

# La Política Monetaria y su Incidencia en la Rentabilidad del Mercado de Valores: Parte I

## *Monetary Policy and its Impact on the Stock Market Performance: Part I*

RODRÍGUEZ ABRAHAM, Antonio Rafael<sup>1</sup>

### RESUMEN

El presente artículo de revisión tiene como finalidad fomentar la discusión respecto a la incidencia de la política monetaria (cambios en la oferta de dinero) en la rentabilidad del mercado de valores. Por sus implicancias para el crecimiento económico, en la rentabilidad de las empresas y en la conformación de portafolios de inversión, este tema es relevante para académicos y prácticos y ha sido ampliamente estudiado a nivel internacional; no obstante en el Perú es un tema poco difundido. Hemos encontrado que un grupo de investigadores considera la existencia de una relación directa y otro grupo sostiene que hay una relación indirecta en cuanto a oferta monetaria- rentabilidad de los valores, destacando dos mecanismos de transmisión que llevan a resultados opuestos. En cuanto a la explicación de las diferentes reacciones que puede tener el mercado tenemos a los defensores de la Hipótesis de los Mercados Eficientes (HME), que sostienen que la reacción de los mercados de valores depende de un componente inesperado o "sorpresa". Para los contrarios a la HME el mercado reacciona ante un componente esperado y uno inesperado. También se encontraron opiniones opuestas sobre la incidencia de la oferta de dinero en el mercado de valores, en lo que respecta al horizonte temporal; así, algunos investigadores encontraron efectos de la política monetaria en el corto plazo, más no en el largo plazo por la existencia de la neutralidad monetaria. Otros investigadores encontraron que los efectos se producen tanto en el corto como en el largo plazo. Finalmente, concluimos que sería necesario profundizar el estudio para el caso peruano.

**Palabras clave:** Política monetaria, Rentabilidad de la bolsa de valores, Oferta de dinero, Mecanismos de Transmisión, Hipótesis de los mercados eficientes

### ABSTRACT

The present literature review is aimed at encouraging the discussion on the incidence of monetary policy (changes in money supply) in market returns. This topic is relevant for the academic and practitioner, and it has been widely studied internationally given its implications for economic growth, in the firms' profits and investment portfolio setting. However, it is none very scattered theme in Peru. We have found a group of researchers that supports the existence of a direct relation money supply-equity returns, other group defends an indirect relation, standing out two transmission mechanisms that lead to opposite results. Regarding to different market reactions, the defenders of Efficient Market Hypothesis (EMH) support that the market reaction depends on an unexpected component or "surprise", while the opponents to EMH support the market reacts to an expected and an unexpected component. Contrary opinions about the time horizon were also found regarding to the effects of money supply on equity market returns. Thus, some investigators found effects of monetary policy in the short run, but not in the long-run given money neutrality. Other investigators found effects both in the short and long-run. Finally, we conclude it would be necessary to deepen the investigation for Peruvian case.

**Key words:** Monetary Policy, Stock Market Returns, Money Supply, Transmission Mechanisms, Efficient Market Hypothesis.

<sup>1</sup>Mg. Economía. Docente Universidad César Vallejo – Trujillo, Facultad de Ciencias Empresariales. rrodriguezabraham@yahoo.es

## INTRODUCCIÓN

El impacto de la política monetaria en la rentabilidad del mercado de valores ha sido ampliamente estudiado en los Estados Unidos de Norteamérica, Europa, Asia (según la evidencia encontrada hasta ahora), destacando los trabajos de Bernanke y Kuttner (2004); Rodríguez (2008); Caporale y Perry (2006); Bordo (2008); Dueker y Wheelock (2000); Ehrmann y Fratzscher (2004); Thorbecke (1997) y Kurov (2010); entre otros.

La diversidad de estudios existentes muestra que este tema ha concitado el interés general de la comunidad científica y es relevante, tanto para los académicos como porra los hacedores de la política económica, inversionistas individuales, sociedades administradoras de fondos mutuos y de inversión, compañías de seguros, instituciones bancarias, y administradoras de fondos de pensiones, ya que estos agentes necesitan conocer con la mayor profundidad posible los factores que inciden en la rentabilidad de las inversiones; siendo uno de ellos -sin lugar a dudas- la política monetaria adoptada por los gobiernos a través de su autoridad monetaria. Así, tenemos que cuando los Bancos Centrales adoptan medidas para influir en los resultados de la economía, es decir mantener la estabilidad de precios, con crecimiento económico y bajas tasas de desempleo, el resultado deseado suele ser más bien indirecto, siendo el impacto más inmediato el que se produce en los precios en el

mercado de capitales en el corto plazo (Bernanke y Kuttner 2004).

Esta realidad nos motiva a considerar los siguientes objetivos de investigación: a) conocer la relación (directa o indirecta) entre política monetaria y el rendimiento de los mercados de valores, b) conocer los mecanismos de transmisión de la política monetaria y c) averiguar qué es lo que explica la reacción de los mercados ante los anuncios de las medidas adoptadas por las autoridades monetarias de diferentes países. Se debe tener en cuenta que las evidencias encontradas hacen referencia principalmente al impacto de la política monetaria en el mercado accionario. Así mismo, siguiendo el supuesto de la neutralidad monetaria (en el largo plazo las variables nominales no influyen sobre las variables reales), la mayoría de estudios se limitan a determinar la incidencia de la política monetaria en el corto plazo más no en el largo plazo. Por ejemplo, en los estudios de Bernanke y Kuttner (2004), Bordo y otros (2008), Rodríguez (2008), entre otros; en sus investigaciones también han considerado y han demostrado empíricamente el impacto -de corto plazo- de la política monetaria sobre los precios de los valores. No obstante, Husain y Mahmud (1999) dejan de lado el supuesto de la neutralidad monetaria y con sus modelos econométricos encontraron influencia en el largo plazo de la política monetaria en el mercado de valores.

## REVISIÓN LITERARIA

Por lo general se ha investigado el impacto de la política monetaria en las bolsas de valores cuando los bancos centrales utilizan como herramientas: a) una variación en la oferta de dinero (mediante operaciones de mercado abierto) y b) una variación de las tasa de interés de referencia. El presente estudio se limita al estudio de esta primera herramienta, siendo M1 (dinero del sistema bancario) y M2 (liquidez en moneda nacional del sistema bancario) los agregados monetarios tomados como variable explicativa. Sobre la incidencia de los cambios en las tasas de interés en la bolsa de valores se tratará en la Parte II de la presente investigación.

### Cambios en la oferta monetaria y mercado de valores

De acuerdo con los hallazgos de Homa y Jaffee (1971) en Estados Unidos, existe una significativa y sistemática relación entre la oferta de dinero y el mercado accionario. Estos autores estimaron que el precio de las acciones comunes está determinado por tres variables: el nivel de crecimiento de los dividendos, la tasa de interés libre de riesgo, y la prima de riesgo. Al respecto, Alatiqi y Fazel (2008) sostienen que debido a que la

tasa libre de riesgo es función de la oferta de dinero, en promedio, los precios de las acciones se relacionan positivamente con la oferta de dinero, es decir que una política monetaria expansiva trae consigo un alza en los precios de las acciones, mientras que una política monetaria restrictiva trae consigo una baja en los precios de las acciones. Otros investigadores como Hardouvelis (1985), Roley y Walsh (1985) y Roley (1987) citados por Bailey (1988) han reportado asociaciones entre acciones, bonos, commodities y precios de las divisas con el componente sorpresa de las noticias semanales en relación a M1. Así mismo, Bailey (1988) notó que la respuesta de los precios de los activos ante las sorpresas en la oferta de dinero presenta un comportamiento más volátil.

Por lo general se ha investigado el impacto de la política monetaria en las bolsas de valores cuando los bancos centrales utilizan como herramientas: a) una variación en la oferta de dinero (mediante operaciones de mercado abierto) y b) una variación de las tasa de interés de referencia. El presente estudio se limita al estudio de esta primera herramienta, siendo M1 (dinero del sistema bancario) y M2 (liquidez en moneda nacional del

sistema bancario) los agregados monetarios tomados como variable explicativa. Sobre la incidencia de los cambios en las tasas de interés en la bolsa de valores se tratará en la Parte II de la presente investigación.

### **Cambios en la oferta monetaria y mercado de valores**

De acuerdo con los hallazgos de Homa y Jaffee (1971) en Estados Unidos, existe una significativa y sistemática relación entre la oferta de dinero y el mercado accionario. Estos autores estimaron que el precio de las acciones comunes está determinado por tres variables: el nivel de crecimiento de los dividendos, la tasa de interés libre de riesgo, y la prima de riesgo. Al respecto, Alatiqi y Fazel (2008) sostienen que debido a que la tasa libre de riesgo es función de la oferta de dinero, en promedio, los precios de las acciones se relacionan positivamente con la oferta de dinero, es decir que una política monetaria expansiva trae consigo un alza en los precios de las acciones, mientras que una política monetaria restrictiva trae consigo una baja en los precios de las acciones. Otros investigadores como Hardouvelis (1985), Roley y Walsh (1985) y Roley (1987) citados por Bailey (1988) han reportado asociaciones entre acciones, bonos, commodities y precios de las divisas con el componente sorpresa de las noticias semanales en relación a M1. Así mismo, Bailey (1988) notó que la respuesta de los precios de los activos ante las sorpresas en la oferta de dinero presenta un comportamiento más volátil.

Por su parte, Cornell (1983), encuentra que por lo menos existen cuatro teorías que explican por qué los anuncios sobre la oferta de dinero influyen en los precios de los valores (y por tanto en su rentabilidad). Primero, por la hipótesis de la inflación esperada que establece que los anuncios alteran las proyecciones sobre inflación por parte de los agentes. Segundo, la hipótesis Keynesiana predice que en respuesta a una innovación relacionada al stock de dinero, los agentes esperan que la Reserva Federal de los Estados Unidos (de aquí en adelante FED) opte por una acción de estabilización. Una respuesta anticipada de la política monetaria causa un cambio en la tasa real de interés en la dirección prevista por el modelo de preferencia por la liquidez (Cornell 1983), esto significaría que una restricción esperada en el crédito lleva a un incremento anticipado en la tasa real de interés. En tercer lugar, la hipótesis de la actividad real alega que los anuncios sobre la oferta de dinero proporcionan información al mercado sobre la futura producción, y por lo tanto sobre la futura demanda de dinero. Así, un aumento inesperado en el stock de dinero, por ejemplo, indica mayor producción y mayor demanda de dinero, entonces esta información produce un incremento en la tasa real de interés esperada. Cornell (1983), también hace referencia a la hipótesis de la prima de riesgo que establece que los anuncios alteran la tasa de interés requerida

sobre los activos financieros proveyendo información al mercado respecto a las preferencias agregadas de riesgo y confianza.

Por otro lado, Maskay (2007), reporta dos teorías que responden de manera diferente ante la pregunta de cómo la oferta monetaria afecta a la rentabilidad de las acciones. Así, tenemos que de un lado están los teóricos de la actividad real quienes argumentan que los cambios en la oferta de dinero y los precios de las acciones se relacionan positivamente, mientras que los economistas Keynesianos sostienen que existe una relación inversa o negativa. Para su estudio, Maskay (2007) divide la información relativa a la oferta de dinero en dos partes: anticipada y no anticipada y analiza la relación de cada una con los precios en el mercado accionario encontrando una relación positiva entre un cambio en la oferta de dinero y los precios de las acciones, lo cual concuerda con los teóricos de la actividad real. Así mismo, los economistas han discutido sobre la relación entre cambios anticipados y no anticipados de la oferta de dinero con los precios de las acciones. En este sentido, se tiene que los defensores de la Hipótesis de los Mercados Eficientes (HME) creen que los cambios anticipados en la oferta de dinero no tendrían un impacto significativo en los precios de las acciones y sólo los cambios no anticipados en la oferta monetaria deben preocuparnos; mientras que los opositores de la HME argumentan que los cambios anticipados en la oferta monetaria también son importantes e influyen en los precios de las acciones (Maskay2007). Este autor también halla en su estudio que los cambios anticipados en la oferta de dinero son más importantes que los cambios no anticipados implicando que no existe eficiencia en el mercado de valores norteamericano, lo cual contradice a la HME que sostiene que sólo los mercados bien organizados, como sería el caso de la Bolsa de Valores de Nueva York, son eficientes (Ross y otros 2010) más no aquellos mercados poco desarrollados típicos de países emergentes o en vías de desarrollo.

Por su parte, Alatiqi y Fazel (2008) manifiestan que la relación causal positiva, que frecuentemente se asume, entre oferta de dinero y los precios de las acciones se basa en la hipotética relación causal inversa de las tasas de interés con los precios de las acciones. Al respecto ellos se muestran en contra de la existencia de esas relaciones. Utilizando el test de cointegración de Engle-Granger y el test de causalidad de Granger hallan evidencia empírica que no existe una relación causal de largo plazo de M1 con el índice Standard and Poors (SP500) con los precios de las acciones, entre 1965 y 2005 (Alatiqi y Fazel 2008). Este hallazgo no hace más que sustentar y dar refuerzo a la consideración de los investigadores como Bernanke y Kuttner (2004); Caporale y Perry (2006); Bordo (2008), Dueker y Wheelock (2000); Rodríguez (2008); Ehrmann y Fratzscher (2004), Kurov (2010), Thorbecke (1997) entre otros.; quienes asumiendo el supuesto de la neutralidad monetaria, dedican sus esfuerzos a estudiar el

impacto de la política monetaria en la bolsa de valores en el corto plazo. No obstante, Husain y Mahmood (1999) realizaron un estudio para medir la relación causal entre oferta de dinero y los precios de las acciones en Pakistán relacionando M1 y M2 con seis índices accionarios (el general y de cinco sectores) para el período 1991 a 1999. Su análisis de cointegración indica una relación de largo plazo entre los precios de las acciones y M1 y M2. Por otro lado, con su Modelo de Ajuste de Errores no justifican la relación de largo plazo de los precios de las acciones con M1. En cuanto a la relación de largo plazo el modelo sugiere una relación causal unidireccional de M2 sobre los precios de las acciones. Así mismo, el modelo muestra evidencia de los efectos de M2 en los precios de las acciones en el corto plazo. Al igual que Maskay (2007), Husain y Mahmood (1999) sugieren en su análisis que el mercado accionario de Pakistán no es eficiente respecto a la oferta de dinero.

### Los mecanismos de transmisión de la política monetaria

En el estudio de los efectos de la política monetaria en la rentabilidad de los mercados de valores, existen opiniones divergentes respecto a que si existe una relación directa o inversa entre M1 y M2 con los precios de las acciones. Así, tenemos que un primer mecanismo de transmisión de la política monetaria, es el argumentado por Sellin (2001) - citado por Maskay (2007)- quien sostiene que la oferta de dinero afectará a los precios de las acciones sólo si los cambios en la oferta de dinero alteran las expectativas en relación al futuro de la política monetaria. Un shock positivo en la oferta de dinero hará que la gente anticipe una política monetaria restrictiva en el futuro. El subsecuente incremento en la venta de bonos traerá como consecuencia un alza en las tasas de interés de

mercado. Como la tasa de interés sube, las tasas de descuento suben también y el valor presente de las ganancias futuras cae; entonces los precios de las acciones también caen. Además Sellin (2001) - citado por Maskay (2007)- sostiene que las actividades económicas declinan como consecuencia del incremento en las tasas de interés.

Según Maskay (2007), un segundo mecanismo de transmisión es explicado por los economistas defensores de la actividad real, quienes argumentan que un shock positivo en la oferta de dinero llevará a un incremento en los precios de las acciones. Ellos afirman que un cambio en la oferta de dinero provee información sobre la demanda de dinero, la cual es causada por las expectativas de producción futuras. Así, si se incrementa la oferta de dinero, significa que la demanda de dinero se incrementará lo cual, en efecto, indica un incremento en la actividad económica. Una mayor actividad económica implica mayores flujos de efectivo lo que causa un alza en los precios de las acciones Maskay (2007).

Por su parte Bernanke y Kuttner (2004), afirman que el precio de una acción está en función de su valor monetario y del riesgo percibido de tenerlas. Así, ellos afirman que existen dos formas en que la política monetaria puede afectar los precios de las acciones. Primero, una reducción en la oferta monetaria podría incrementar el riesgo de las acciones directamente, por ejemplo elevando los costos financieros o debilitando los balances de las compañías que cotizan en bolsa (Bernanke y Kuttner 2004), por lo tanto esto haría que caiga el precio de las acciones. Segundo, esto puede reducir el deseo de los inversionistas en acciones de asumir riesgos Bernanke y Kuttner (2004), por lo que una mayor oferta de acciones en la bolsa acarrearía la caída de sus precios, lo cual coincide con el resultado previsto por los teóricos de la actividad real.

## COMENTARIO

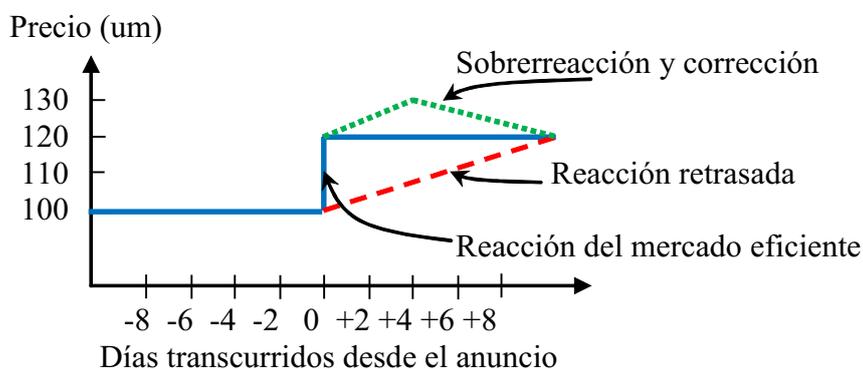
A pesar de los diferentes puntos de vista en relación a los efectos de la política monetaria en los precios de las acciones, los avances de la investigación sobre los factores que afectan la rentabilidad de las bolsas de valores han permitido que los estudiosos hayan podido identificar dos componentes en la información en la que se basan los agentes participantes para tomar decisiones. Así, por ejemplo, según Maskay (2007) y Ross y otros (2010) la información tiene dos componentes: un componente esperado y un componente inesperado. El componente esperado es aquél que el mercado logra anticipar teniendo en cuenta toda la información disponible hasta antes de un anuncio importante, mientras que el componente

inesperado o "sorpresa" es la parte del anuncio que no ha podido ser anticipado por los agentes. Ante esto, los defensores de la HME sostienen que el componente "sorpresa" o inesperado es aleatorio y no está correlacionado con el componente esperado, de modo que cuando se da un anuncio lo que genera la corrección en el precio de las acciones es el componente inesperado y no el esperado, por cuanto este último ya ha sido reflejado previamente en el precio de las acciones (Fama 1991). Esto se debe a que los inversionistas están revisando día a día sus expectativas de manera que el mercado incorpora de manera rápida y completa la nueva información que llega (Ross y otros 2010). Así mismo, la incertidumbre generada cuando se

espera una decisión de política monetaria puede incrementar la volatilidad del mercado tal como lo notó Bailey (1988). Por otro lado, los contrarios a la HME sostienen que tanto el componente esperado como el inesperado son los causantes de las fluctuaciones de los precios el día del anuncio, A pesar de los diferentes puntos de vista en relación a los efectos de la política monetaria en los precios de las acciones, los avances de la investigación sobre los factores que afectan la rentabilidad de las bolsas de valores han permitido que los estudiosos hayan podido identificar dos componentes en la información en la que se basan los agentes participantes para tomar decisiones. Así, por ejemplo, según Maskay (2007) y Ross y otros (2010) la información tiene dos componentes: un componente esperado y un componente inesperado. El componente esperado es aquél que el mercado logra anticipar teniendo en cuenta toda la información disponible hasta antes de un anuncio importante, mientras que el componente inesperado o "sorpresa" es la parte del anuncio que no ha podido ser anticipado por los agentes. Ante esto, los defensores de la HME sostienen que el componente "sorpresa" o inesperado es aleatorio y no está correlacionado con el componente esperado, de modo que cuando se da un anuncio lo

que genera la corrección en el precio de las acciones es el componente inesperado y no el esperado, por cuanto este último ya ha sido reflejado previamente en el precio de las acciones (Fama 1991). Esto se debe a que los inversionistas están revisando día a día sus expectativas de manera que el mercado incorpora de manera rápida y completa la nueva información que llega (Ross y otros 2010). Así mismo, la incertidumbre generada cuando se espera una decisión de política monetaria puede incrementar la volatilidad del mercado tal como lo notó Bailey (1988). Por otro lado, los contrarios a la HME sostienen que tanto el componente esperado como el inesperado son los causantes de las fluctuaciones de los precios el día del anuncio, Por lo tanto el mercado no es eficiente –como concluye Maskay (2007). La siguiente figura nos ilustra la reacción de un mercado eficiente y uno ineficiente ante los anuncios (en el día 0) sobre el dividendo que generará un nuevo proyecto. Según Ross y otros (2010), en un mercado eficiente, el precio de la acción reflejará de manera precisa y rápida la nueva información (línea azul), mientras que en un mercado ineficiente pueden pasar varios días para que los precios reflejen la nueva información (línea roja) o puede producirse una sobre-reacción y posterior corrección (línea verde).

### REACCIÓN DE LOS PRECIOS DE LAS ACCIONES A LA NUEVA INFORMACIÓN EN MERCADOS EFICIENTES E INEFICIENTES



**Fuente:** Fundamentos de Finanzas Corporativas (Ross y otros 2010)

Así, por ejemplo: si asumimos un mercado eficiente y aceptamos que existe una relación causal positiva de M1 o M2 en los precios de las acciones, tendríamos que un incremento inesperado de la oferta monetaria en el día 0, (día en que se produce el anuncio) produciría un incremento de los precios en ese mismo día (línea azul). No obstante, las líneas roja y verde muestran la reacción de un mercado ineficiente, desde el punto de vista informativo, ante el anuncio de la política monetaria. Nótese que en los días -2, -4, -6 y -8 los precios se mantienen en el nivel de 100 um, ya que los inversionistas no conocen de la decisión de aumentar la oferta monetaria, por lo que a estos los niveles, el precio está reflejando toda la información disponible hasta ese momento. El análisis de los mercados a la luz de la HME es de vital importancia por cuanto nos ayuda a comprender que éstos podrían tener reacciones diferentes frente a un mismo hecho o decisión de política económica (Rodríguez 2008), dependiendo de qué parte de la información ya ha sido anticipada por los inversionistas y qué parte de la información es la "sorpresa". Es posible por ello que una política orientada a estimular a la economía mediante una rebaja en las tasas de interés, pueda ser interpretada por el mercado como algo positivo como puede ser interpretado como algo negativo, por ejemplo tratarse de una medida de política monetaria insuficiente (en relación al porcentaje de la rebaja) para estimular a la economía, tal como ocurrió a fines del 2007 cuando la FED quiso expandir la economía norteamericana rebajando las tasas de interés pero no lo hizo en la medida que el mercado esperaba, por tanto la Bolsa de Nueva de Valores York cayó en lugar de subir como se esperaba (Rodríguez 2008).

Otro aspecto en el que surgen controversias, es cuando se desea conocer si las decisiones de política monetaria influyen en el corto plazo o largo plazo en la rentabilidad de las acciones. La mayoría de los investigadores asume la posición de los monetaristas respecto a la neutralidad monetaria, por ejemplo: Altaqi y Fazel (2008) no encuentran una relación causal de largo plazo de M1 sobre el índice SP500 en USA; no obstante en Pakistán, Husain y Mahmood (1999) si encuentran relación causal de largo plazo de M1 y M2 en el índice accionario de ese país. Esto nos sugiere dos cosas: la primera es que habría que estudiar los mercados de valores individuales teniendo en cuenta su estructura y nivel de desarrollo. En este sentido, y a la luz de HME habría que tener en cuenta que las condiciones

económicas entre países son diferentes y además son cambiantes y las expectativas en relación a las medidas de política monetaria podrían ser mayores en algunos períodos de tiempo que en otros. Por ejemplo, es posible (y tendría que probarse en futuras investigaciones) que actualmente generen más expectativa en el mercado de valores las decisiones de las autoridades monetarias consistentes en la variación de las tasas de interés, tal como lo hace la FED en USA, el Banco Central Europeo (BCE) o el BCRP en el Perú. Estas entidades adoptan sus políticas teniendo en cuenta metas de inflación, mientras que en otros casos u otras épocas lo que puede haber concitado el mayor interés en el mercado es cuando los bancos centrales adoptaban como herramienta principal de política monetaria el establecimiento de un rango meta en la oferta de dinero, tal como solía ocurrir en USA antes de la época de Alan Greenspan y Ben Bernanke.

Como se puede apreciar, indagar sobre los efectos de la política monetaria en los precios de las acciones suele ser complicado, inclusive mucho más que en el caso de los bonos (Mayo 2006), ya que, por ejemplo una política monetaria expansiva consistente en aumentar la oferta de dinero trae como consecuencia una baja en las tasas de interés (Mankiw 2007); como los precios de los bonos tienen una relación inversa con las tasas de interés, el resultado suele ser claro. No obstante, en el caso de las acciones, una economía en expansión aumenta la demanda por los productos de las empresas, esto eleva las ganancias y por lo tanto sus dividendos, manteniendo todo lo demás constante, los precios de las acciones suben cuando se prevé una economía en expansión (Mayo 2006).

Pero también ocurre que en una economía en expansión suben los sueldos y salarios, suben las tasas de interés, se incrementa la competencia, sube el tipo de cambio, los impuestos y los precios de los productos (Mayo 2006), por lo tanto para controlar la inflación los bancos centrales suelen aplicar políticas monetarias restrictivas, lo cual hace anticipar a los inversionistas una desaceleración de la actividad real provocando una caída en los precios de las acciones, esto lleva a que no siempre los inversionistas interpreten una misma noticia como algo positivo o como algo negativo, de allí que la HME planteada por Fama, nos podría ayudar a comprender mejor el porqué de las discrepancias surgidas entre otros investigadores en torno a los efectos de M1 y M2 en la rentabilidad de la bolsa de valores.

## CONCLUSIÓN

Existen dos posiciones claramente contrapuestas en relación a los efectos de la oferta de dinero en los precios de las acciones en el horizonte temporal. Así, un grupo de investigadores consideran que esta incide en los precios de los valores en el corto plazo, más no en el largo plazo. Otro grupo de investigadores consideran que los efectos se producen tanto en el corto como en el largo plazo. En lo referido a la relación oferta monetaria- rendimiento de los activos, tenemos dos posiciones. La primera defendida los Keynesianos, quienes argumentan que existe una relación indirecta, es decir que un aumento en la oferta monetaria produce una reducción en los rendimientos del mercado accionario, mientras que una disminución en oferta de dinero ocasiona un alza en el rendimiento del mercado accionario. La segunda posición es defendida por los economistas de la actividad real, quienes consideran más bien lo contrario, es decir: un aumento en la oferta de

dinero incrementa los rendimientos de las acciones y una disminución de la oferta de dinero reduce los rendimientos. Por otra parte, según los defensores de la HME, la reacción de los mercados de valores ante las medidas de política monetaria depende del componente inesperado o "sorpresa", para los contrarios a la HME el mercado reacciona ante el componente esperado e inesperado. Finalmente, podemos afirmar que sería necesario realizar estudios más profundos sobre los efectos de la política monetaria en el mercado de valores peruano por su importancia en el campo académico, así como en el campo práctico toda vez que los agentes participantes de los mercados de valores tienen necesidad de conocer como influirían estas medidas en los rendimientos de sus portafolios, así mismo los hacedores de la política económica deben saber sobre los efectos de sus decisiones en los mercados de capitales.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Alatiqi, Sara y ShokoofehFazel. (2008). "Can Money Supply Predict Stock Prices?" *Journal of EconomicEducators*.
2. Bailey, Warren. (1988). "Money Supply Announcements and the Ex Ante Volatility of Asset Prices". *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 20, N° 4. (Nov., 1988), pp. 611-620.
3. Bernanke, Ben, y Kenneth Kuttner. (2004). What explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy? Board of Governors of the Federal Reserve System, Princeton University and Oberlin College and NBER.
4. Bordo, Michael; Michael Dueker y David Wheelock. (2008). *Inflation, Monetary Policy and Stock Market Conditions*. National Bureau of Economic Research. Cambridge.
5. Cornell, Bradford. (1983). "The Money Supply Announcements Puzzle: Review and Interpretation". *The American Economic Review*, Vol. 73, No. 4. (Sep., 1983), pp. 644-657
6. Fama, Eugene. (1991). "Efficient Capital Markets: II". *The Journal of Finance*. Vol. 46, No. 5. (Dec., 1991), pp. 1575-1617.
7. Homa, Kenneth y Dwight Jaffee. (1971). "The Supply of Money and Common Stock Prices". *The Journal of Finance*, Vol. 26, No. 5. (Dec., 1971), pp. 1045-1066.
8. Husain, Fazal y Tariq Mahmood. (1999). "Monetary expansion and Stock Returns in Pakistán". *The Pakistan Development Review*.
9. Mankiw, Gregory. (2007). *Principles of Economics*. Thomson, Ohio.
10. Maskay, Biniv. (2007). "Analyzing the Relationship between change in Money Supply and Stock Market Prices". Honors Projects. Illinois Wesleyan University, Illinois.
11. Mayo, Herbert. (2006). *Investments: An introduction*. Thomson, Kentucky.
12. McQueen, Grant, and Vance Roley. 1993. "Stock Prices, News, and Business Conditions". *The Review of FinancialStudies*. Vol. 6, No. 3., pp. 683-707.
13. Rodríguez, Antonio. (2008). *Overnight Call Rate and Stock Market Returns: Evidence from Korea (2000 – 2007)*. Thesis for the Degree of Master of Arts in International Trade and Economic Cooperation. Graduate School of Pan-Pacific International Studies - Kyung Hee University. South Korea.
14. Ross, Stephen; Randolph Westerfield, y Bradford Jordan. (2010). *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. McGraw-Hill, México.

Recibido: 2 febrero 2012 | Aceptado: 20 mayo 2012





**SALLUD**

