Kirchner". *Revista de Ciencia Política*, Vol. 32, N° 1, pp. 3-30.
18. Chou, D., Gombola M., & Liu, F.-Y. (2009). Long-run underperformance following private equity placements: The role of growth opportunities. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49, 1113-1128.
19. Chrétien, S., & Coggins, F. (2009). Election outcomes and financial market returns in Canada. *The North American Journal of Economics and Finance*, 20(1), 1-23.
20. Clarke, Harold; Stewart, M, Ault, M. & Elliot, E. (2005). "Men, Women and the Dynamics of Presidential Approval". *British Journal of Political Science*, Vol. 35, N° 1, pp. 31-51.
21. Cornejo, E., Améstica, L. (2015) Oportunidades de crecimiento y ciclos presidenciales: Chile, 1990-2013. *Multidisciplinary Business review*, Vol 9, 1-10.
22. Cowart, A. y T. Yantex (1986), Elections and Wall Street: Taking Stock of Parties and Presidents, *The Western Political Quarterly*, Vol. 39 (3), 390-412.
23. Curiel, D. F. (2007). Elecciones y ciclos económicos en México. *El Trimestre Económico*, 467-474.
24. Desai, H., & Jain, P. C. (1999). Firm performance and focus: long-run stock market performance following spinoffs. *Journal of financial economics*, 54(1), 75-101.

25. Dinenis, E., & Staikouras, S. K. (1998). Interest rate changes and common stock returns of financial institutions: evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 4(2), 113-127.
26. Dôpke, J. y C. Pierdzioch (2004), Politics and the Stock Market - Evidence from Germany, Kiel Working Paper No. 1203.
27. Fama, E. F. (1970). Multiperiod consumption-investment decisions. *The American Economic Review*, 60(1), 163-174.
28. Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of financial economics*, 33(1), 3-56.
29. F,ss, R. y M. Bechtel (2006), Partisan Politics and Stock Market Performance: The Effect of Expected Government Partisanship on Stock Returns in the 2002 German Federal Election, Working Paper.
30. Furió, D., & Pardo, Á. (2012). Partisan Politics Theory and stock market performance: Evidence for Spain. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 41(155), 371-392.
31. Garner, J., Nam, J., & Ottoo, R. (2002). Determinants of corporate growth opportunities of emerging firms. *Journal of Economics and Business*, 54, 73-93.
32. Gärtner, M., & Wellershoff, K. W. (1995). Is there an election cycle in American stock returns? *International Review of Economics & Finance*, 4(4), 387-410.
33. Goyal, V. K., Lehn, K., & Racic, S. (2002). Growth opportunities and corporate debt policy: the case of the US defense industry. *Journal of Financial Economics*, 64(1), 35-59.
34. Goodell, J. W., & Vähämaa, S. (2013). US presidential elections and implied volatility: The role of political uncertainty. *Journal of Banking & Finance*, 37(3), 1108-1117.
35. Gramacho, Wladimir (2005). "Ciclos de información y funciones de popularidad: El período Cardoso en Brasil (1995-2002)". *Desarrollo Económico*, Vol. 45, N°. 177, pp. 99-121.
36. Hibbs, D. (1977), The Partisan Model of Macroeconomic Cycles: More Theory and Evidence for the United States, *Economics and Politics*, 6, 1-24.
37. Huang, R. D. (1985). Common stock returns and presidential elections. *Financial Analysts Journal*, 41, 58- 65.
38. Hung, L. C. (2011). The Presidential Election and the Stock Market in Taiwan. *Journal of Business and Policy Research*, 6(2), 38-51.
39. Kräussl, R., Lucas, A., Rijsbergen, D. R., Van der Sluis, P. J., & Vrugt, E. B. (2014). Washington meets Wall Street: A closer examination of the presidential cycle puzzle. *Journal of International Money and Finance*, 43, 50-69
40. Lapeña, R. F., Juncadella, J. S., & González, A. S. (1999). El riesgo de interés en el mercado español de acciones. Una aproximación sectorial. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 43-75.

41. Leblang, D. y B. Mukherjee (2005), Government Partisanship, Elections and the Stock Market: Examining American and British Stock Returns, 1930-2000, *American Journal of Political Science*, Vol. 49 (4), 780-802.
42. Lebo, Matthew & Cassino, Daniel (2007). "The Aggregated Consequences of Motivated Reasoning and the Dynamics of Partisan Presidential Approval". *Political Psychology*, Vol. 28, N° 6, pp. 719-746.
43. Liu, L. (2007), "An Empirical Study of the Presidential Elections Effect on Stock Market in Taiwan, South Korea, Singapore, Philippine, and Indonesia", Manuscript.
44. Maldonado, Arturo y José Domingo Pimentel (2009). "Los determinantes políticos y económicos de la aprobación presidencial durante los gobiernos de Alejandro Toledo y Alan García". Artículo Presentado en el Segundo Congreso Latinoamericano de Opinión Pública de la World Association for Public Opinion.
45. Morales, Mauricio y Saldaña, Jorge. (2008). "Aprobación presidencial en Chile. Los ricos por Lagos, los pobres por Bachelet". *Documentos trabajo ICSO UDP, Chile 2008: Percepciones y Actitudes Sociales*, pp. 37-45.
46. Niederhoser, V.; S. Gibbs y J. Bullock (1970), Presidential Elections and the Stock Market, *Financial Analysts Journal*, Vol. 26 (2), 111- 113.
47. Pajuste, A. (2002). Corporate governance and stock market performance in Central and Eastern Europe: A study of nine countries, 1994-2001.
48. Palenzuela, V. A., Hoffmann, P. S., & González, E. V. (2004). Estructura de propiedad y oportunidades de crecimiento como determinantes del endeudamiento de las empresas chilenas. *Revista Abante*, 7(2), 105-145.
49. Powell, J. G., Jing, S., Smith, T., & Whaley, R. E. (2007). The persistent presidential dummy: Differences turn out to be insignificant. *Journal of Portfolio Management*, 33, 133-143.
50. Ramírez, J., & Varas, P. (2013). Aprobación presidencial en Chile 2000-2012: Sus determinantes y su efecto en la toma de decisiones. *Política. Revista de Ciencia Política*, 51(1), pp-85.
51. Reilly, Frank k., and Eugene F. Drzycimski. "Vote Republican: if you want the market to rise after Election Day," *Barron's* October 18, 1976, pp. 5, 18.
52. Riley, W. y W. Luksetich (1980), The Market Prefers Republicans: Myth or Reality, *Journal of Finance and Quantitive Analysis*, Vol. 15 (3), 541-560.
53. Rivera, J.A. (2007). Estructura financiera y factores determinantes de la estructura de capital de las pymes del sector de confecciones del Valle del Cauca en el periodo 2000-2004. *Cuadernos de administración*. Vol 20(34), 191-219
54. Rivera, J. A. (2008). Decisiones de financiación de la industria metalmeccánica del Valle del Cauca. *Estudios Gerenciales*, 24(107), 35-57.
55. Rodríguez, G., & Vargas, A. (2012). Impact of Political Expectations on Lima Stock Market Returns. *Economía*, 35(70), 190.

56. Santa-Clara, P. y R. Valkanov (2003), The Presidential Puzzle: Political Cycles and the Stock Market, *The Journal of Finance*, Vol. LVIII (5), 1841-1872.
57. Sharpe, W. F. (1966). Mutual fund performance. *The Journal of business*, 39(1), 119-138.
58. Sharpe, W. F. (1975). Adjusting for risk in portfolio performance measurement. *The Journal of Portfolio Management*, 1(2), 29-34.
59. Stovall, R. H. (1992). Forecasting stock market performance via the presidential cycle. *Financial Analysts Journal*, 48, 5-8.
60. Sturm, R. R. (2013). Economic policy and the presidential election cycle in stock returns. *Journal of Economics and Finance*, 37(2), 200-215.
61. Thorbecke, W. (1997). On stock market returns and monetary policy. *The Journal of Finance*, 52(2), 635-654.
62. Wisniewski, T. P., Lightfoot, G., & Lilley, S. (2012). Speculating on presidential success: exploring the link between the price-earnings ratio and approval ratings. *Journal of Economics and Finance*, 36(1), 106-122.
63. Wong, W. K., & McAleer, M. (2008). Financial Astrology: Mapping the Presidential Election Cycle in US Stock Markets. *Available at SSRN 1307643*.
64. Worthington, A. (2006), Political Cycles in the Australian Stock Market Since Federation, *Accounting & Finance Working Paper 06/13*.
65. Wright, P.; Ferris, S.P; Sarin, A.; Awasthi, V. (1996): "Impact of Corporate Insider, Blockholder, and Institutional Equity Ownership on Firm Risk Taking", *Academy of management Journal*, 39, (2), pp. 441-463.

Internet

1. Banco mundial, variables macro. (2016). Recuperado de <http://datos.bancomundial.org/>
2. Presidentes de América Latina. (2016). Recuperado de <http://www.icronox.com/presidentes/>

VIII. ANEXOS.

Figura 3. Evolución de las oportunidades de crecimiento del mercado bursátil argentino. Mediana anual del ratio mercado/libro (M/L) de todas las firmas analizadas. Periodo 1990-2015. Fuente: elaboración propia.

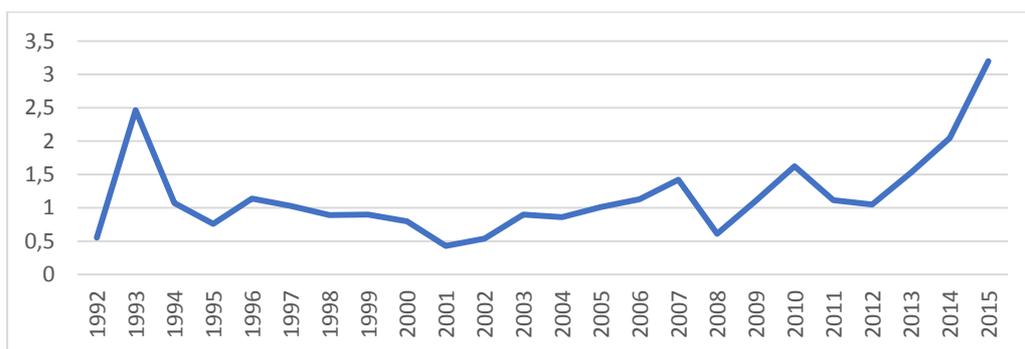


Figura 4. Evolución de las oportunidades de crecimiento del mercado bursátil brasileño. Mediana anual del ratio mercado/libro (M/L) de todas las firmas analizadas. Periodo 1990-2015. Fuente: elaboración propia.

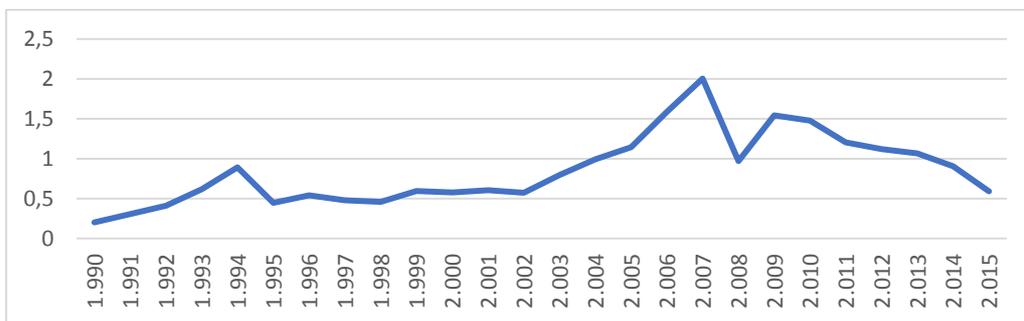


Figura 5. Evolución de las oportunidades de crecimiento del mercado bursátil chileno. Mediana anual del ratio mercado/libro (M/L) de todas las firmas analizadas. Periodo 1990-2015. Fuente: elaboración propia.

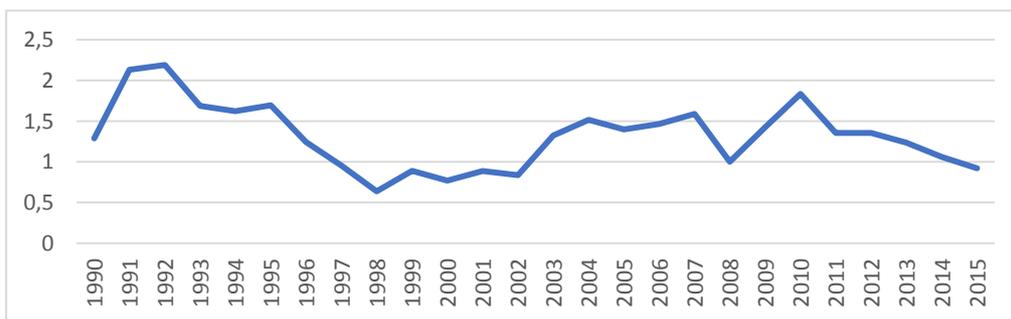


Figura 6. Evolución de las oportunidades de crecimiento del mercado bursátil colombiano. Mediana anual del ratio mercado/libro (M/L) de todas las firmas analizadas. Periodo 1990-2015. Fuente: elaboración propia.

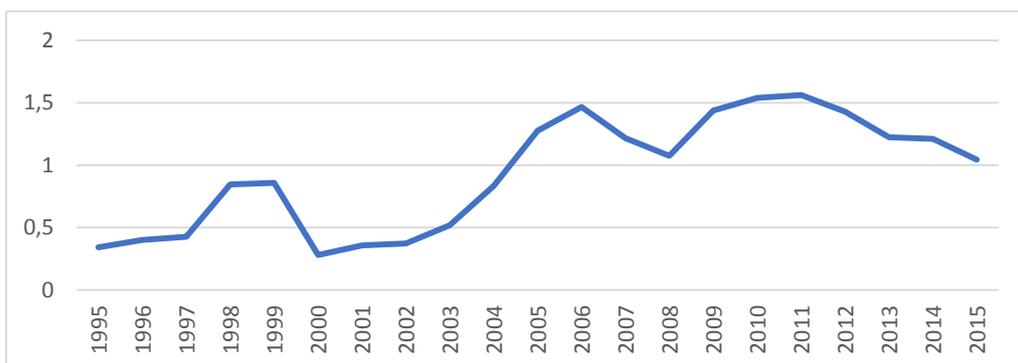


Figura 7. Evolución de las oportunidades de crecimiento del mercado bursátil mexicano. Mediana anual del ratio mercado/libro (M/L) de todas las firmas analizadas. Periodo 1990-2015. Fuente: elaboración propia.

