



Munich Personal RePEc Archive

Stock return response to monetary policy: Evidence from the Chilean market

Acuña, Andres A. and Pinto, Cristian F.

Departamento de Economía y Finanzas, Universidad del Bío-Bío,
Departamento de Economía y Finanzas, Universidad del Bío-Bío

July 2012

Online at <https://mpa.ub.uni-muenchen.de/41091/>
MPRA Paper No. 41091, posted 07 Sep 2012 09:39 UTC

Respuesta del retorno accionario a la política monetaria: Evidencia para el mercado chileno

Andrés A. Acuña* Cristián F. Pinto**

Versión borrador: Julio 2012

Resumen

Este trabajo analiza la respuesta de las rentabilidades del mercado accionario a la decisión de determinación de la tasa de interés de política monetaria (TPM) por parte del Banco Central de Chile. Adopta la metodología del estudio de eventos para medir empíricamente la influencia de los componentes anticipado y no anticipado de los cambios de la TPM, adoptados en cada reunión del Comité de Política Monetaria, sobre los retornos de los títulos transados en la Bolsa de Comercio de Santiago en el periodo septiembre 2001 - junio 2012. Contrario a la literatura sobre la materia, asociada fundamentalmente a las medidas de política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos, no se encuentra evidencia de influencia significativa de la sorpresa monetaria en los retornos accionarios, cuando ésta se mide de acuerdo a las expectativas reveladas en la Encuesta de Expectativas Económicas.

Abstract

This paper analyzes the response of the stock market returns to monetary policy decisions by the Central Bank of Chile. It adopts the event-study methodology in order to gauge the influence of anticipated and unanticipated changes in the Chilean monetary policy interest rate (TPM), decided in every meeting of Monetary Policy Comitee, on the return of stocks traded at Santiago Stock Exchange in the monthly period 2001-2012. Unlike most the literature on this subject, mainly associated with US Federal Reserve monetary policy, no evidence is found on the impact of monetary surprises on stock returns, when surprise is measured using the Economic Expectations Survey.

Palabras claves: estudio de eventos, metas de inflación, política monetaria, retorno accionario

Keywords: event study, inflation targeting, monetary policy, stock returns

JEL Classification: E52, E58, G14

*Departamento de Economía y Finanzas, Universidad del Bío Bío, Concepción, Chile. E-mail: aacuna@ubiobio.cl

**Departamento de Economía y Finanzas, Universidad del Bío-Bío, Concepción, Chile. E-mail: cpinto@ubiobio.cl

1. Introducción

Históricamente, se ha seguido con interés la relación entre las medidas de política monetaria y los efectos que tienen en los mercados financieros, aún cuando las primeras están orientadas a alcanzar objetivos macroeconómicos no directamente relacionados con los mercados financieros. Se ha observado que analistas y traders intentan anticipar los posibles movimientos que realizará la autoridad monetaria y ajustan sus estrategias y operaciones de mercado de acuerdo con sus previsiones. Las razones de este interés y sus consecuencias para el mercado de valores y la economía real han llamado la atención del mundo académico, el que ha tratado de encontrar explicaciones acerca de los canales de transmisión de la política monetaria hacia el mercado de capitales, en particular del mercado de acciones.

En el caso del mercado chileno, la prensa financiera ha asimilado las prácticas de los países anglosajones e incluye las previsiones sobre las decisiones de política monetaria de manera importante dentro de sus contenidos informativos. Cabe por tanto preguntarse hasta qué punto influyen realmente las decisiones del Banco Central en la rentabilidad de la inversión en acciones. Sobre este particular, es necesario también tener presente que el Banco Central de Chile tiene un objetivo monetario explícito, reflejado en el cumplimiento de una meta de inflación expresamente declarada, y los fundamentos de sus medidas de política son exhaustiva y ampliamente difundidos. En este contexto, las intenciones de las decisiones de política monetaria debieran dejar un escaso margen para la sorpresa, y ser si no del todo, altamente predecibles por los agentes económicos.

El presente trabajo entrega una visión empírica sobre la respuesta de los retornos accionarios a la información de la decisión del comité de política monetaria del Banco Central de Chile. En particular busca mostrar el efecto de las variaciones anticipadas y no anticipadas de la tasa de política monetaria en la rentabilidad del mercado accionario chileno. Para comprobar tal relación se emplea el enfoque de estudio de eventos presentada por Cook & Hahn (1989). Se intenta mejorar la calidad de las estimaciones modelando el retorno accionario con el método GARCH. El presente estudio utiliza como indicador de las expectativas del mercado sobre los cambios en la tasa de política monetaria la Encuesta de Expectativas Económicas, realizada mensualmente a un panel de expertos por el mismo Banco Central de Chile.

El artículo se desarrolla de la siguiente forma. En la sección 2 se revisan las principales conclusiones a las que llegan los estudios sobre la materia, realizados en el contexto de los diferentes países. En la sección 3 se expone la metodología del estudio empírico. En la sección 4 se presentan los principales resultados encontrados, para finalmente en la sección 5 elaborar las conclusiones del trabajo.

2. El retorno del mercado accionario y la política monetaria

Una de las primeras cuestiones relativas a la relación de la política monetaria y los mercados de acciones fue abordada por Tobin (1969), quien presenta un modelo de equilibrio general del cual extrae la conclusión que las políticas monetarias, entre otros eventos, pueden alterar la relación entre la valoración (de mercado) de los activos reales y su costo de reemplazo (el coeficiente q del modelo después conocido como “ q de Tobin”). Estas alteraciones pueden ocurrir a través de cambios en las preferencias por activos de los agentes económicos, determinadas por varios factores entre los que menciona las expectativas, la apreciación del riesgo y la actitud frente al riesgo. En esta misma línea, Rozeff (1974) encuentra evidencia que incrementos en la tasa de crecimiento del dinero incrementan en promedio la rentabilidad de las acciones.

A partir de entonces la literatura parece coincidir en aceptar la significancia de las medidas de política monetaria en la rentabilidad del mercado accionario, aunque aumentando la diversidad de metodologías para la verificación empírica y, una vez confirmada la existencia del efecto del shock monetario, estudiando aspectos ulteriores como las asimetrías en su magnitud según el tamaño de la firma, el sector productivo, o la dirección de la tendencia cíclica de mediano plazo del mercado accionario (*bear market* o *bull market*). Es así como Thorbecke (1997) aplica una variada gama de metodologías y encuentra con todas ellas evidencia de que las medidas política monetaria expansiva incrementan los retornos accionarios ex post. Aventura también la utilización de un modelo multifactorial donde confirma la evidencia para los retornos ex ante.

Más recientemente, Ehrmann & Fratzscher (2004) encuentran evidencia de respuesta heterogénea de los retornos a los eventos de política monetaria, en particular relacionados con el sector productivo específico de la firma, el valor de los activos, el volumen de *cash-flow* y la calificación crediticia. Guo (2004) concluye que los precios accionarios reaccionan significativamente a cambios no anticipados en la tasa objetivo de la FED, comprobando además el efecto asimétrico según el tamaño de la firma, aunque ésta asimetría se verifica sólo para periodos de malas condiciones para los negocios (i.e., fines de 1970). Bernanke & Kuttner (2005) hallan una respuesta fuerte y consistente del mercado accionario a las medidas inesperadas de política monetaria de la FED, encontrando también diferencias en la magnitud de la respuesta entre distintos sectores productivos.

Por su parte, Basistha & Kurov (2008) muestran evidencia de que los retornos accionarios responden con mayor intensidad a cambios sorpresivos de la política monetaria en periodos de recesión y en épocas de restricción en el mercado de crédito. En la misma línea, Jansen & Tsai (2010) se enfocan en la asimetría del impacto de la sorpresa monetaria sobre el retorno accionarios según la tendencia del mercado, encontrando un efecto importante y negativo de los cambios no anticipados en el objetivo de tasa de interés en periodos de tendencia a la baja, independientemente del tamaño, el sector productivo o la capacidad de obtener financiamiento externo, aunque esta última es capaz de mitigar el efecto de una medida contractiva en periodos de mercado a la baja.

Todos estos estudios se enfocan en el sistema financiero de los Estados Unidos de América, y en las medidas de la Reserva Federal sobre las tasas de fondos federales. Por esta razón, debe tenerse en consideración que los objetivos de la política monetaria del organismo, contenidos en la *Federal Reserve Act*, contemplan el “*promover efectivamente el máximo empleo, precios estables y tasas de interés de largo plazo moderadas*”. El hecho de no contener una meta específica de inflación, o una definición cuantitativa de las variables objetivo, y la combinación de empleo y precios estables en los objetivos de la FED genera un margen para la generación de expectativas diversas entre los agentes económicas acerca de las intenciones de las medidas de política monetaria en el corto plazo, hacia las cuales apuntan las decisiones del *Federal Open Market Comitee* (FOMC), y que son las generadoras de los indicadores de política en los estudios referidos sobre la materia.

En el campo de las metodologías empíricas que persiguen verificar la relación entre las acciones de política monetaria y su efecto sobre variables económicas reales. Friedman & Schwartz (1963) y más tarde Boschen & Mills (1995) adoptaron un “indicador narrativo” el cual consiste en la elaboración de un índice de política monetaria en base a información documental el que gradúa el carácter expansivo o contractivo de la política monetaria durante un periodo largo de tiempo, y luego se relaciona este indicador con la evolución de variables reales de la economía. Bernanke & Blinder (1992) aplicaron la metodología de autorregresión vectorial (VAR) para comprobar el poder predictivo de cambios en la tasa de interés de la Reserva Federal (FED) sobre variables reales como el desempleo y la producción industrial. Cook & Hahn (1989) desarrollaron el estudio de eventos para verificar el efecto de los cambios no anticipados en la tasa objetivo de fondos federales de la FED sobre la estructura temporal de tasas de interés de mercado.

En el caso de la realidad chilena, hay pocos trabajos que abordan específicamente esta materia. Muñoz et al. (2007) en un estudio sobre el efecto de cambios brutos en la tasa de interés sobre la rentabilidad de las acciones, concluyen que las medidas de política monetaria tienen importantes efectos en los retornos accionarios en un horizonte de 8 a 12 meses, y este efecto es marcado en los sectores de minería e industria, aunque menor en otros sectores. En el ámbito de la comprobación empírica, Larraín (2007) utiliza la metodología del estudio de

eventos para estimar el impacto de una sorpresa monetaria (variación no anticipada de la tasa de interés) sobre la estructura temporal de tasas de interés nominal y real, encontrando un efecto positivo y significativo, validando la eficacia de las decisiones de política monetaria del Banco Central en alterar la curva de rendimiento de mercado en distintos plazos. Larraín utilizó como indicador del componente anticipado de la variación de la tasa de interés el tramo de corto plazo de la curva de tasas forward y complementariamente los confirma sus conclusiones con los datos de la Encuesta de Expectativas Económicas que lleva a cabo el Banco Central.

3. Metodología del estudio empírico

El presente trabajo utiliza la metodología del estudio de eventos de baja frecuencia¹ para verificar el efecto de los cambios esperados y no esperados de la tasa de política monetaria en el retorno del mercado accionario, la cual se desarrolla a continuación.

A partir de las reuniones de política monetaria llevadas a cabo mes a mes por el Banco Central de Chile, es posible definir el cambio en la tasa rectora (Δtpm_t) como la diferencia entre la decisión de política monetaria actual (TPM_t) y la estipulada en la reunión inmediatamente anterior (TPM_{t-1}). Es decir:

$$(1) \quad \Delta tpm_t = TPM_t - TPM_{t-1}$$

De acuerdo al enfoque introducido por Cook & Hahn (1989), es posible descomponer el cambio anterior en sus componentes anticipado (Δtpm_t^a) y no anticipado (Δtpm_t^{na}). Formalmente:

$$(2) \quad \Delta tpm_t = \Delta tpm_t^a + \Delta tpm_t^{na}$$

Donde el componente anticipado se define como la diferencia entre la expectativa vigente durante el mes en que se realiza la reunión de política y la TPM fijada en la reunión del mes anterior. Esto es:

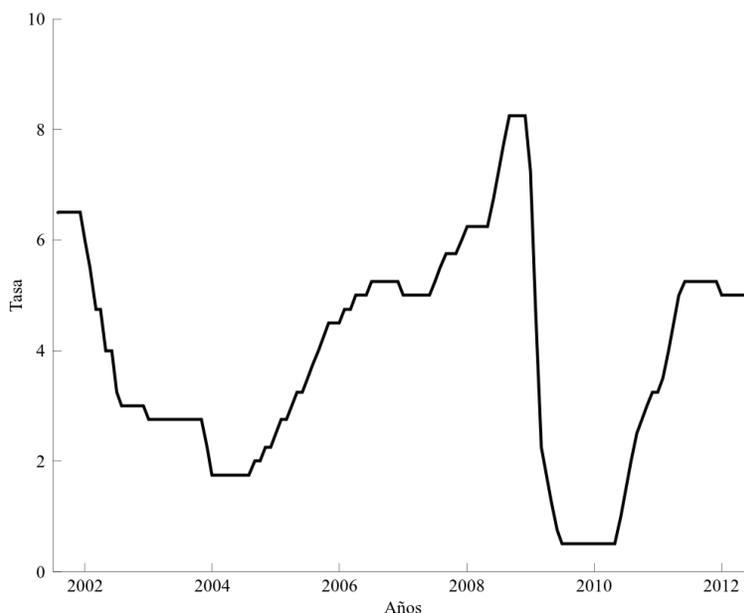
$$(3) \quad \Delta tpm_t^a = TPM_t^e - TPM_{t-1}$$

En el presente estudio empírico, la expectativa de los agentes privados respecto de la Tasa de Política Monetaria (TPM_t^e) es capturada a partir de la Encuesta de Expectativas Económicas, la cual ha sido aplicada regularmente por el instituto emisor desde septiembre de 2001, tras la nominalización del instrumento monetario. Esta encuesta captura la opinión de un panel de entre 40 y 45 expertos y actores relevantes del ámbito financiero, empresarial y

¹Véase Gurkaynak et al. (2005) para un análisis de los efectos de la política monetaria estadounidense utilizando estudio de eventos de alta frecuencia.

académico chileno y arroja, entre otras informaciones, la expectativa de los consultados acerca de la TPM que resultará de la próxima Reunión del Comité de Política Monetaria (RCPM). Las decisiones de las RCPM se recopilieron para el periodo septiembre 2001 a junio de 2012, lapso en que se registraron 130 RCPM. De éstas, 35 fueron reuniones en las que se resolvió aumentar la TPM, en 77 se decidió mantener, y en 18 se resolvió bajar la TPM. A partir de lo cual, se identifican claramente dos sub-periodos de un marcado sesgo expansivo y dos sub-periodos de corte contractivo (ver figura 1). Del total de reuniones, en 27 oportunidades la decisión fue diferente a lo esperado por los encuestados.

Figura 1: Evolución de la Tasa de política monetaria (TPM) en Chile, meses 2001.VIII-2012.VI



Fuente: Banco Central de Chile

Por otra parte, los cambios no anticipados en la TPM (i.e., la sorpresa monetaria) se obtienen a partir de la variación real ex-post determinada en la RCPM y descontando de ella la variación anticipada por los agentes económicos, tal como es revelada en la Encuesta de Expectativas Económicas. En términos prácticos, el componente no anticipado se obtiene por simple diferencia a partir de la relación (2), es decir:

$$(4) \quad \Delta tpm_t^{na} = \Delta tpm_t - \Delta tpm_t^a$$

En orden a estimar el impacto de las decisiones de política monetaria sobre el retorno del mercado accionario chileno, se propone estimar el siguiente modelo empírico:

$$(5) \quad R_t = \phi_0 + \phi_1 \Delta tpm_t^a + \phi_2 \Delta tpm_t^{na} + \phi_3 gmcraash_t + \eta_t$$

Dada la cronología de los eventos², R_t es la rentabilidad registrada por el mercado accionario entre el día en que se produjo la reunión de política monetaria y el día hábil siguiente; Δtpm_t^a y Δtpm_t^{na} los cambios anticipado y no anticipado de política monetaria, respectivamente; $gmcraash_t$ variable *dummy* que captura los *crash* bursátiles registrados en los mercados globales durante el periodo muestral³, y η_t el error de estimación.

Las series de retornos utilizadas en el estudio comprenden observaciones diarias de cierre de los índices de mercado amplio IGPA, IPSA e INTER10, los índices clasificados por capitalización IGPA Small e IGPA Large, y los índices sectoriales Banca, Commodities, Construcción e inmobiliario, Consumo, Industrial, Retail, y Utilities. Todos ellos son elaborados por la Bolsa de Comercio de Santiago y se encuentran disponibles en su sitio web⁴.

Dado que las series de retornos accionarios presentan asimetría y exceso de curtosis, éstos no pueden ser modelados eficientemente utilizando Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO). La literatura econométrica ha planteado una serie de alternativas a MCO para modelar la volatilidad de tales series, la cual se caracteriza por la dependencia y la no correlación de sus observaciones. En la década de los ochenta, se introdujo el concepto de heteroscedasticidad condicional tras los aportes de Engel (ARCH) y Bollerslev (GARCH)⁵.

Sobre esta base, el modelo empírico representado por (5) es complementado por un proceso de heteroscedasticidad condicional auto-regresivo generalizado de orden (m,s) , caracterizado por las siguientes relaciones:

$$(6) \quad \eta_t = \sigma_t \epsilon_t$$

$$(7) \quad \sigma_t^2 = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_i \eta_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^s \beta_j \sigma_{t-j}^2$$

Donde ϵ_t es *iid* $N(0, 1)$.

Los resultados obtenidos a partir de la estimación del modelo planteado se discuten en la siguiente sección.

²Se debe tener presente que el comunicado de la decisión de la Reunión del Comité de Política Monetaria se hace horas después del cierre de las operaciones bursátiles.

³Durante el periodo de análisis se consideran los siguientes *crash* bursátiles: burbuja tecnológica del 9 de octubre de 2002, colapso del mercado crediticio estadounidense de la semana del 1 al 10 de octubre de 2008, y el colapso por riesgo de recuperación económica en Estados Unidos que arrastró a los mercados internacionales el 17 de junio de 2009.

⁴<http://www.bolsadesantiago.com/Theme/listadoindicesbursatiles.aspx>

⁵Para una discusión de los enfoques ARCH, GARCH y sus derivados IGARCH, GARCH-M y EGARCH véase Hamilton (1994, cap. 21) o Tsay (2005, cap. 3).

4. Resultados de la estimación

En el cuadro 1 se resume el resultado de las estimaciones para las distintas series de retornos accionarios. Se incluyen las estimaciones para el mercado amplio, IGPA e IPSA, complementado con submuestras diferenciadas de empresas pequeñas (IGPA Small) o grandes (IGPA large). El índice es generado por la Bolsa de Comercio de Santiago desde enero de 2007 utilizando como criterio de clasificación la capitalización bursátil. El número de observaciones por tanto es menor que para la muestra completa. Para la muestra completa se verificó el retorno del IPSA (índice selectivo compuesto de los títulos con mayor presencia bursátil). Por último, se han incluido en este cuadro el índice INTER 10, de acciones que transan títulos en mercados bursátiles externos a través de ADRs.

Cuadro 1: Resultados de las estimaciones según índice accionario

Variables	Índices				
	IGPA	IGPA Small	IGPA Large	IPSA	INTER10
ϕ_0	0.1257 (1.25)	0.0331 (0.66)	0.1709*** (1.73)	0.1500** (2.28)	0.1535** (2.28)
Δtpm^a	-0.0083* (-2.71)	-0.0069* (-3.27)	-0.0115* (-3.22)	-0.0082* (-5.31)	-0.0103* (-3.99)
Δtpm^{na}	0.0074 (0.96)	-0.0021 (-0.84)	0.0106 (1.39)	0.0037 (1.01)	0.0065** (2.16)
$gmcraash$	-2.8841* (-8.61)	-2.3809* (-3.59)	-3.5645* (-10.49)	-3.3731* (-8.19)	-3.8786* (-12.61)
Observaciones	66	66	66	130	130
R^2 ajustado	41.76	26.52	41.40	28.43	31.0
Estadístico F	8.77	4.91	8.65	9.54	10.68
GARCH(m,s)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)
AIC	2.03	1.76	2.39	2.42	2.50

*: Significativo al 1% **: Significativo al 5% ***: Significativo al 10%

Nota: Estadístico z entre paréntesis

Los resultados para la muestra completa y retorno accionario amplio muestran tanto para IPSA como IGPA un coeficiente de regresión estadísticamente significativo de alrededor de -0,008 para las variaciones anticipadas de la TPM. Es decir, por cada 100 puntos básicos de crecimiento anticipado de la tasa de interés el retorno del índice al día siguiente cae un 0,8%.

Para el caso de los cambios no anticipados de la TPM, contrariamente a lo reportado en la literatura asociada a la FED, no se encuentra evidencia de respuesta estadísticamente significativa de los retornos accionarios de mercado amplio.

La significancias de los coeficientes de los componentes anticipado y no anticipado se repite en el caso de los retornos clasificados por tamaño de la firma. Aunque hay una diferencia de magnitud en la respuesta del componente anticipado siendo más amplio en las compañías de mayor tamaño (-0,0115) que en las más pequeñas (-0,0069).

Para el caso de las compañías agrupadas en el índice INTER 10, se confirma la significancia del componente anticipado (-0,0103). La respuesta del componente no anticipado también es significativo al nivel de 5% con un valor de 0,0065.

La significancia estadística de la variable dummy *gmcraash* para todas las estimaciones indica que los resultados son sensibles a la inclusión de *outliers* asociados a eventos de extrema turbulencia en los mercados (i.e., *crash* bursátil de octubre de 2008).

El cuadro 2 muestra los resultados de la estimación del modelo para un set de submuestras sectoriales de títulos elaborados por la Bolsa de Comercio de Santiago, y son en cierta medida una descomposición no exhaustiva de los índices de mercado amplio.

El panorama para la descomposición sectorial es más diverso que lo exhibido por los índices de mercado amplio y los clasificados por capitalización. En los sectores de Consumo e Industrial se repite el resultado obtenido en los índices de mercado amplio, el retorno responde de manera significativa a la variación del componente anticipado de la tasa de interés y la respuesta no es significativa para el componente no anticipado.

El sector de Retail, la respuesta del retorno no es significativa tanto para el componente anticipado como para el componente no anticipado, sugiriendo que el valor de estas compañías no se ve afectada por los cambios de la tasa de interés de política monetaria.

En la misma línea, en los sectores Inmobiliario-Construcción y Commodities el nivel de significancia estadística de la respuesta del componente anticipado es más baja (10%) y la respuesta al componente no anticipado no es significativa.

Cuadro 2: Resultados de las estimaciones según índice accionario sectorial

Variables	Índice sectorial						
	Banca	Commodities	Construcción Inmobiliario	Consumo	Industrial	Retail	Utilities
ϕ_0	0.0171 (0.21)	0.0989 (0.76)	0.0197 (0.14)	0.0982 (1.30)	0.1329 (1.05)	0.0007 (0.0044)	0.1509** (2.29)
Δtpm^a	-0.0210* (-10.66)	-0.0081*** (-1.94)	-0.0103*** (-1.68)	-0.0079* (-3.03)	-0.0109* (-2.80)	-0.0008 (-0.15)	-0.0139* (-4.93)
Δtpm^{na}	0.0130** (2.52)	0.0042 (0.53)	-0.0039 (-0.21)	0.0073 (0.89)	0.0095 (1.07)	-0.0068 (-0.51)	0.0150* (5.25)
$gmcraash$	-5.8751* (-20.75)	-2.2819** (-2.21)	-7.2536* (-8.03)	-2.5821* (-3.15)	-3.3890* (-5.80)	-6.8294* (-5.48)	-3.6699* (-8.86)
Observaciones	78	78	78	78	78	78	78
R^2 ajustado	49.15	11.14	28.91	23.67	18.98	21.02	41.26
Estadístico F	13.41	2.61	6.22	5.77	4.01	5.10	10.01
GARCH(m,s)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,0)	(1,1)	(1,0)	(1,1)
AIC	2.65	3.13	3.62	2.32	2.81	3.25	2.06

*: Significativo al 1% **: Significativo al 5% ***: Significativo al 10%

Nota: Estadístico z entre paréntesis

Finalmente, la evidencia encontrada para los sectores Banca y Utilities (Servicios Públicos) indica que la respuesta del retorno a componente anticipado y al componente no anticipado son ambas estadísticamente significativas. El coeficiente para el componente no anticipado es positivo, indicando que un incremento no anticipado por el mercado en la TPM en realidad incrementó en promedio los retornos de las acciones de las compañías pertenecientes a dichos sectores. El perfil de este resultado es similar a lo obtenido para el índice INTER 10, explicándose lo anterior en el hecho que alrededor de un 60% de éste está compuesto de títulos del sector de la Banca y los servicios públicos, en particular, la generación de energía eléctrica.

5. Conclusiones

En este estudio se buscó evidencia sobre la significancia y magnitud de los efectos de cambios anticipados y no anticipados las acciones política monetaria en las rentabilidades de los índices accionarios. Para ello, se verificó la respuesta de los retornos de índices accionarios amplios y clasificados por tamaño y sector industrial a las variaciones anticipadas y no anticipadas de la tasa de política monetaria, discriminadas según los datos de la encuesta de expectativas del Banco Central.

Se encontró evidencia estadísticamente significativa de la respuesta de los retornos accionarios ante cambios anticipados de la tasa de política monetaria en los retornos accionarios, lo anterior tanto para los índices de mercado amplio, como para los índices clasificados por tamaño, como para los índices sectoriales, con la sola excepción del sector Retail.

No se encontró evidencia estadísticamente significativa de la respuesta de los retornos accionarios ante cambios no anticipados de la tasa de política monetaria para el caso de los índices de mercado amplio, los clasificados por capitalización bursátil, y para los índices sectoriales, con la sola excepción de los sectores Banca y Utilities. Este resultado es contrario a lo señalado ampliamente en la literatura basada en las medidas de política de la FED.

En general, podemos afirmar que para el caso chileno no hemos encontrado evidencia de que los eventos no anticipados de política monetaria produzcan una respuesta significativa en los retornos accionarios, cuando empleamos las expectativas reveladas por el panel de expertos para apreciar la sorpresa monetaria. Una explicación para este resultado puede radicar en que los objetivos de política monetaria objetivizados, cuantificados y con horizontes explícitos del Banco Central de Chile, junto con una consistencia en la fundamentación de sus decisiones a lo largo del tiempo, han inducido a los agentes económicos a no sobrerreaccionar ante las decisiones del Comité de Política Monetaria. El bajo número de episodios de sorpresa y la escasa cuantía de las diferencias de predicción apoyan esta idea. Distinto sería el caso de las decisiones de la Reserva Federal, que no están objetivizadas, no tienen horizontes definidos, y tienen la contraposición de los objetivos de empleo y estabilidad de precios en el corto plazo, generando más espacio para la formación de expectativas diversas por parte de los agentes económicos.

Referencias

- Basistha, A. & Kurov, A. (2008). Macroeconomic cycles and the stock market's reaction to monetary policy. *Journal of Banking and Finance*, 32, 2606–2616.
- Bernanke, B. S. & Blinder, A. S. (1992). The Federal funds rate and the channels of monetary transmission. *American Economic Review*, 82(4), 901–921.
- Bernanke, B. S. & Kuttner, K. N. (2005). What explains the stock market's reaction to Federal Reserve policy? *Journal of Finance*, 60(3), 1221–1257.
- Boschen, J. F. & Mills, L. O. (1995). The relation between narrative and money market indicators of monetary policy. *Economic Inquiry*, 33(1), 24–44.
- Cook, T. & Hahn, T. (1989). The effect of changes in the Federal funds rate target on market interest rates in the 1970s. *Journal of Monetary Economics*, 24, 331–351.
- Ehrmann, M. & Fratzscher, M. (2004). Taking stock: Monetary policy transmission to equity markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, 36(4), 719–737.
- Friedman, M. & Schwartz, A. (1963). *A monetary history of the United States, 1867-1960*. New Jersey, USA: Princeton University Press.
- Guo, H. (2004). Stock prices, firm size, and changes in the federal funds rate target. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 44, 487–507.
- Gurkaynak, R. S., Sack, B., & Swanson, E. T. (2005). Do actions speak louder than words? The response of asset prices to monetary policy actions and statements. *International Journal of Central Banking*, 1(1), 55–93.
- Hamilton, J. D. (1994). *Time series analysis*. New Jersey, USA: Princeton University Press.
- Jansen, D. W. & Tsai, C. (2010). Monetary policy and stock returns: Financing constraints and asymmetries in bull and bear markets. *Journal of Empirical Finance*, 17(5), 981–990.
- Larraín, M. (2007). Sorpresas de política monetaria y la curva de rendimiento en Chile. *Economía Chilena*, 10(1), 37–50.
- Muñoz, J., Recabal, C., & Acuña, A. (2007). La política monetaria y su impacto sobre los retornos reales del mercado bursátil chileno. *Horizontes Empresariales*, 6(2), 9–29.
- Rozeff, M. S. (1974). Money and stock prices: Market efficiency and the lag in effect of monetary policy. *Journal of Financial Economics*, 1(3), 245–302.
- Thorbecke, W. (1997). On stock market returns and monetary policy. *Journal of Finance*, 52(2), 635–654.
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29.
- Tsay, R. S. (2005). *Analysis of financial time series*. New Jersey, USA: John Wiley & Sons, Inc.