

Banco de México  
Documentos de Investigación

Banco de México  
Working Papers

N° 2018-27

¿Tiene la política monetaria en las economías  
avanzadas efectos diferenciados en los flujos de  
cartera hacia economías emergentes?

Marco Hernandez Vega  
Banco de México

Diciembre 2018

La serie de Documentos de Investigación del Banco de México divulga resultados preliminares de trabajos de investigación económica realizados en el Banco de México con la finalidad de propiciar el intercambio y debate de ideas. El contenido de los Documentos de Investigación, así como las conclusiones que de ellos se derivan, son responsabilidad exclusiva de los autores y no reflejan necesariamente las del Banco de México.

The Working Papers series of Banco de México disseminates preliminary results of economic research conducted at Banco de México in order to promote the exchange and debate of ideas. The views and conclusions presented in the Working Papers are exclusively the responsibility of the authors and do not necessarily reflect those of Banco de México.

# Does Monetary Policy in Advanced Economies Have Differentiated Effects on Portfolio Flows to Emerging Economies?

Marco Hernandez Vega<sup>†</sup>  
Banco de México

**Abstract:** This work analyzes whether monetary policy in advanced economies has differentiated effects on portfolio flows towards emerging economies coming from the US, the Euro Area and the UK. The results show the following: First, portfolio flows' response to US monetary policy events is vastly homogeneous across regions, whilst the reaction to Euro Area or UK policies are more diverse. Second, US policies have a bigger effect on portfolio flows from each of the selected advanced economies. Third, the magnitude of investors' responses is stronger towards Emerging Europe and Latin America than to Emerging Asia. These results could be useful for policymakers in emerging economies as a benchmark to anticipate differentiated effects in portfolio flows caused by monetary policy in advanced economies.

**Keywords:** Emerging Markets, Foreign Portfolio Investment, Monetary Policy Announcements

**JEL Classification:** E52, F21, F62, G10

**Resumen:** El trabajo analiza si la política monetaria implementada en las principales economías avanzadas tiene efectos diferenciados sobre los flujos de cartera hacia economías emergentes, provenientes de inversionistas domiciliados en Estados Unidos, la zona del euro y el Reino Unido. Los resultados muestran lo siguiente. Primero, la respuesta de los flujos de cartera ante anuncios de política monetaria de Estados Unidos es muy homogénea entre regiones, mientras que las respuestas a anuncios de política en la zona del euro y del Reino Unido son más diversas. Segundo, los anuncios de política de Estados Unidos tienen efectos mayores en los flujos provenientes de cada una de las economías avanzadas consideradas. Tercero, la magnitud en las respuestas de los inversionistas es mayor hacia Europa Emergente y Latinoamérica que en Asia Emergente. Estos resultados pueden ser de utilidad para los responsables de política económica en economías emergentes como un referente para anticipar los efectos diferenciados en los flujos de cartera originados por la política monetaria en economías avanzadas.

**Palabras Clave:** Mercados Emergentes, Inversión de Cartera Extranjera, Anuncios de Política Monetaria

---

<sup>†</sup> Dirección General de Investigación Económica, Banco de México. Email: [auhernandez@banxico.org.mx](mailto:auhernandez@banxico.org.mx).

# 1. Introducción

La inversión extranjera de cartera (o flujos de cartera) hacia las economías emergentes (EMEs, por sus siglas en inglés) aumentaron dramáticamente después de la crisis financiera mundial. Los investigadores han atribuido tales fenómenos a una búsqueda de rendimiento por parte de los inversionistas, los cuales enfrentan tasas de interés muy bajas y una mayor liquidez global debido a la implementación de medidas de política monetaria no convencionales (UMP, por sus siglas en inglés) en las economías avanzadas. Como resultado, la literatura que analiza los flujos de capital se volvió relevante. Una fracción de estos trabajos repiten el enfoque de estudios previos ([Calvo et al. \(1993\)](#), [Fernandez-Arias \(1996\)](#), [Taylor and Sarno \(1997\)](#), [Montiel and Reinhart \(1999\)](#) y [Baek \(2006\)](#) entre otros) y centran sus esfuerzos en identificar los determinantes de los flujos de capital hacia las EMEs. En general, estos estudios encuentran que tanto los factores internos (o de atracción) como los externos (o de empuje) son determinantes significativos de la entrada de capital extranjero en las EMEs. En particular, [Cerutti et al. \(2015\)](#) confirma que los choques externos tienen un efecto similar en las entradas brutas de capital entre países, pero que la magnitud del impacto difiere entre ellos. Además, al contrastar los flujos de cartera con otros tipos de flujos, los autores encontraron que los primeros tienen un fuerte comovimiento, pero que no es tan alto en otro tipo de flujos como la inversión extranjera directa o los flujos bancarios (véase también [Byrne and Fiess \(2011\)](#), [IMF \(2011\)](#), [IMF \(2012\)](#), [Fratzscher \(2012\)](#), [Lo Duca \(2012\)](#), [Bowman et al. \(2014\)](#) y [Ahmed and Zlate \(2014\)](#)).

Otra frente de la literatura estudia el impacto de la implementación y terminación de las UMP, específicamente en los Estados Unidos, sobre los flujos de cartera a las EMEs; así como los efectos de la normalización de la política monetaria. Por ejemplo, [Moore et al. \(2013\)](#) muestra que la caída en las tasas de interés a largo plazo producida por las compras de activos a gran escala (LSAP por sus siglas en inglés) empujó capital extranjero hacia las EMEs y redujo los rendimientos de sus bonos soberanos. Además, los autores destacan que tales fenómenos podrían tener efectos no deseados al momento en que la Reserva Federal normalice su postura monetaria. [Lim et al. \(2014\)](#) encontró que los programas de flexibilización cuantitativa (QE por sus siglas en inglés) han desempeñado un papel importante en el dramático aumento de los flujos de capital extranjero a las EMEs después de la crisis financiera, pero que el tamaño del impacto dependía del tipo de flujo. Por su parte, [Dahlhaus and Vasishtha \(2014\)](#) intentaron medir el impacto de la normalización de la política monetaria de los EE.UU. Estos autores encontraron que la normalización tendría un efecto negativo pequeño sobre los flujos de cartera, pero que el tamaño de dicho impacto sería diferente entre los países.

Dentro de tales trabajos, algunos autores encuentran un cierto grado de heterogeneidad en la

respuesta de los flujos de cartera a choques externos e internos. Por ejemplo, [Fratzscher \(2012\)](#) muestra que los flujos de cartera hacia las EMEs divergieron bastante durante la crisis financiera y atribuye esas diferencias a los desafíos particulares que enfrentaba cada país en ese momento. [Moore et al. \(2013\)](#), [Sahay et al. \(2014\)](#) y [Ahmed and Zlate \(2014\)](#) concluyen que la magnitud del efecto de QE1 y QE2 en los flujos de capital a las EME depende de las características específicas de cada país. [Fratzscher et al. \(2016\)](#) sostiene que los efectos de los programas de QE tuvieron efectos diferenciados en los flujos de capital. Por un lado, durante el QE1 hubo salidas de capital hacia países considerados más seguros impulsando los flujos hacia los Estados Unidos. Por otro lado, el QE2, y en menor medida el QE3, dio lugar a un aumento significativo de los flujos de cartera a las EMEs, en lo que podría describirse como la búsqueda de rendimiento dado el nivel extremadamente bajo de las tasas de interés de los EE.UU. Finalmente, [Hernandez-Vega \(2017a\)](#) muestra que la hipótesis nula de homogeneidad de pendiente se rechaza en un panel de 17 EME a todos los niveles de significancia, lo que sugiere que los flujos de capital pueden reaccionar de manera diferente a los factores de atracción y empuje entre los países.

Trabajos más recientes estudian los efectos indirectos de las UMP a países individuales. Por ejemplo, [Park and Um \(2016\)](#) encuentra efectos secundarios significativos de las UMP de EE.UU. en el mercado de bonos coreano, así como en la inversión extranjera neta, y concluyen que Corea no se considera un “safe heaven”. Utilizando datos nuevos datos de bonos y acciones de alta frecuencia para México, [Hernandez-Vega \(2017b\)](#) concluye que hay un efecto importante de los anuncios de política monetaria en los flujos extranjeros, pero con marcadas diferencias entre estos dos activos. También encuentra evidencia a favor de la hipótesis de que los flujos pueden reaccionar con un rezago de hasta cinco días después de que ocurre un evento monetario; particularmente en el caso de la inversión en bonos.

En resumen, la literatura ha señalado que las UMP de EE.UU. han afectado los flujos de cartera de manera distinta y que cada medida por sí misma tuvo un impacto diferente, al menos en magnitud, en las EME. Sin embargo, es posible que dichos resultados no reflejen el panorama completo, principalmente porque solo se analizaron las UMP de EE.UU. a pesar de que la zona del euro (Z.E.), el Reino Unido(R.U.) y Japón también implementaron medidas similares que posiblemente hayan afectado las estrategias de los inversionistas en las EMEs.

El objetivo de este trabajo es analizar si la política monetaria en las economías avanzadas ha tenido efectos diferenciados en los flujos de cartera provenientes de un conjunto de economías avanzadas (EE.UU., Z.E. y R.U.) hacia las EMEs. Esto se lleva a cabo de dos formas: primero, se analiza la respuesta de los flujos de cartera de una determinada economía desarrollada (también referida como país de origen) a un evento de política monetaria en ese mismo país (también refe-

rido como política monetaria interna en el documento). Por ejemplo, la respuesta de los flujos de Estados Unidos hacia Asia emergente (E-Asia), Europa emergente (E-Europa) y América Latina (Latam) después de que la Reserva Federal hiciera un anuncio de política monetaria. En segundo lugar, al analizar cómo los flujos de cartera de un país de origen a cada región emergente reaccionan a las medidas monetarias implementadas en otras economías avanzadas (también denominada política monetaria exterior). Por ejemplo, se estudia cómo los flujos de Estados Unidos a las EMEs se vieron afectados por la política monetaria de la zona del euro o del Reino Unido. En este sentido, este trabajo sigue a [Fratzscher et al. \(2016\)](#) al adoptar la perspectiva de un inversionista, pero amplía el análisis al incluir eventos de política monetaria no solo en EE.UU., sino también de la zona del euro y del Reino Unido.

Los resultados muestran que los inversionistas de EE.UU., la Z.E. y de R.U. respondieron prácticamente de la misma manera a los eventos de política monetaria de EE.UU. Por ejemplo, los eventos relacionados con el segundo programa de flexibilización cuantitativa motivaron a los inversionistas a aumentar los flujos de bonos (acciones) a todas las regiones emergentes, mientras que el episodio del “Taper Tantrum” hizo que todos los inversionistas retiraran recursos. La única diferencia en la respuesta de los inversionistas a las políticas de los Estados Unidos fue la cantidad inyectada o retirada de cada región. Por ejemplo, como porcentaje del total de activos administrados, Europa emergente y América Latina registraron movimientos de capital más grandes en comparación con los que se observaron en Asia emergente. Una posible razón de tales respuestas homogéneas a la política monetaria de los Estados Unidos es el “herding”, el cual de acuerdo con la literatura juega un papel importante del porque se dan decisiones de inversión análogas; es decir, dada la fuerte influencia que EE.UU. tiene a nivel mundial, no es de sorprenderse que sus políticas motiven a los inversionistas a adoptar estrategias similares.<sup>1</sup>

A su vez, las respuestas de los inversionistas a los eventos de política monetaria en otras economías avanzadas (Z.E. y R.U.) fueron mixtas: por un lado, la respuesta de los inversionistas de EE.UU. y Z.E., interesados en bonos de EMEs, a las políticas implementadas por el Reino Unido fue muy similar. Asimismo, los inversionistas de EE.UU. y Z.E., interesados en acciones de EMEs, tuvieron respuestas muy similares a los anuncios de política de Z.E. y del Reino Unido. Por el otro, las respuestas de los inversionistas de EE.UU., Z.E. y el R.U. interesados en bonos y en acciones a las políticas de Z.E. fueron, en su mayoría, diferentes.

Un resultado bastante inesperado fue la respuesta diferente de los inversionistas del Reino Unido interesados en bonos y acciones de EMEs a las políticas del Reino Unido en comparación con

---

<sup>1</sup>El “herding” ocurre cuando los inversionistas actúan siguiendo las estrategias de inversión de otros inversionistas ignorando su propia información.

su respuesta a las políticas de EE.UU. y Z.E.. Este trabajo plantea como una posible explicación de ello, el entorno económico y financiero al momento en que se anunciaron dichas políticas y la posibilidad de que los inversionistas del Reino Unido hayan modificado su estrategia de inversión geográfica después de la crisis financiera reduciendo los flujos a las EME. Por supuesto, estos pueden no haber sido los únicos factores que afectaron la decisión de los inversionistas del R.U. a retirarse de las EME, pero encontrar una explicación definitiva va más allá del alcance de este artículo.

Estos hallazgos sugieren que después de un evento de política monetaria en los EE.UU., existe una alta probabilidad de que los flujos de cartera en las EME reaccionen de la misma manera. Sin embargo, cuando las políticas provienen de otras economías avanzadas, su respuesta podría ser diferente. Además, las políticas de los EE.UU. tienen mayores efectos en los flujos que aquellas implementadas en Z.E. y el R.U. Finalmente, los resultados muestran que la respuesta de los inversionistas a los eventos de política monetaria es más fuerte en E-Europa y Latam que en E-Asia; probablemente debido a que otros factores, tales como las preferencias de los inversionistas (en el caso de los flujos en bonos) o las expectativas sobre las utilidades de las empresas (en el caso de los flujos en acciones), pueden jugar un papel relevante en las estrategias de inversión de los inversionistas. Estos resultados podrían servir como punto de referencia para anticipar efectos diferenciados en los flujos de cartera causados por la política monetaria en las economías avanzadas.

El artículo está organizado de la siguiente manera: la siguiente sección describe los datos y los eventos de política monetaria utilizados en el análisis. La metodología se detalla en la tercera sección. La cuarta sección muestra los resultados. La quinta sección contiene las conclusiones.

## **2. Flujos de Cartera y Anuncios de Política Monetaria**

Al término de la crisis financiera, hubo un aumento significativo de los flujos de cartera hacia las EMEs respaldando la idea de que estos países se volvieron más atractivos para los inversionistas extranjeros en busca de un mayor rendimiento (Figura 1). En particular, la tenacidad de las EMEs a la crisis financiera; las tasas de interés históricamente bajas en las economías avanzadas; y el aumento significativo de la liquidez global se han considerado entre los principales factores del aumento tan importante en los flujos de cartera. Este período de entradas de capital tan significativas se mantuvo hasta la segunda mitad de 2014, cuando los precios del petróleo se desplomaron deteriorando las condiciones financieras y las perspectivas económicas de las EMEs. Además, eventos inesperados como el referéndum en el Reino Unido a favor de abandonar la Unión Europea (Brexit) y las elecciones presidenciales en los EE.UU., aumentaron las inquietudes con respecto a la

implementación de medidas proteccionistas, lo que dio lugar a episodios de alta volatilidad en los mercados financieros internacionales afectando negativamente a los flujos de cartera.<sup>2</sup>

La mayoría de la literatura reciente que estudia los flujos de cartera prefieren el uso de datos de alta frecuencia cuando se evalúa el impacto de las UMP. Una de las más populares bases de datos que contiene información de alta frecuencia sobre los flujos de cartera es la manejada por Emerging Portfolio Fund Research (EPFR en adelante). EPFR recopila información sobre más de 23,000 fondos en acciones y más de 18,000 fondos en bonos en una amplia muestra de economías avanzadas y emergentes. Nótese que EPFR rastrea más fondos en acciones que en bonos. Por lo tanto, una diferencia importante con respecto a los datos de la Balanza de Pagos es que los flujos en acciones podrían ser significativamente mayores que los flujos en bonos.

Jotikasthira et al. (2012), Fratzscher (2012) y Fratzscher et al. (2016) afirman que aunque los datos de EPFR solo cubren entre el 5 y el 20 por ciento del total de la inversión de cartera reportada en la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, existe una buena correlación entre ambos. Por ejemplo, los datos de EPFR también muestran una mejora importante en los flujos de la cartera extranjera en las EME desde julio de 2009 (Figura 2).

Algo a tener en cuenta sobre los datos de EPFR es que en los años iniciales para los cuales existen datos sobre flujos a las EMEs (2004), estos capturan la posición de los fondos con domicilio en los EE.UU principalmente. Sin embargo, desde 2009, EPFR ha ampliado sus fuentes para incluir fondos ubicados en otros países aunque los inversionistas estadounidenses siguen siendo la fuente más importante de flujos en bonos y acciones en las EME (Figuras 3 y 4).

Al observar los flujos de cartera de las economías avanzadas a las EMEs, puede inferirse que los inversionistas domiciliados en el mismo país no diferencian entre regiones emergentes. Por ejemplo, la inversión en bonos desde EE.UU. se mueve de manera idéntica en E-Asia, E-Europa y Latam; situación que también se produce en los flujos de bonos de la zona del euro y el R.U. (Figura 5). Hay que tener en cuenta que los flujos en bonos provenientes de Z.E. y Reino Unido crecieron a un ritmo acelerado en 2016 y 2017 respectivamente. Entre los factores que contribuyeron a dicha recuperación tenemos: Primero, la comunicación detallada y clara de la Reserva Federal sobre su proceso de normalización, lo que mantuvo los riesgos de volatilidad bajos y contribuyó a una depreciación del dólar estadounidense. Segundo, la recuperación de los precios de las mercancías mejoró el balance externo de las EME exportadoras de mercancías. Tercero, el PIB de China se estabilizó a un valor superior al esperado en 2017. Cuarto, expectativas de crecimiento global más optimistas mejoraron el apetito por el riesgo y animaron a los inversionistas a invertir

---

<sup>2</sup>Vea Fratzscher (2012), Chen et al. (2014) y Fratzscher et al. (2016) para obtener más detalles sobre cómo se comportaron los flujos de la cartera en estos períodos.

en activos más riesgosos.

En contraste, los datos apuntan a que los inversionistas en acciones pueden invertir de manera diferente entre las EME. Por ejemplo, los inversionistas de Z.E. continuaron aumentando la inversión en E-Asia desde la segunda mitad de 2014 y hasta mediados de 2015, mientras que la redujeron en E-Europa y Latam (Figura 6). Es importante destacar que los inversionistas de Reino Unido retiraron capital de las EMEs desde 2015, probablemente debido a factores internos.

Como lo muestran [Dahlhaus and Vasishtha \(2014\)](#), cuando se utilizan los datos de EPFR, la principal diferencia en los flujos de cartera entre países dentro de una misma región es la cantidad recibida por cada país, pero el comportamiento de los flujos de entrada es bastante similar entre ellos. Por lo tanto, en este trabajo, dejamos de lado el estudio de países individuales y enfocamos nuestro resultado para contrastar los flujos de cartera entre regiones de países emergentes.

El análisis utiliza una muestra de 17 EMEs clasificadas en tres grupos: Asia emergente (India, Indonesia, Israel, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia), Europa emergente (Hungría, Polonia, Rusia, Sudáfrica y Turquía) y América Latina (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) denotados E-Asia, E-Europa y Latam, respectivamente.<sup>3</sup>

Los datos semanales de EPFR sobre flujos en bonos y acciones se diferencian por el domicilio del inversionista, es decir, para cada EME habrá información sobre las entradas de capital de inversionistas domiciliados en EE.UU., Z.E. y el R.U. Por lo tanto, el objetivo de este trabajo es contrastar la respuesta de los flujos de los diferentes países avanzados hacia las EME ante eventos de política monetaria que ocurrieron en dichas economías avanzadas. La fuente de datos es EPFR y el período de análisis va desde julio de 2009 hasta la segunda semana de octubre de 2017.

Como se mencionó anteriormente, una advertencia importante acerca de los datos EPFR es que los flujos desde los Estados Unidos representan una mayoría significativa de todos los flujos a las EME. Sin embargo, este no es el único problema que se debe tener en cuenta, sino también los cambios en el número y tamaño de los fondos que se reportan. Esto generalmente lleva a más altos o más bajos flujos en las EME que no están relacionadas con ningún evento financiero o económico (como los eventos de política monetaria utilizados en este trabajo). Por lo tanto, es necesario controlar no solo los cambios en la cantidad de fondos incluidos en el conjunto de datos de EPFR en cada período de tiempo, sino también la enorme participación de los fondos de inversionistas de EE.UU. en los datos. En este sentido, este trabajo sigue a [Fratzscher \(2012\)](#) y [Fratzscher et al. \(2016\)](#) expresando los flujos como porcentaje del total de activos administrados (AUM por sus siglas en inglés); es decir, los flujos semanales en bonos y acciones a cada economía

---

<sup>3</sup>Otras EMEs fueron excluidas debido a su papel como centros financieros (Hong-Kong y Singapur), o por falta de datos.



emergente provenientes de un país desarrollado se expresarán en porcentaje del valor total de todos los activos invertidos por dicho país en cada economía emergente.

Finalmente, el análisis incluye un conjunto de variables que representan factores de atracción y de empuje utilizados con frecuencia en la literatura de flujos de capital. Entre los factores de atracción están el tipo de cambio nominal frente al dólar estadounidense; los índices bursátiles específicos de cada país, los EMBIs; las tasas de interés a corto plazo y los rendimientos de los bonos del gobierno denominados en moneda local a 10 años, o bonos del gobierno a 10 años denominados en dólares estadounidenses cuando no se dispone de información sobre los primeros. Los factores de empuje incluyen la tasa de EE.UU. OIS de 3 meses, la tasa OIS de swaps de 3 meses de Z.E.; la tasa Libor de 3 meses en el Reino Unido; el índice VIX como proxy de aversión al riesgo global y los precios del petróleo WTI.<sup>4</sup>

## 2.1. Anuncios de Política Monetaria

Este trabajo considera un conjunto más amplio de acciones de política monetaria al incluir no solo las implementadas en los EE.UU., sino también las de la zona del euro y el Reino Unido. Nótese que a diferencia de las acciones de estos dos últimos, EE.UU. finalizó su ciclo de relajamiento y comenzó a normalizar su postura de política monetaria durante el período de análisis.<sup>5</sup>

En el caso de los EE.UU., las medidas de política monetaria expansiva incluidas son: El segundo programa de flexibilización cuantitativa (QE2), que comenzó en el tercer trimestre de 2010 con el objetivo de apoyar la recuperación económica. A este le siguieron los anuncios de la Guía Futura (FG) durante el tercer y primer trimestre de 2011 y 2012, respectivamente, dirigidos a transmitir el mensaje de que la Reserva Federal mantendría las tasas de interés en un nivel más bajo. Del mismo modo, en el tercer trimestre de 2011 se anunció la “Operation Twist” (OT) con el propósito de impulsar la actividad económica y la cual extendió en el segundo trimestre de 2012. Finalmente, y con el mismo objetivo que los programas anteriores, el tercer programa de flexibilización cuantitativa (QE3) se estableció en 2012. Por otro lado, las acciones de apretamiento comprenden: el episodio del “Taper Tantrum” que tuvo lugar a mediados de 2013, y que llevó a un aumento de la volatilidad en los mercados financieros; y las primeras cuatro alzas de tasas realizadas por la Reserva Federal desde el último trimestre de 2015 como parte de la normalización de la postura de la política monetaria.

---

<sup>4</sup>Los datos se obtuvieron de Bloomberg, OCDE y Haver Analytics. Las estadísticas básicas se muestran en las Tablas A.1 a A.7 en el Apéndice A.

<sup>5</sup>El calendario y los detalles sobre los eventos de política monetaria incluidos en el análisis se muestran en las Tablas B.1 a B.3 en el Apéndice B.

Para la zona del euro incluimos las declaraciones realizadas por el Banco Central Europeo (BCE) en relación con el segundo Programa de Cobertura de Compra de Bonos (CBPP2) implementado en 2011. La introducción de la Guía Futura (FG\_Z.E.) en 2013. El compromiso del BCE de utilizar herramientas convencionales y no convencionales (denominado PQE en adelante) para hacer frente a la persistente baja inflación en 2014. El tercer programa de CBPP (CBPP3) implementado en el último trimestre de 2014. La primera Operación de Refinanciamiento a Largo Plazo (TLTRO1) anunciadas en 2014 y ampliadas a principios de 2015 para motivar el crédito en la zona del euro. El Programa de Compras del Sector Público (PSPP) en 2015, que permitió al BCE adquirir bonos gubernamentales nominales vinculados a la inflación. Por último, la segunda Operación de Refinanciación a Largo Plazo (TLTRO2) a principios de 2016.

Con respecto a las acciones de política monetaria del Reino Unido, utilizamos el primer Programa de Facilidad de Compra de Activos (APF1) implementado en 2009; el segundo Programa de facilidad de compra de activos (APF2) que comenzó en 2011 y que se extendió en dos ocasiones en 2012. Por último incluimos el Esquema de Financiamiento por Plazo en 2016 (TFS).

### 3. Metodología

Como se muestra en las Figuras 5 y 6, existe una correlación muy alta en las entradas de bonos y acciones entre los países de una misma región, particularmente cuando estas entradas provienen de un mismo país de origen. Por lo tanto, si existiera alguna diferencia en el comportamiento de la inversión extranjera de cartera, esta podría observarse al hacer una comparación entre regiones. Esto se lleva a cabo de la siguiente manera: supongamos que  $i = 1, \dots, I$  representa a todos los países dentro de la región  $k = 1, 2, 3$  (E-Asia, E-Europa y Latam); y  $j = \text{EE.UU.}, \text{Z.E. y R.U.}$ . Entonces, analizamos el impacto de los eventos de política monetaria implementados en el país  $j$  sobre los flujos provenientes de este mismo  $j$  a cada  $k$  y contrastamos los resultados entre las diferentes  $k$ . Esto se logra estimando un análisis de estudio de eventos con datos panel especificado como:

$$Y_{i,k,t}^j = \alpha_i + UMP^j \beta_k^j + X_{t-1} \psi_k + u_{i,k,t}^j \quad (1)$$

donde  $Y_{i,k,t}^j$  representa los flujos semanales en bonos y acciones como porcentaje de AUM al país  $i$  en la región  $k$  en el tiempo  $t$  proveniente de inversionistas domiciliados en el país  $j$ .  $\alpha_i$  captura los efectos fijos de cada país.  $UMP^j$  es una matriz de tamaño  $T \times N$ , donde  $n = 1, \dots, N$

representa cada anuncio de política monetaria realizado en el país  $j$ .  $X_{t-1}$  es una matriz de factores de atracción y empuje de tamaño  $T \times M$  introducidos con un rezago para evitar problemas de endogeneidad. Entre los primeros se incluye el cambio porcentual en el tipo de cambio (FX) y los diferenciales de tasa de interés a corto plazo entre la economía emergente  $i$  y el país de origen  $j$  en las regresiones de flujos en bonos, y el índice del mercado de valores (Stocks) en las regresiones para flujos en acciones. Entre los segundos, usamos el índice VIX como un proxy del riesgo global y el cambio porcentual en los precios del petróleo (WTI).  $\beta_k^j$  es un vector de  $N \times 1$  cuyos elementos representan la respuesta de los flujos provenientes país  $j$  a la región emergente  $k$  a la  $n^{th}$  política monetaria implementada en  $j$ .  $\psi_k$  es un vector de  $M \times 1$  de constantes que explican el impacto de los factores de atracción y empuje. Por último,  $u_{i,k,t}^j$  es el término de error.

Dado que los datos de flujos de cartera semanales de EPFR representan entradas al país  $i$  provenientes de inversionistas domiciliados en  $j$  acumulados de jueves a miércoles, el momento de los anuncios se vuelve relevante al estimar la respuesta de los flujos de capital. En los EE.UU., la Reserva Federal anuncia su postura de política en miércoles. Teniendo en cuenta la diferencia horaria con E-Asia y E-Europa, así como con algunos países latinoamericanos, es razonable pensar que la respuesta de los inversionistas se observará el jueves. Como resultado, se asigna el valor de 1 a cada elemento en  $UMP^{EE.UU.}$  en la semana siguiente a cada anuncio. Por ejemplo, el primer anuncio que hablaba de un apretamiento monetaria en EE.UU. tuvo lugar el miércoles 22 de mayo de 2013, según la convención anterior, la variable que representa este evento sería igual a uno en la semana que comienza el 23 y finaliza el 29 de mayo de 2013.

A su vez, se adopta un enfoque diferente en los casos de la zona del euro y el Reino Unido. En estos países, los anuncios tienen lugar los jueves. Dado que al momento del anuncio es la noche del jueves en Asia y jueves temprano en América Latina, se asigna el valor de 1 a cada elemento en  $UMP^{Z.E.}$  y  $UMP^{UK}$  en la misma semana en cual se produjo el evento.

En esta primera etapa, el enfoque principal es contrastar cada elemento en  $\beta_k^j$  a través de las regiones emergentes. Debe tenerse en cuenta que cada elemento en los vectores anteriores representa la reacción de las entradas de los flujos de cartera como porcentaje de AUM desde el país  $j$  a la región  $k$  al evento  $n$  en  $j$ . Por ejemplo, sea  $\beta_{k,n}^j$  el elemento  $n^{th}$  del vector  $\beta_k^j$  y sea  $j = EE.UU.$  y  $k = E - Asia$ . Ahora, asumiendo que  $\beta_{E-Asia,n}^{EE.UU.} > 0$  esto implica que el  $n^{th}$  evento de política monetaria en EE.UU. llevó a un aumento en las entradas de capital ese país a E-Asia. Si  $k = E - Europa$  y  $\beta_{E-Europa,n}^{EE.UU.} < 0$  este mismo evento redujo los flujos de EE.UU. a E-Europa. Como resultado, se puede decir que el evento  $n^{th}$  motivó a los inversionistas estadounidenses a aumentar la inversión en E-Asia y a reducirla en E-Europa.

En la segunda etapa, para todos los países de origen  $j$  y todas las regiones emergentes  $k$  es-

timamos el impacto de las políticas implementadas en el país de origen  $l \neq j$  sobre los flujos provenientes de  $j$  a la región  $k$  con el siguiente modelo:

$$Y_{i,k,t}^j = \alpha_i + UMP^j \beta_k^j + UMP^l \gamma_k^{j,l} + UMP^p \delta_k^{j,p} + X_{t-1} \psi_k + u_{i,k,t}^j \quad (2)$$

donde  $Y_{i,k,t}^j$  representa las entradas semanales en bonos y acciones como porcentaje de AUM al país  $i$  en la región  $k$  en el tiempo  $t$  proveniente de inversionistas domiciliados en el país  $j$ .  $UMP^l$  y  $UMP^p$  son matrices de dimensión  $T \times G$  y  $T \times D$  con  $g = 1, \dots, G$  y  $d = 1, \dots, D$  para cada anuncio de política monetaria realizado en el país  $l$  y  $p$  respectivamente.  $\gamma_k^{j,l}$  y  $\delta_k^{j,p}$  son vectores de tamaño  $G \times 1$  y  $D \times 1$  que representan la respuesta de la inversión del país  $j$  a la región  $k$  a las políticas implementadas en los países de origen  $l$  y  $p$  respectivamente.  $\beta_k^j$ ,  $\psi_k$  y  $u_{i,k,t}^j$  se definen arriba.

Por lo tanto, para  $j = EE.UU.$ ,  $l = Z.E.$ ,  $k = E - Asia$  y para el evento  $g$  si  $\beta_{E-Asia}^{EE.UU.,Z.E.} > 0$  entonces dicho evento en el la zona del euro llevó a los inversionistas estadounidenses a aumentar los flujos de cartera en E-Asia. Si  $k = Latam$  y  $\beta_{Latam}^{EE.UU.,Z.E.} < 0$ , este mismo evento provocó una reducción de los flujos hacia Latam. Por lo tanto, puede afirmarse que los inversionistas estadounidenses aumentaron los flujos a E-Asia después de un anuncio de política monetaria en la zona del euro, pero que este evento llevó a una caída en los de Latam.

## 4. Resultados

Esta sección discute los resultados. Inicialmente, se contrasta el impacto de las medidas de política monetaria en el país de origen  $j$  sobre los flujos de esta economía a cada región emergente (ecuación 1). Luego, analiza cómo la política monetaria en un país de origen afecta los flujos provenientes de otra economía avanzada a cada región emergente (ecuación 2). En este punto, puede ser conveniente recordar que el propósito del artículo es identificar diferencias, si las hay, en las respuestas de la inversión de cartera hacia las EME a los eventos de política monetaria en las economías avanzadas, y no es encontrar sus determinantes.

### 4.1. Política Monetaria e Inversión de EE.UU. a EMEs

Antes de analizar la respuesta de la inversión estadounidense en bonos y acciones de las EMEs a la política monetaria de Estados Unidos, es importante destacar que, en este caso particular, los eventos monetarios no solo comprenden la implementación y extensión de medidas expansivas,

que incluyen los programas de QE, FG y OT; sino también las medidas contractivas, como el episodio del “Taper Tantrum” y la normalización de la tasa de política.

Con respecto a las medidas expansivas de EE.UU, los resultados muestran que el QE2 tuvo un efecto positivo y significativo en los flujos de bonos de dicho país a todas las regiones emergentes (vea las columnas 2 a 4 de la Tabla 1). Como porcentaje de los activos administrados, Latam registró la mayor entrada de flujos provenientes de Estados Unidos, seguida por E-Europa y E-Asia. Un resultado sorprendente es que los anuncios de OT en realidad llevaron a una reducción de la inversión estadounidense en los bonos de las EMEs. Esto puede explicarse por el hecho de que la OT consistió en que la Reserva Federal adquiriera activos a largo plazo y vendiera activos a corto plazo, lo cual fue tomado por los inversionistas como una señal de futuros rendimientos a largo plazo más altos en los Estados Unidos, lo que redujo la demanda de activos de EMEs. La Guía Futura tuvo, en general, los resultados esperados al impulsar la inversión en bonos proveniente de los Estados Unidos; particularmente cuando la Reserva Federal confirmó por segunda vez que las tasas de interés se mantendrían en niveles muy bajos (FG\_2). Por último, la implementación del QE3 motivó a los inversionistas estadounidenses a demandar más bonos de EMEs, siendo E-Europa la región que registró un mayor crecimiento en dichos flujos como porcentaje de los activos administrados, seguido por Latam y E-Asia. La extensión de este programa (QE3\_2) sólo incrementó los flujos a E-Europa.

Al observar la respuesta de los inversionistas estadounidenses en bonos de EMEs a las políticas contraccionarias (Tabla 1 columnas 5 a 7), los resultados muestran que el episodio del “Taper Tantrum” tuvo un efecto adverso significativo en la inversión de EE.UU. a las EMEs, particularmente en E-Europa. De manera similar, las dos primeras alzas de tasas implementadas por la Reserva Federal llevaron a una reducción de los flujos en bonos a todas las regiones emergentes. Por otro lado, el tercer aumento en la tasa de política muestra un efecto positivo de la inversión estadounidense a las EMEs. Dos posibles factores pueden ayudar a explicar esta respuesta: en primer lugar, cuando se produjo dicho aumento (marzo de 2017) la volatilidad en los mercados financieros internacionales y la incertidumbre sobre el proceso de normalización habían disminuido. Segundo, una recuperación más fuerte de lo esperado de la economía global; menor incertidumbre política en la zona del euro; y las expectativas de que las tasas de interés se mantendrían bajas en las economías avanzadas, junto con una liquidez aún mayor, llevaron a los inversionistas a creer que los costos financieros permanecerían bajos por algún tiempo. Estos factores podrían haber motivado a los inversionistas a buscar rendimientos más altos, aumentando la demanda por bonos de las EMEs. Finalmente, la cuarta subida de la tasa de política no tuvo efectos significativos en E-Asia y E-Europa pero sí un impacto negativo relativamente menor en Latam en comparación con el

observado en las alzas iniciales de la tasa de interés.

Con respecto a la inversión de los EE.UU. en acciones de las EMEs, los resultados son en su mayoría similares a los de los bonos (cualitativamente hablando), pero con algunas diferencias. Primero, la sugerencia sobre la extensión del segundo programa de flexibilización cuantitativa (QE2\_2) no tuvo efectos significativos. En segundo lugar, la implementación de la Operación Twist (OT\_1) condujo a un aumento de la inversión estadounidense hacia todas las regiones emergentes, mientras que su extensión (OT\_2) llevó a una reducción. En tercer lugar, la extensión del tercer programa de flexibilización cuantitativa (QE3\_2) tuvo un efecto significativo positivo solo en los flujos de EE.UU. a E-Asia y E-Europa. Por último, el cuarto aumento en la tasa de política tuvo un efecto negativo en los flujos de estadounidenses hacia E-Europa solamente (vea la Tabla 1 columnas 5 a 7).

## **4.2. Política Monetaria e Inversión desde Z.E. a EMEs**

Con respecto a la inversión de la zona del euro en bonos de las EMEs, los resultados sugieren que la implementación del segundo Programa de Compra de Bonos Cubiertos (CBPP2) no tuvo un impacto significativo, excepto por los flujos hacia E-Europa los que aumentaron después de que el BCE anunciara los aspectos técnicos de este programa. A su vez, la declaración de la guía futura en julio de 2013 tuvo un efecto negativo en los flujos de Z.E. hacia todas las regiones emergentes. Tal resultado parece ser contraintuitivo, dado que el mensaje principal era que las tasas de interés debían mantenerse bajas o que bajarían aún más durante un período prolongado de tiempo. Sin embargo, es importante tener en cuenta que al momento en que el BCE hizo tal anuncio los mercados financieros todavía estaban inmersos en el episodio del “Taper Tantrum” caracterizado por salidas importantes de inversión extranjera hacia activos más seguros.<sup>6</sup> Por último, los flujos de Z.E. hacia E-Asia y E-Europa aumentaron después de otros eventos de política, tales como la declaración de flexibilización cuantitativa, el tercer programa de CBPP y los dos programas TLTRO (TLTRO1, TLTRO2), mientras que los flujos a Latam no registraron una reacción significativa. Finalmente, el Programa de Compra de Valores Públicos (PSPP) incrementó los flujos solo a E-Europa (ver Tabla 2 columnas 2 a 4).

Por otro lado, además del impacto negativo del evento de la Guía Futura y del efecto positivo del primer TLTRO; la respuesta de la inversión en acciones proveniente de Z.E. a las EME difiere de aquella de la inversión en bonos. En particular, el CBPP3, PSPP y TLTRO2 tuvieron efectos negativos significativos en los flujos en acciones (ver Tabla 2 columnas 5 a 7). Encontrar una

---

<sup>6</sup>En este caso particular, un activo de mayor riesgo es un bono de un mercado emergente y los activos seguros son los bonos del Tesoro de los EE.UU.

explicación al por qué surgieron estas diferencias es algo difícil; principalmente porque los flujos en acciones pueden ser influenciados no solo por choques económicos internos o externos, sino también por choques específicos que afectan a las empresas: por ejemplo, los inversionistas de la zona del euro podrían haberse retirado del capital de E-Asia porque pensaron que las corporaciones de dicha región no serían tan rentables como antes; o debido al “herding” entre los inversionistas (ver [Lakonishok et al. \(1992\)](#) y [Sias \(2004\)](#) entre otros).

### **4.3. Política Monetaria e Inversión de R.U. a EMEs**

Con respecto al impacto de las medidas de política monetaria del Reino Unido, los resultados muestran que la mayoría de ellos llevó a una salida de las inversión de este país en bonos de las EMEs, con la excepción del aumento en la Instalación de Compra de Activos en febrero de 2012, la cual tuvo un impacto positivo en todas las regiones, y del aumento de la inversión de R.U. en Latam después de la implementación del Plan de Financiamiento por Plazo (ver [Tabla 3](#) columnas 2 a 4). Un posible factor que contribuyó a estos resultados mixtos es el momento en que se anunciaron tales medidas (ver [Tabla B.3](#)). Por ejemplo, los dos primeros aumentos en el APF se produjeron en la última mitad de 2009 cuando los mercados financieros todavía se estaban recuperando de la crisis y la incertidumbre seguía siendo relativamente alta. El tercer aumento de APF se anunció en octubre de 2011, poco más de un mes después de que la Reserva Federal anunciara la “Operation Twist”. Dado que esto se tomó como un signo de mayores rendimientos a largo plazo, los inversionistas del Reino Unido podrían haber sustituido bonos de las EMEs por bonos del Tesoro de los Estados Unidos. La cuarta modificación del APF tuvo lugar en febrero de 2012. En ese momento hubo una mejora en los mercados financieros principalmente debido a una mejor perspectiva económica de los EE.UU. Además, el último aumento de AFP fue cercano a la extensión de OT, lo que podría ayudar explicar nuevamente el signo negativo observado.

La respuesta de los flujos en acciones del Reino Unido hacia las EME fue algo diferente a la de los flujos en bonos. En particular, los anuncios de APF aumentaron los flujos en acciones hacia a E-Asia y Latam, mientras que los flujos en bonos a E-Europa inicialmente no se vieron afectados. Finalmente, el TFS tuvo un impacto negativo significativo de los flujos en acciones hacia E-Asia y E-Europa, pero fue positivo en Latam. Nótese que, de manera similar para el caso de los bonos, el anuncio de APF en febrero de 2012 tuvo un efecto positivo significativo de los flujos en acciones del R.U. hacia todas las regiones emergentes (consulte la [Tabla 3](#) columnas 5 a 7).

#### **4.4. Respuesta de los Inversionistas a la Política Monetaria de Economías Avanzadas**

Los resultados anteriores muestran cómo los inversionistas domiciliados en economías avanzadas reaccionaron a las medidas de política monetaria que ocurrieron en sus países. Sin embargo, las políticas implementadas en otras economías avanzadas también podrían tener efectos en sus estrategias de inversión. En este punto es importante destacar que la respuesta de los inversionistas de economías avanzadas a la política monetaria doméstica se mantiene sin cambios después de la inclusión de anuncios de políticas en otros países avanzados.

Los resultados muestran que la reacción de la inversión de EE.UU. en bonos de EMEs al CBPP2 de Z.E. fue mixta. Por un lado, los flujos provenientes de EE.UU. se redujeron después del primer anuncio, mientras que aquellos a E-Europa aumentaron después del segundo anuncio. De manera similar a los inversionistas de Z.E., los inversionistas estadounidenses redujeron sus flujos a las regiones emergentes después del anuncio de FG\_Z.E. al tiempo que incrementaron aquellos a E-Asia y E-Europa después de la CBPP3. En contraste, todas las demás políticas llevaron a una reducción de los flujos de bonos estadounidenses a todas las regiones emergentes. Por otra parte, los flujos de bonos estadounidenses aumentaron principalmente después de las medidas de política monetaria del R.U. en contraste con la respuesta mayoritariamente negativa de los inversionistas domiciliados en este último país a estos mismos eventos (consulte la Tabla 4 columnas 2-4).

Los flujos en acciones provenientes de inversionistas estadounidenses también tuvieron una respuesta mixta al CBPP2, incrementando la inversión en Latam después del primer anuncio pero sin respuesta significativa en las otras regiones. Como ocurrió para la inversión en bonos, después del anuncio de FG\_Z.E., los flujos en acciones a las EMEs también disminuyeron, mientras que aquellos a E-Asia y E-Europa aumentaron después del PQE. La respuesta de los inversionistas de EE.UU. fue bastante similar a la de los inversionistas de Z.E. en muchos casos, siendo esta negativa después de los anuncios del CBPP3 y el PSPP pero positiva luego del primer TLTRO. Con respecto al segundo TLTRO, los inversionistas estadounidenses aumentaron sus flujos solo en Latam. La respuesta de los inversionistas estadounidenses a los aumentos en el APF del Reino Unido fue mayormente positiva en las regiones de E-Asia y E-Europa, mientras que después del TFS los flujos de Estados Unidos a todas las regiones aumentaron, particularmente en E-Europa y Latam (ver Tabla 4 columnas 5-7).

Ahora, la respuesta de los inversionistas de Z.E. a las medidas de la política monetaria de los EE.UU. fue cualitativamente similar a la de los inversionistas de los EE.UU. En particular, en la mayoría de los casos, los flujos en bonos y acciones provenientes de Z.E. aumentaron después del anuncio de las medidas expansivas y cayeron después de las medidas restrictivas. Las pocas



diferencias observadas son: Primero, una caída en los flujos de bonos y acciones de Z.E. a E-Europa y Latam después de FG\_1 y OT\_1 respectivamente. En segundo lugar, un aumento en los flujos de bonos y acciones después de la cuarta subida de la tasa de política. Con respecto a la respuesta a las UMP del Reino Unido, los resultados resaltan una respuesta mayoritariamente positiva de los inversionistas de Z.E. a dichas medidas que, como se vio anteriormente, es significativamente diferente de la de los inversionistas domiciliados en el Reino Unido (ver Tabla 5).

En el caso de la respuesta de los inversionistas del Reino Unido a la política monetaria de los EE.UU., los resultados son similares a los de los inversionistas de Z.E., con excepción de una caída en los flujos de bonos luego del primer anuncio de “Operation Twist”; y un aumento en los flujos de bonos a E-Asia y E-Europa después del primer anuncio del “Taper Tantrum”. Finalmente, después de la primera subida de tasas, los flujos de capital hacia E-Asia y E-Europa aumentaron mientras que los flujos a todas las regiones aumentaron después del cuarto aumento de tasa (ver Tabla 6). A su vez, la inversión en bonos y acciones proveniente del Reino Unido reaccionó negativamente a la mayoría de los anuncios de políticas de Z.E., excluyendo el aumento de los flujos en acciones a E-Europa y Latam después del segundo TLTRO (consulte la Tabla 6).

Es notable que los inversionistas interesados en bonos (o acciones) de todos los países de origen considerados en el análisis respondieran, prácticamente, de la misma manera a los eventos de política monetaria de los Estados Unidos, con excepción de contadas diferencias. Además, algunos casos menos generales fueron la respuesta análoga de los inversionistas de EE.UU. y de Z.E. interesados en bonos de EMEs a la política monetaria del Reino Unido y las similitudes entre las respuestas de los inversionistas de EE.UU. y Z.E. a las políticas de Z.E..

Las similitudes sustanciales en las respuestas de los inversionistas a la política monetaria de los EE.UU. pueden ser resultado del “herding” motivado por la fuerte influencia que este país ejerce en la economía global y, en particular, en las EMEs. Sin embargo, no está claro el peso que tienen las políticas de Z.E. y el R.U. en las decisiones de los inversionistas. Por ejemplo, la respuesta diferente de los inversionistas del Reino Unido respecto de la respuesta de los estadounidenses y europeos a las UMPs del R.U. podría haber sido causado por la propia imposición de restricciones a la inversión en ciertas regiones por parte de los primeros; es decir, pudo haber ocurrido que después de la crisis financiera los fondos mutuos domiciliados en el Reino Unido decidieron cambiar su mandato de inversión geográfica para minimizar el riesgo, lo que condujo a una reducción de la inversión hacia las EMEs, mientras que los inversionistas de EE.UU. y Z.E. no cambiaron su mandato. Por supuesto, esto podría no ser el único factor que afectó la decisión de los inversionistas del R.U. a retirar recursos de las EMEs; como se mencionó anteriormente, el entorno económico y financiero en el que se implementaron dichas medidas de políticas también pudo haber jugado un

papel relevante.

Con respecto a las diferencias en la magnitud de las respuestas de los inversionistas a los eventos de política monetaria descritos anteriormente, los resultados muestran que fueron más fuertes en Europa y América Latina; es decir, los parámetros estimados son mayores, en valor absoluto, para estas dos regiones que para E-Asia en la mayoría de los casos. Una posible explicación es que, como se ve en las Figuras 5 y 6, E-Asia ha recibido mayores entradas de capital extranjero (excluyendo los flujos en acciones provenientes del R.U. los que han venido disminuyendo desde la segunda mitad de 2015). Esto podría sugerir que los inversionistas, al menos los seguidos por EPFR, consideran que las economías asiáticas pudieran verse menos afectadas por los eventos de política monetaria que E-Europa y Latam. Por último, los resultados también indican que las respuestas de los inversionistas a los anuncios de política monetaria de EE.UU. fueron mayores que las respuestas a las políticas de Z.E. y del Reino Unido. Como se mencionó anteriormente, esto puede haber sido el resultado de la alta influencia de los EE.UU. en los mercados financieros internacionales y en la economía global en general.

#### 4.5. Pruebas de Robustez

Con el fin de garantizar la robustez de los resultados anteriores, se utilizan dos técnicas econométricas adicionales. Primero, la ecuación 2 vuelve a estimarse utilizando únicamente errores estándar robustos que corrigen por heterocedasticidad. En segundo lugar, usamos el estimador “Mean Group” de Pesaran and Smith (1995) para tener en cuenta la heterogeneidad de las pendientes entre los países dentro de cada región; nótese que dado que esta metodología consiste en estimar ecuaciones individuales y calcular la media de las pendientes estimadas, los parámetros estimados podrían verse afectados por valores atípicos. Para corregirlo, utilizamos el método de regresión robusta propuesto por Hamilton (1992).

En general, los resultados son ampliamente robustos para cualquiera de las especificaciones anteriores. El uso de errores estándar robustos que corrigen por heterocedasticidad solo afectó la significancia de algunos pocos parámetros, pero no se observó ningún cambio en los signos (consulte las Tablas 7 a 9). Los resultados que utilizaron el estimador de la media de los grupos fueron en su mayoría en línea con los iniciales, excepto por las diferencias en la magnitud de los parámetros (ver Tablas 10 a 12). Sin embargo, esto es de esperarse debido a las diferentes suposiciones con respecto a las otras metodologías.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup>El estimador “Mean Group” supone que las pendientes son diferentes entre los individuos en el panel, mientras que en un modelo de efectos fijos, la suposición es que todos los individuos tienen las mismas pendientes, (ver Pesaran1995).

Finalmente, el conjunto de factores de atracción se amplió al introducir los rendimientos de la deuda pública de las EMEs y los índices de bonos de mercados emergentes (EMBI, por sus siglas en inglés). Como antes, los resultados permanecen prácticamente sin cambios.

## 5. Conclusiones

Este trabajo contribuye a la literatura sobre flujos de capital al analizar si la política monetaria en economías avanzadas tuvo efectos diferenciados en los flujos de cartera a economías emergentes (clasificadas en tres regiones: Asia emergente, Europa emergente y América Latina). El análisis se realiza estimando la respuesta de los flujos en bonos y acciones provenientes de los EE.UU., zona del euro y el Reino Unido a los eventos de política monetaria de estos mismos países.

Los resultados muestran que los eventos de política monetaria de los EE.UU. llevaron a los inversionistas de EE.UU., la zona del euro y el Reino Unido a reaccionar de la misma manera. Por ejemplo, los eventos relacionados con el segundo programa de flexibilización cuantitativa motivaron un aumento de los flujos en bonos (acciones) en todas las regiones emergentes, mientras que el “Taper Tantrum” hizo que todos los inversionistas retiraran recursos. La única diferencia en la respuesta de los inversionistas a las políticas de los Estados Unidos fue el monto ingresado o retirado en cada región. Así, como porcentaje de los activos bajo administración, Europa emergente y América Latina vieron movimientos de capital más grandes en comparación con los que se observaron en Asia emergente. Una posible razón para la respuesta similar de los inversionistas a la política monetaria de los Estados Unidos es el “herding” que, de acuerdo con la literatura, juega un papel importante al explicar decisiones de inversión análogas; es decir, dada la fuerte influencia que EE.UU. tiene a nivel mundial, no es de sorprenderse que sus políticas motiven significativamente a los inversionistas a seguirse de cerca.

A su vez, las respuestas de los inversionistas a los eventos de política monetaria en otras economías avanzadas (zona del euro y Reino Unido) fueron mixtas: Por un lado, las respuestas de los inversionistas estadounidenses y de la zona del euro interesados en bonos de EMEs a las políticas del Reino Unido fueron prácticamente similares y de igual manera sucedió con las respuestas de los inversionistas de EE.UU. y zona del euro a las políticas en la zona del euro y Reino Unido. Por el otro, la inversión en bonos provenientes de inversionistas domiciliados en las economías avanzadas consideradas, así como la inversión en acciones de inversionistas del Reino Unido, a los anuncios de política en la zona del euro fueron en su mayoría diferentes.

Sorprendentemente, las respuestas de los inversionistas de bonos y acciones domiciliados en el Reino Unido a las políticas de este país fueron significativamente diferentes de las respuestas

de los inversionistas de EE.UU. y zona del euro. Este trabajo plantea como posible explicación el momento en el que se anunciaron estas políticas y que la elevada volatilidad en los mercados financieros después de la crisis podría haber motivado a los inversionistas del Reino Unido a cambiar su mandato de inversión geográfica y, por tanto, reducir los flujos a las EMEs. Por supuesto, estos pueden no haber sido los únicos factores que afectaron la decisión de dichos inversionistas, pero encontrar una explicación definitiva va más allá del alcance de este artículo.

Finalmente, los resultados muestran que la respuesta de los inversionistas a los eventos de política monetaria es más fuerte en Europa emergente y Latinoamérica que en Asia emergente; probablemente debido a que otros factores, tales como las preferencias de los inversionistas (en el caso de los bonos) o las expectativas individuales sobre las utilidades de las empresas en cada región (en el caso de las acciones) serían relevantes para las decisiones de los inversionistas. Además, las políticas de EE.UU. tienen mayores efectos en los flujos de cartera que las políticas de la zona del euro y del Reino Unido. Estos resultados podrían ser útiles para los hacedores de políticas en las EMEs como un punto de referencia para anticipar efectos diferenciados en los flujos de cartera causados por los eventos de política monetaria en las economías avanzadas.

## Referencias

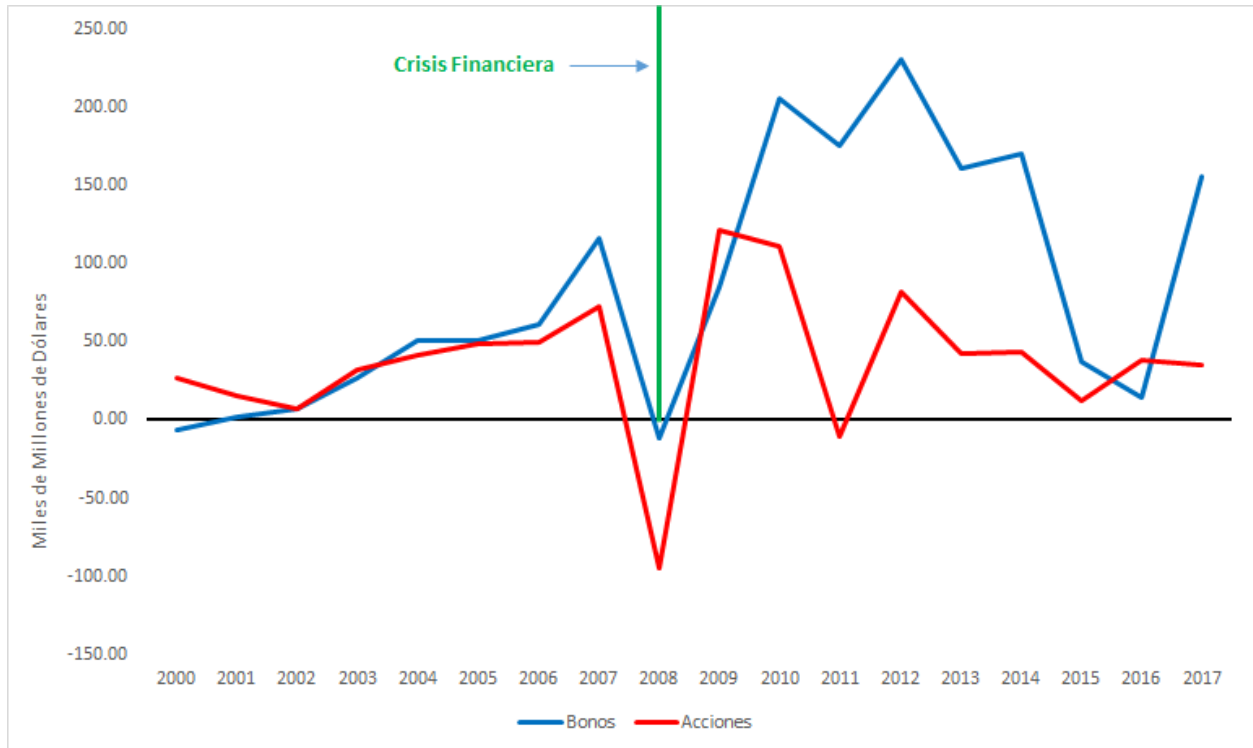
- Ahmed, S., Zlate, A., 2014. Capital flows to emerging market economies: A brave new world? *Journal of International Money and Finance* 48, 221–248. doi:10.1016/j.jimonfin.2014.05.015.
- Baek, I.M., 2006. Portfolio investment flows to asia and latin america: Pull, push or market sentiment? *Journal of Asian Economics* 17, 363–373. doi:10.1016/j.asieco.2006.02.007.
- Bowman, D., Londono, J.M., Sapriza, H., 2014. U.S. Unconventional Monetary Policy and Transmission to Emerging Market Economies. *International Finance Discussion Papers* 1109. Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.). URL: <https://ideas.repec.org/p/fip/fedgif/1109.html>.
- Byrne, J.P., Fiess, N., 2011. International Capital Flows to Emerging and Developing Countries: National and Global Determinants. *SIRE Discussion Papers* 2011-03. Scottish Institute for Research in Economics (SIRE).
- Calvo, G., Leiderman, L., Reinhart, C.M., 1993. Capital inflows and real exchange rate appreciation in latin america: The role of external factors. *IMF Staff Papers* 40, 108–151. doi:10.5089/9781451964455.001.
- Cerutti, E., Claessens, S., Puy, D., 2015. Push Factors and Capital Flows to Emerging markets: Why Knowing Your Lender Matters More Than Fundamentals. Working Paper WP/15/127. IMF.

- Chen, J., Mancini Griffoli, T., Sahay, R., 2014. Spillovers from United States Monetary Policy on Emerging Markets: Different this Time? IMF Working Paper 14/240. International Monetary Fund.
- Dahlhaus, T., Vasishtha, G., 2014. The Impact of U.S. Monetary Policy Normalization on Capital Flows to Emerging-Market Economies. Staff Working Papers 14-53. Bank of Canada. URL: <https://ideas.repec.org/p/bca/bocawp/14-53.html>.
- Driscoll, J.C., Kraay, A.C., 1998. Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data. *The Review of Economics and Statistics* 80, 549–560. doi:10.1162/003465398557825.
- Fernandez-Arias, E., 1996. The new wave of private capital inflows: Push or pull? *Journal of Development Economics* 48, 389–418. doi:10.1016/0304-3878(95)00041-0.
- Fratzscher, M., 2012. Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis. *Journal of International Economics* 88, 341–356. URL: <https://ideas.repec.org/a/eee/inecon/v88y2012i2p341-356.html>.
- Fratzscher, M., Lo Duca, M., Straub, R., 2016. On the international spillovers of us quantitative easing. *The Economic Journal* , n/a–n/a URL: <http://dx.doi.org/10.1111/eoj.12435>, doi:10.1111/eoj.12435.
- Hamilton, L., 1992. How Robust is Robust Regression? *Stata Technical Bulletin* 2. StataCorp LP.
- Hernandez-Vega, M., 2017a. Estimating capital flows to emerging market economies with heterogeneous panels. *Macroeconomic Dynamics* , 1–21 doi:10.1017/S1365100517000591.
- Hernandez-Vega, M., 2017b. Portfolio Investment and U.S. Monetary Policy Announcements: an event study analysis using high frequency data from Mexico. Working Paper Series 2017-02. Banco de Mexico.
- IMF, 2011. Recent Experiences in Managing Capital Inflows - Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework. Technical Report. International Monetary Fund.
- IMF, 2012. Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows. Technical Report. International Monetary Fund.
- Jotikasthira, C., Lundblad, C., Ramadorai, T., 2012. Asset Fire Sales and Purchases and the International Transmission of Funding Shocks. *Journal of Finance* 67, 2015–2050. URL: <https://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v67y2012i6p2015-2050.html>.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R., 1992. The impact of institutional trading on stock prices. *Journal of Financial Economics* 32, 23–43.
- Lim, J.J., Mohapatra, S., Stocker, M., 2014. Tinker, Taper, QE, Bye ? The Effect of Quantitative Easing on Financial Flows to Developing Countries. Policy Research Working Paper Series 6820. The World Bank. URL: <https://ideas.repec.org/p/wbk/wbrwps/6820.html>.

- Lo Duca, M., 2012. Modelling the Time Varying Determinants of Portfolio Flows to Emerging Markets. Working Paper Series 1468. European Central Bank. URL: <https://ideas.repec.org/p/ecb/ecbwps/20121468.html>.
- Montiel, P., Reinhart, C.M., 1999. Do capital controls and macroeconomic policies influence the volume and composition of capital flows? evidence from the 1990s. *Journal of International Money and Finance* 18, 619–635. doi:10.1016/s0261-5606(99)00021-2.
- Moore, J., Nam, S., Suh, M., Tepper, A., 2013. Estimating the Impacts of U.S. LSAPs on Emerging Market Economies' Local Currency Bond Markets. Staff Reports 595. Federal Reserve Bank of New York.
- Park, K.Y., Um, J.Y., 2016. Spillover Effects of United States' Unconventional Monetary Policy on Korean Bond Markets: Evidence from High-Frequency Data. *The Developing Economies* 54, 27–58. URL: <http://dx.doi.org/10.1111/deve.12095>, doi:10.1111/deve.12095.
- Pesaran, M.H., Smith, R., 1995. Estimating long-run relationships from dynamic heterogeneous panels. *Journal of Econometrics* 68, 79–113. doi:10.1016/0304-4076(94)01644-f.
- Sahay, R., Arora, V., Arvanitis, T., 2014. Emerging Market Volatility: Lessons from the Taper Tantrum. IMF Staff Discussion Note SDN/14/09. IMF.
- Sias, R.W., 2004. Institutional herding. *The Review of Financial Studies* 17, 165–206.
- Taylor, M.P., Sarno, L., 1997. Capital flows to developing countries: Long- and short-term determinants. *World Bank Economic Review* 11, 451–70. doi:10.1093/wber/11.3.451.

## 6. Figuras and Tablas

Figura 1: Flujos de Cartera Brutos a Economías Emergentes



Muestra: Brasil, Chile, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Israel, México, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Bonos, Tailandia and Turquía.

Fuente: IMF International Balance of Payments Statistics.

Figura 2: Flujos Semanales Acumulados en Bonos y Acciones a Economías Emergentes



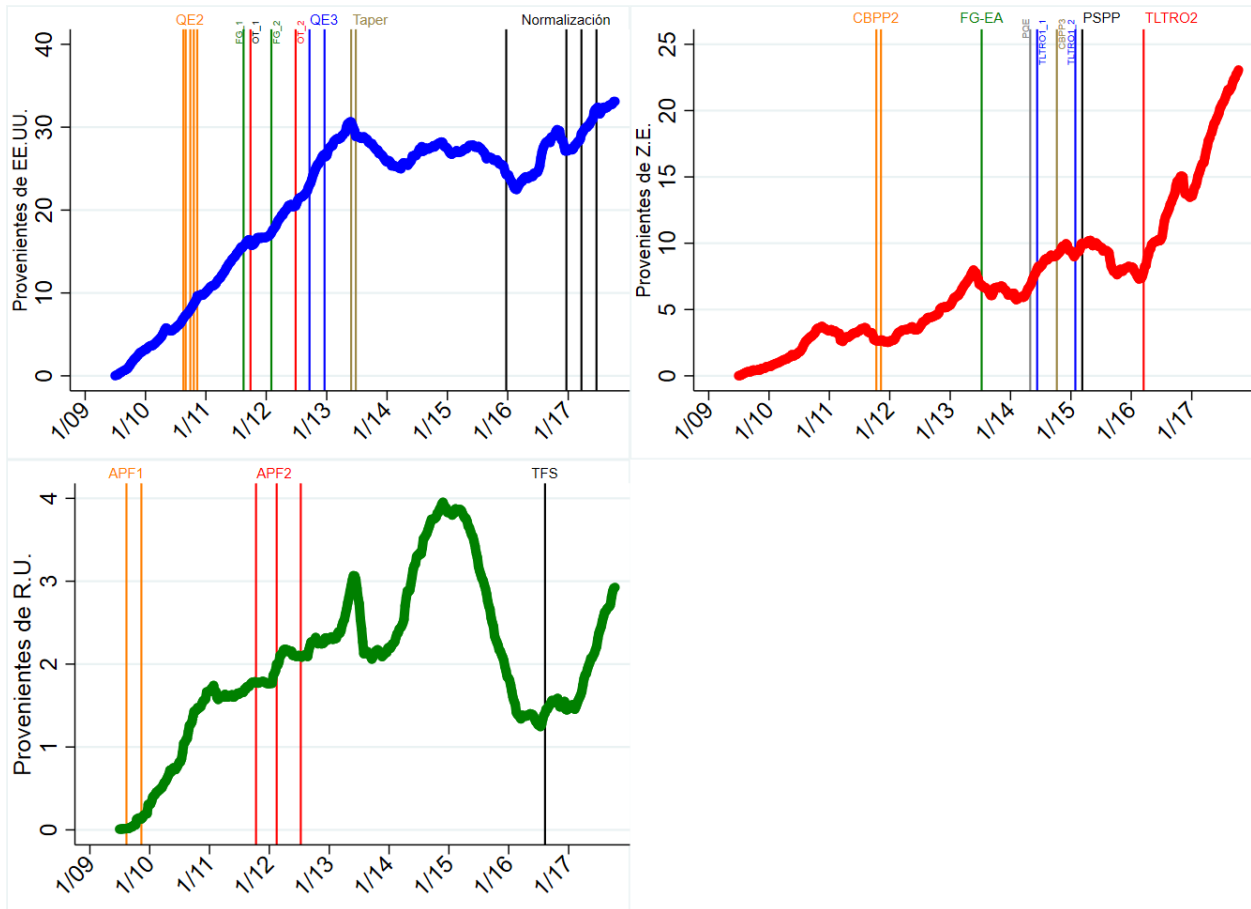
En Miles de Millones de Dólares.

Muestra: Brasil, Chile, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Israel, México, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Bonos, Tailandia and Turquía.

Fuente: EPFR.



Figura 3: Flujos Semanales Acumulados en Bonos a Economías Emergentes por Domicilio del Inversor



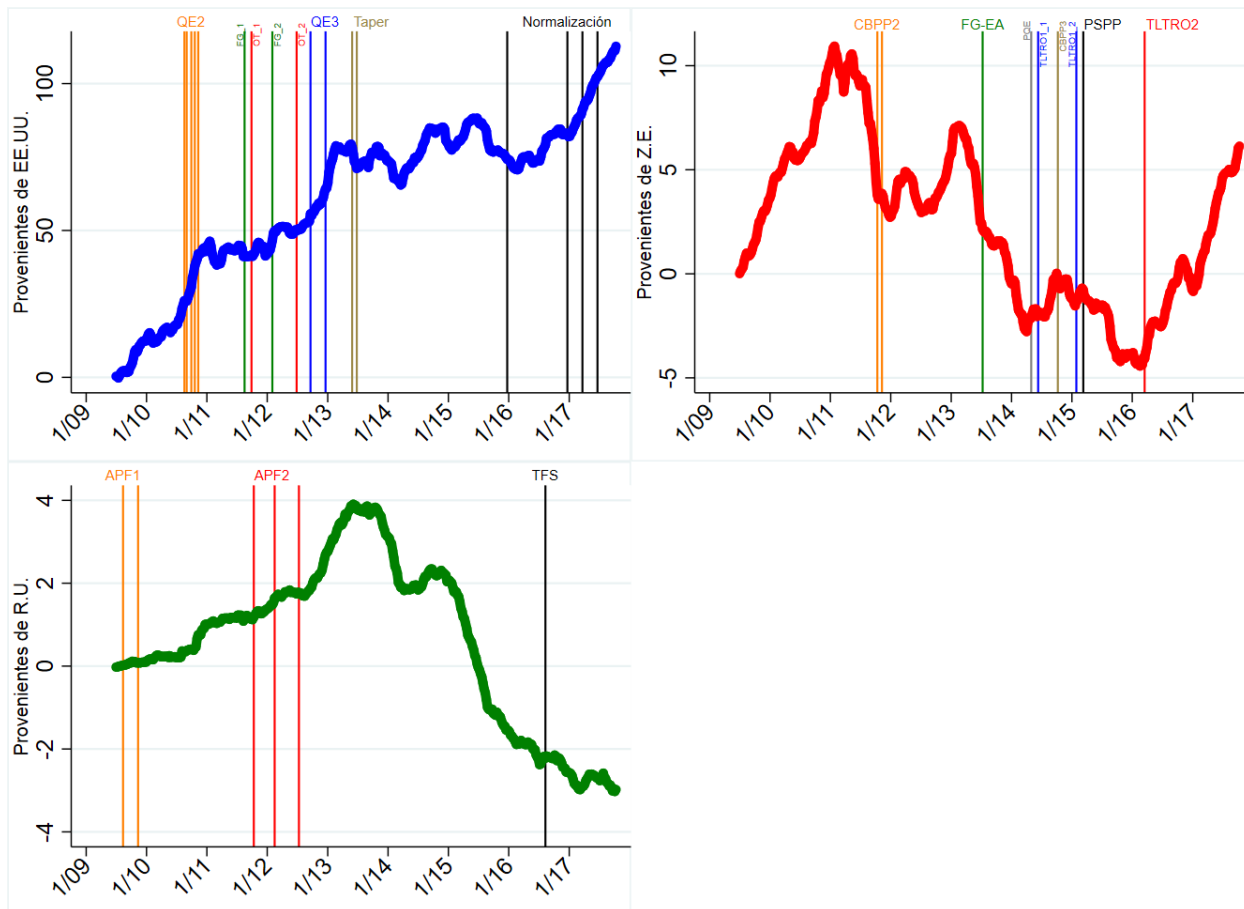
En Miles de Millones de Dólares.

Muestra: Brasil, Chile, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Israel, México, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Bonos, Tailandia and Turquía.

Las líneas verticales representan anuncios de política monetaria en el país de origen de los flujos.

Fuente: EPFR.

Figura 4: Flujos Semanales Acumulados en Acciones a Economías Emergentes por Domicilio del Inversor



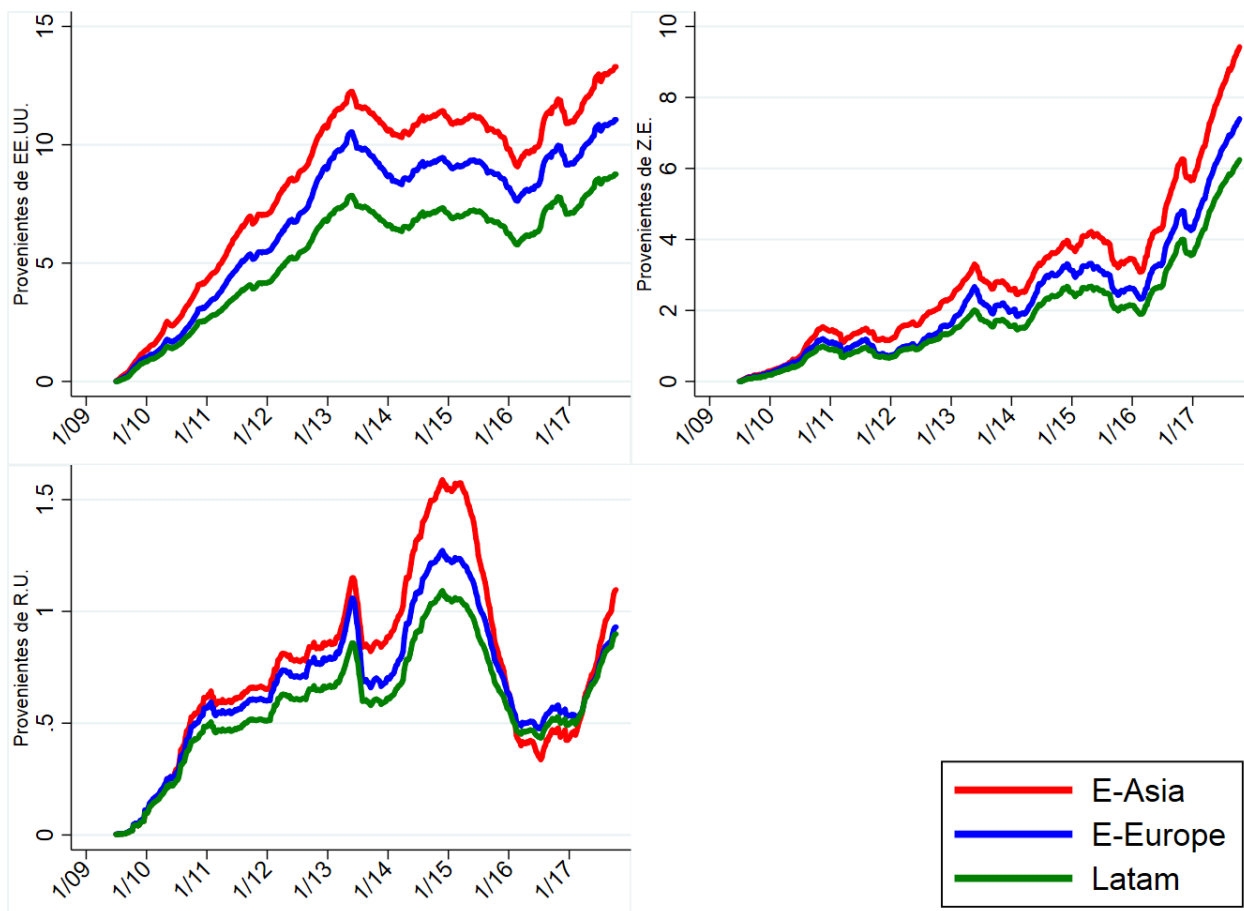
En Miles de Millones de Dólares.

Muestra: Brasil, Chile, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Israel, México, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Bonos, Tailandia and Turquía.

Las líneas verticales representan anuncios de política monetaria en el país de origen de los flujos.

Fuente: EPFR.

Figura 5: Flujos Semanales Acumulados en Bonos a Economías Emergentes por Región

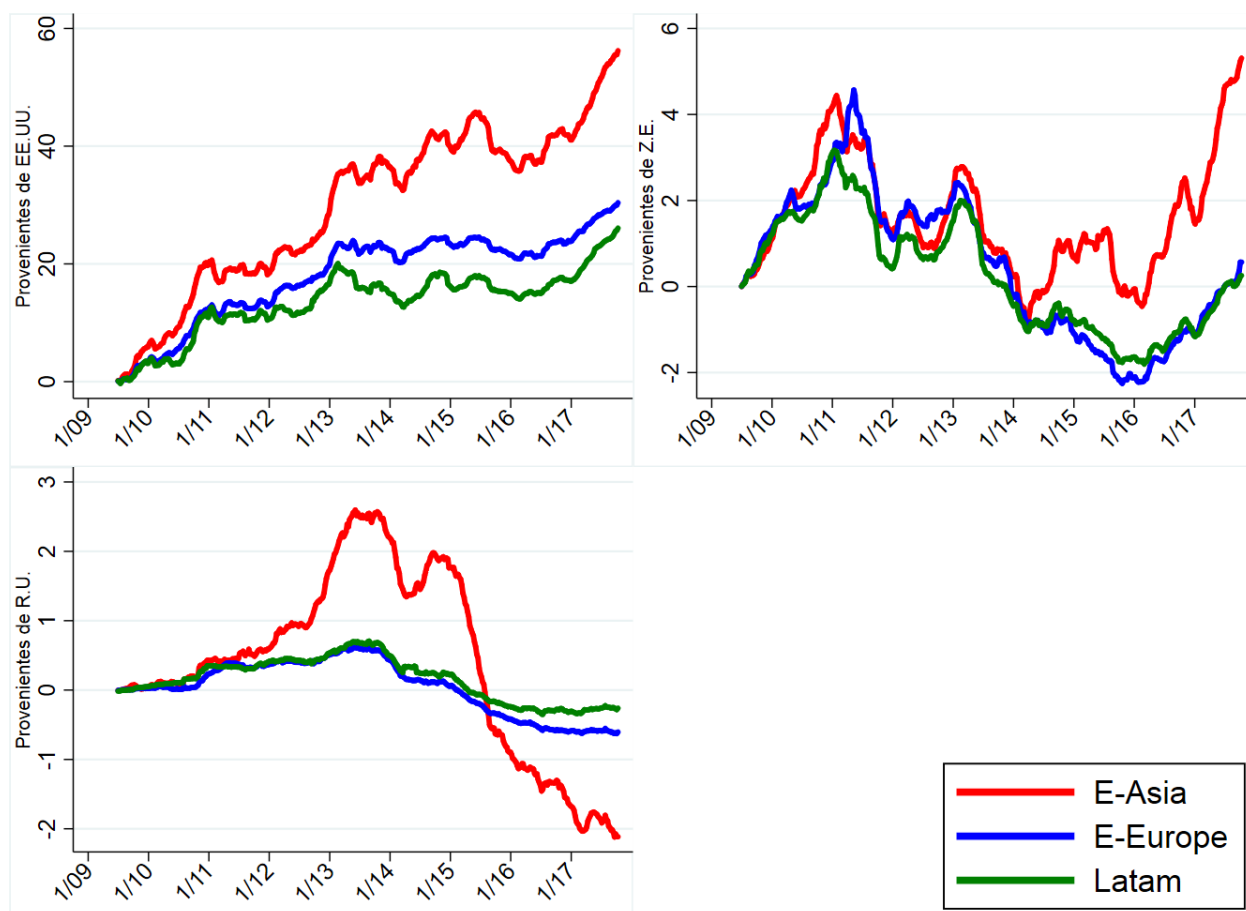


En Miles de Millones de Dólares.

Muestra: Brasil, Chile, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Israel, México, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Bonos, Tailandia and Turquía.

Fuente: EPFR.

Figura 6: Flujos Semanales Acumulados en Acciones a Economías Emergentes por Región



En Miles de Millones de Dólares.

Muestra: Brasil, Chile, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Israel, México, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Bonos, Tailandia and Turquía.

Fuente: EPFR.

Cuadro 1: Efectos de Medidas de Política Monetaria de Estados Unidos en los Flujos de Cartera a EMEs

	Bonos			Acciones		
	E-Asia	E-Europa	Latam	E-Asia	E-Europa	Latam
<b>Medidas Expansionarias</b>						
QE2_1	0.0720*** (0.0004)	0.1697*** (0.0026)	0.2417*** (0.0056)	0.0433*** (0.0000)	0.2083*** (0.0001)	0.1520*** (0.0003)
QE2_2	0.0660*** (0.0036)	0.3001*** (0.0010)	0.2731*** (0.0088)	-0.0047 (0.1612)	-0.0095 (0.5174)	-0.0048 (0.7749)
QE2_3	0.0648*** (0.0009)	0.2640*** (0.0008)	0.3058*** (0.0017)	0.0295*** (0.0000)	0.1160*** (0.0005)	0.0999*** (0.0009)
QE2_4	0.0846*** (0.0000)	0.3325*** (0.0001)	0.3409*** (0.0006)	0.0543*** (0.0000)	0.1715*** (0.0001)	0.2496*** (0.0000)
QE2_5	0.2327*** (0.0000)	0.8641*** (0.0000)	1.0302*** (0.0000)	0.0346*** (0.0000)	0.1010*** (0.0006)	0.0973*** (0.0018)
OT_1	-0.1715*** (0.0001)	-0.6119*** (0.0002)	-0.5935*** (0.0014)	0.0389*** (0.0010)	0.1689*** (0.0026)	0.3334*** (0.0016)
OT_2	-0.0197** (0.0485)	-0.0647* (0.0588)	-0.0961** (0.0320)	-0.0122*** (0.0009)	-0.1041*** (0.0004)	-0.1120*** (0.0010)
FG_1	0.0562 (0.1010)	0.2811** (0.0232)	0.1967 (0.1439)	0.0290*** (0.0030)	0.1198** (0.0132)	0.0581 (0.1990)
FG_2	0.0647*** (0.0006)	0.2533*** (0.0009)	0.1869*** (0.0043)	0.0318*** (0.0000)	0.1684*** (0.0002)	0.1510*** (0.0002)
QE3_1	0.0893*** (0.0000)	0.4116*** (0.0001)	0.2887*** (0.0003)	0.0360*** (0.0000)	0.1932*** (0.0000)	0.3937*** (0.0000)
QE3_2	0.0044 (0.5505)	0.0750* (0.0564)	-0.0335 (0.3461)	0.0572*** (0.0000)	0.1034*** (0.0003)	-0.0220 (0.1785)
<b>Medidas de Apretamiento</b>						
Taper_1	-0.0225** (0.0148)	-0.0882** (0.0320)	-0.0831** (0.0224)	-0.0211*** (0.0001)	-0.0874*** (0.0008)	-0.1931*** (0.0002)
Taper_2	-0.2376*** (0.0000)	-1.0206*** (0.0000)	-0.3831*** (0.0001)	-0.0324*** (0.0000)	-0.2687*** (0.0000)	0.0709* (0.0517)
Norm_1	-0.0791*** (0.0003)	-0.3092*** (0.0011)	-0.2048*** (0.0047)	-0.0226*** (0.0001)	-0.1487*** (0.0002)	0.0438* (0.0629)
Norm_2	-0.0232** (0.0140)	-0.0996** (0.0227)	-0.0808** (0.0442)	-0.0236*** (0.0000)	-0.1033*** (0.0003)	-0.0761** (0.0112)
Norm_3	0.0799*** (0.0003)	0.3720*** (0.0012)	0.2399*** (0.0017)	0.0284*** (0.0001)	0.2261*** (0.0001)	0.2372*** (0.0004)
Norm_4	-0.0047 (0.5991)	-0.0476 (0.2622)	-0.0940** (0.0370)	-0.0011 (0.6663)	-0.0382** (0.0366)	0.0078 (0.7069)
<b>Factores de Atracción y de Empuje</b>						
FX <sub>t-1</sub>	-0.0125*** (0.0091)	-0.0213** (0.0138)	-0.0405** (0.0218)	-0.0058*** (0.0094)	-0.0149*** (0.0041)	-0.0311*** (0.0053)
Interest-Rate-Diff <sub>t-1</sub>	0.0065** (0.0232)	0.0095** (0.0416)	-0.0544** (0.0176)			

Continúa en la página siguiente

**Cuadro 1 – continúa de la página anterior**

	<b>Bonos</b>			<b>Acciones</b>		
	E-Asia	E-Europa	Latam	E-Asia	E-Europa	Latam
Stock <sub>t-1</sub>				0.5758*** (0.0000)	2.2788*** (0.0003)	3.4676*** (0.0019)
VIX <sub>t-1</sub>	0.0024* (0.0764)	0.0052 (0.1417)	0.0111* (0.0614)	0.0000 (0.9804)	0.0000 (0.9879)	-0.0034* (0.0885)
WTI <sub>t-1</sub>	0.0031** (0.0278)	0.0091* (0.0755)	0.0060 (0.1339)	0.0008** (0.0285)	0.0037* (0.0568)	0.0034 (0.1578)
Num. de Observaciones	3017	2113	2150	3017	2113	2150
Num. de Países	7	5	5	7	5	5

Efectos fijos incluidos pero no reportados.

Driscoll and Kraay (1998) errores estándar robustos que corrigen por correlación serial, heterocedasticidad and dependencia de corte transversal en los residuales.

P-valores in paréntesis. \* significativo al 10% \*\* significativo al 5% \*\*\* significativo al 1%.

Cuadro 2: Efectos de Medidas de Política Monetaria de Z.E. en los Flujos de Cartera a EMEs

	<b>Bonos</b>			<b>Acciones</b>		
	E-Asia	E-Europa	Latam	E-Asia	E-Europa	Latam
CBPP2_1	-0.0266 (0.1232)	-0.0136 (0.8154)	-0.0948 (0.2112)	-0.0097*** (0.0044)	-0.0942*** (0.0036)	-0.0891*** (0.0010)
CBPP2_2	0.0029 (0.7855)	0.0746* (0.0867)	0.0024 (0.9553)	0.0052*** (0.0070)	0.0105 (0.3337)	-0.0152* (0.0735)
FG_Z.E.	-0.0247*** (0.0013)	-0.0858*** (0.0074)	-0.0839*** (0.0068)	-0.0092*** (0.0000)	-0.0471*** (0.0002)	-0.0361*** (0.0014)
PQE	0.0288*** (0.0001)	0.0522** (0.0272)	-0.0101 (0.3488)	0.0013* (0.0551)	0.0056 (0.1801)	0.0104** (0.0326)
CBPP3	0.0087** (0.0432)	0.0434** (0.0368)	-0.0028 (0.8123)	-0.0019** (0.0240)	-0.0294*** (0.0010)	-0.0558*** (0.0002)
TLTRO1_1	0.0297*** (0.0002)	0.4569*** (0.0000)	-0.0030 (0.8141)	0.0031*** (0.0029)	0.0145** (0.0248)	0.0037 (0.4062)
TLTRO1_2	0.0298*** (0.0004)	0.1851*** (0.0004)	-0.0119 (0.4860)	0.0050*** (0.0001)	-0.0046 (0.3326)	0.0061* (0.0897)
PSPP	0.0054 (0.1282)	0.0390* (0.0594)	-0.0160 (0.1486)	-0.0019*** (0.0092)	-0.0033 (0.4038)	-0.0095 (0.1424)
TLTRO2	0.0194** (0.0421)	0.1294*** (0.0091)	0.0212 (0.4843)	-0.0050*** (0.0015)	-0.0516*** (0.0008)	-0.0264** (0.0133)
<b>Factores de Atracción y de Empuje</b>						
$FX_{t-1}$	-0.0107*** (0.0012)	-0.0227*** (0.0069)	-0.0285*** (0.0072)	-0.0020*** (0.0019)	-0.0050** (0.0111)	-0.0073** (0.0138)
Interest-Rate-Diff $_{t-1}$	-0.0015* (0.0823)	0.0014 (0.4681)	-0.0133* (0.0720)			
Stocks $_{t-1}$				0.0901*** (0.0003)	0.4854*** (0.0026)	0.6097*** (0.0044)
VIX $_{t-1}$	-0.0003 (0.5779)	-0.0051* (0.0781)	-0.0005 (0.8363)	-0.0002* (0.0755)	-0.0010 (0.1812)	-0.0010* (0.0799)
WTI $_{t-1}$	0.0002 (0.8141)	0.0000 (0.9891)	-0.0002 (0.9525)	0.0001 (0.3795)	0.0010 (0.1018)	0.0004 (0.4478)
Num. de Observaciones	3017	2113	2150	3017	2113	2150
Num. de Países	7	5	5	7	5	5

Efectos fijos incluidos pero no reportados.

Driscoll and Kraay (1998) errores estándar robustos que corrigen por correlación serial, heterocedasticidad and dependencia de corte transversal en los residuales.

P-valores in paréntesis. \* significativo al 10% \*\* significativo al 5% \*\*\* significativo al 1%.

Cuadro 3: Efectos de Medidas de Política Monetaria de R.U. en los Flujos de Cartera a EMEs

	<b>Bonos</b>			<b>Acciones</b>		
	E-Asia	E-Europa	Latam	E-Asia	E-Europa	Latam
APF1_2	-0.0066** (0.0357)	-0.0221** (0.0456)	-0.0426** (0.0185)	0.0006** (0.0273)	-0.0006 (0.3529)	0.0005 (0.5602)
APF1_3	-0.0139*** (0.0011)	-0.0369*** (0.0083)	-0.0879*** (0.0017)	-0.0006** (0.0161)	-0.0011 (0.1256)	-0.0007 (0.4235)
APF2_1	-0.0148** (0.0211)	-0.0410* (0.0598)	-0.0643** (0.0309)	0.0008* (0.0776)	0.0004 (0.7083)	0.0113*** (0.0011)
APF2_2	0.0386*** (0.0000)	0.1254*** (0.0000)	0.1293*** (0.0000)	0.0065*** (0.0000)	0.0043*** (0.0010)	0.0033*** (0.0083)
APF2_3	-0.0110*** (0.0011)	-0.0341*** (0.0076)	-0.0371*** (0.0032)	0.0010*** (0.0056)	-0.0076*** (0.0002)	-0.0034** (0.0110)
TFS	-0.0006 (0.7794)	0.0078 (0.3400)	0.0199** (0.0410)	-0.0018*** (0.0015)	-0.0049*** (0.0026)	0.0084*** (0.0018)
<b>Factores de Atracción y de Empuje</b>						
FX <sub>t-1</sub>	-0.0022** (0.0140)	-0.0030* (0.0726)	-0.0052** (0.0297)	-0.0002* (0.0550)	-0.0003 (0.1609)	-0.0006 (0.1380)
Interest-Rate-Diff <sub>t-1</sub>	0.0007** (0.0279)	0.0004 (0.4678)	-0.0086** (0.0181)			
Stocks <sub>t-1</sub>				0.0223*** (0.0055)	0.0559*** (0.0086)	0.0468* (0.0847)
VIX <sub>t-1</sub>	0.0003 (0.1659)	0.0007 (0.3448)	0.0016 (0.1009)	0.0000 (0.2319)	0.0001** (0.0366)	0.0001 (0.1577)
WTI <sub>t-1</sub>	0.0001 (0.6218)	0.0006 (0.5196)	0.0004 (0.6545)	0.0000 (0.8799)	0.0001 (0.5219)	0.0000 (0.8104)
Num. de Observaciones	3017	2113	2150	3017	2113	2150
Num. de Países	7	5	5	7	5	5

Efectos fijos incluidos pero no reportados.

Driscoll and Kraay (1998) errores estándar robustos que corrigen por correlación serial, heteroscedasticidad and dependencia de corte transversal en los residuales.

P-valores in parenthesis. \* significativo al 10% \*\* significativo al 5% \*\*\* significativo al 1%.



Cuadro 4: Efectos de Medidas de Política Monetaria de Economías Avanzadas en los Flujos Provenientes de EE.UU. a EMEs

	<b>Bonos</b>			<b>Acciones</b>		
	E-Asia	E-Europa	Latam	E-Asia	E-Europa	Latam
<b>Medidas Expansionarias de EE.UU.</b>						
QE2_1	0.0724*** (0.0004)	0.1718*** (0.0027)	0.2437*** (0.0061)	0.0433*** (0.0000)	0.2087*** (0.0001)	0.1549*** (0.0003)
QE2_2	0.0665*** (0.0037)	0.3001*** (0.0011)	0.2741*** (0.0094)	-0.0044 (0.2049)	-0.0080 (0.6008)	-0.0007 (0.9673)
QE2_3	0.0652*** (0.0009)	0.2668*** (0.0008)	0.3070*** (0.0018)	0.0300*** (0.0000)	0.1177*** (0.0005)	0.1026*** (0.0008)
QE2_4	0.0849*** (0.0000)	0.3354*** (0.0001)	0.3428*** (0.0006)	0.0544*** (0.0000)	0.1724*** (0.0001)	0.2516*** (0.0000)
QE2_5	0.2332*** (0.0000)	0.8664*** (0.0000)	1.0315*** (0.0000)	0.0349*** (0.0000)	0.1016*** (0.0006)	0.0996*** (0.0017)
OT_1	-0.1711*** (0.0001)	-0.6127*** (0.0003)	-0.5965*** (0.0014)	0.0379*** (0.0014)	0.1682*** (0.0030)	0.3380*** (0.0015)
OT_2	-0.0193* (0.0555)	-0.0613* (0.0693)	-0.0946** (0.0371)	-0.0120*** (0.0013)	-0.1032*** (0.0004)	-0.1102*** (0.0013)
FG_1	0.0565* (0.0982)	0.2782** (0.0247)	0.1945 (0.1506)	0.0294*** (0.0035)	0.1233** (0.0138)	0.0661 (0.1522)
FG_2	0.0652*** (0.0007)	0.2585*** (0.0008)	0.1888*** (0.0046)	0.0320*** (0.0000)	0.1704*** (0.0002)	0.1531*** (0.0002)
QE3_1	0.0895*** (0.0000)	0.4154*** (0.0001)	0.2904*** (0.0003)	0.0365*** (0.0000)	0.1942*** (0.0000)	0.3946*** (0.0000)
QE3_2	0.0043 (0.5662)	0.0755* (0.0575)	-0.0316 (0.3731)	0.0575*** (0.0000)	0.1048*** (0.0002)	-0.0210 (0.1968)
<b>Medidas de Apretamiento de EE.UU.</b>						
Taper_1	-0.0229** (0.0150)	-0.0900** (0.0321)	-0.0840** (0.0230)	-0.0211*** (0.0001)	-0.0878*** (0.0008)	-0.1944*** (0.0002)
Taper_2	-0.2377*** (0.0000)	-1.0183*** (0.0000)	-0.3822*** (0.0001)	-0.0330*** (0.0000)	-0.2698*** (0.0000)	0.0709* (0.0581)
Norm_1	-0.0792*** (0.0003)	-0.3113*** (0.0012)	-0.2066*** (0.0044)	-0.0220*** (0.0001)	-0.1464*** (0.0002)	0.0456* (0.0558)
Norm_2	-0.0233** (0.0138)	-0.0992** (0.0237)	-0.0794** (0.0458)	-0.0236*** (0.0000)	-0.1034*** (0.0004)	-0.0765** (0.0121)
Norm_3	0.0794*** (0.0004)	0.3707*** (0.0013)	0.2391*** (0.0018)	0.0291*** (0.0001)	0.2289*** (0.0001)	0.2365*** (0.0005)
Norm_4	-0.0052 (0.5731)	-0.0487 (0.2634)	-0.0934** (0.0384)	-0.0008 (0.7719)	-0.0371** (0.0415)	0.0065 (0.7574)
<b>Medidas de Política Monetaria de Z.E.</b>						
CBPP2_1	-0.0571 (0.1009)	-0.1589* (0.0888)	-0.2594* (0.0838)	-0.0031 (0.6568)	0.0330 (0.3579)	0.1655** (0.0106)
CBPP2_2	0.0222 (0.2560)	0.2353*** (0.0042)	0.1361 (0.1266)	-0.0027 (0.6117)	0.0429 (0.1023)	0.0931** (0.0163)

Continúa en la página siguiente

Cuadro 4 – continúa de la página anterior

	Bonos			Acciones		
	E-Asia	E-Europa	Latam	E-Asia	E-Europa	Latam
FG_Z.E.	-0.0816*** (0.0000)	-0.2785*** (0.0003)	-0.2400*** (0.0009)	-0.0294*** (0.0000)	-0.0980*** (0.0005)	-0.0309 (0.1522)
PQE	-0.0424*** (0.0010)	-0.1489*** (0.0063)	-0.0952*** (0.0087)	0.0048** (0.0459)	0.0482*** (0.0072)	-0.0264 (0.1088)
CBPP3	0.0226*** (0.0084)	0.1058** (0.0123)	-0.0391* (0.0864)	-0.0223*** (0.0001)	-0.0727*** (0.0018)	-0.1564*** (0.0005)
TLTRO1_1	-0.0148 (0.1190)	-0.0359 (0.3199)	-0.0709** (0.0436)	0.0511*** (0.0000)	0.0791*** (0.0015)	0.0338* (0.0889)
TLTRO1_2	-0.0658*** (0.0003)	-0.1782*** (0.0025)	-0.1959*** (0.0030)	0.0226*** (0.0000)	0.0287** (0.0441)	-0.0456** (0.0138)
PSPP	-0.0700*** (0.0000)	-0.2860*** (0.0006)	-0.1110*** (0.0040)	-0.0139*** (0.0003)	-0.0943*** (0.0009)	0.0957** (0.0150)
TLTRO2	-0.0531*** (0.0042)	-0.1466** (0.0142)	-0.1859** (0.0105)	0.0065 (0.1468)	0.0245 (0.1721)	0.1346*** (0.0038)
<b>Medidas de Política Monetaria de R.U.</b>						
APF1_2	0.0417** (0.0225)	-0.0228 (0.5266)	0.1908** (0.0315)	0.0167*** (0.0057)	-0.1311*** (0.0014)	-0.0096 (0.6412)
APF1_3	0.1131*** (0.0003)	0.1757*** (0.0091)	0.3154*** (0.0096)	0.0201*** (0.0013)	0.0621** (0.0195)	0.0703** (0.0290)
APF2_2	0.0542*** (0.0007)	0.1783*** (0.0026)	0.1778*** (0.0046)	0.0159*** (0.0004)	0.1054*** (0.0003)	-0.0375** (0.0395)
APF2_3	0.1377*** (0.0000)	0.6668*** (0.0000)	0.4321*** (0.0002)	-0.0080** (0.0419)	0.0165 (0.2109)	-0.0233 (0.1948)
TFS	0.0239* (0.0669)	0.1385** (0.0317)	0.1532*** (0.0081)	0.0131*** (0.0056)	0.0877*** (0.0032)	0.1095*** (0.0051)
<b>Factores de Atracción y de Empuje</b>						
FX <sub>t-1</sub>	-0.0122** (0.0133)	-0.0198** (0.0174)	-0.0392** (0.0253)	-0.0058** (0.0107)	-0.0146*** (0.0042)	-0.0306*** (0.0057)
Interest-Rate-Diff <sub>t-1</sub>	0.0065** (0.0215)	0.0095** (0.0379)	-0.0537** (0.0179)			
Stocks <sub>t-1</sub>				0.5574*** (0.0000)	2.2579*** (0.0003)	3.4571*** (0.0022)
VIX <sub>t-1</sub>	0.0024* (0.0850)	0.0050 (0.1622)	0.0110* (0.0678)	0.0000 (0.9893)	-0.0001 (0.9694)	-0.0037* (0.0683)
WTI <sub>t-1</sub>	0.0030** (0.0295)	0.0090* (0.0798)	0.0060 (0.1327)	0.0009** (0.0263)	0.0040** (0.0455)	0.0035 (0.1569)
Num. de Observaciones	3017	2113	2150	3017	2113	2150
Num. de Países	7	5	5	7	5	5

Efectos fijos incluidos pero no reportados.

Driscoll and Kraay (1998) errores estándar robustos que corrigen por correlación serial, heterocedasticidad and dependencia de corte transversal en los residuales.

P-valores en paréntesis. \* significativo al 10% \*\* significativo al 5% \*\*\* significativo al 1%.

**Cuadro 5: Efectos de Medidas de Política Monetaria de Economías Avanzadas en los Flujos Provenientes de Z.E. a EMEs**

	<b>Bonos</b>			<b>Acciones</b>		
	E-Asia	E-Europa	Latam	E-Asia	E-Europa	Latam
<b>Medidas Expansionarias de EE.UU.</b>						
QE2_1	0.0361*** (0.0003)	0.0341 (0.1303)	0.0599** (0.0427)	0.0024** (0.0118)	0.0025 (0.6591)	0.0102** (0.0338)
QE2_2	0.0451*** (0.0004)	0.0915** (0.0180)	0.1038** (0.0143)	0.0058*** (0.0008)	0.0295** (0.0101)	0.0061 (0.2192)
QE2_3	0.0270*** (0.0013)	0.0931** (0.0102)	0.1302*** (0.0017)	0.0201*** (0.0000)	0.0527*** (0.0002)	0.0513*** (0.0001)
QE2_4	0.0543*** (0.0000)	0.1427*** (0.0009)	0.1963*** (0.0003)	0.0061*** (0.0000)	0.0700*** (0.0000)	0.0625*** (0.0000)
QE2_5	0.0227*** (0.0027)	0.0677** (0.0154)	0.0880** (0.0106)	0.0050*** (0.0001)	0.0250*** (0.0031)	0.0374*** (0.0002)
OT_1	-0.1387*** (0.0000)	-0.5751*** (0.0001)	-0.5667*** (0.0001)	-0.0148*** (0.0002)	-0.0607*** (0.0092)	-0.0447** (0.0154)
OT_2	0.0381*** (0.0000)	0.1405*** (0.0009)	0.0960*** (0.0024)	-0.0041*** (0.0002)	-0.0238*** (0.0032)	0.0124** (0.0168)
FG_1	-0.0732*** (0.0012)	-0.2881*** (0.0055)	-0.3790*** (0.0016)	-0.0011 (0.6498)	-0.0898*** (0.0035)	-0.0336** (0.0347)
FG_2	0.0362*** (0.0002)	0.0095 (0.6473)	0.0501** (0.0260)	0.0081*** (0.0000)	0.0533*** (0.0003)	0.0508*** (0.0001)
QE3_1	-0.0087** (0.0309)	-0.0547** (0.0263)	-0.0303** (0.0498)	0.0011* (0.0740)	0.0225*** (0.0053)	0.0281*** (0.0016)
QE3_2	0.0139*** (0.0059)	0.0253 (0.2021)	0.0209 (0.1590)	0.0078*** (0.0000)	0.0538*** (0.0001)	0.0361*** (0.0005)
<b>Medidas de Apretamiento de EE.UU.</b>						
Taper_1	-0.0449*** (0.0000)	-0.2767*** (0.0001)	-0.0581*** (0.0088)	-0.0056*** (0.0001)	-0.0448*** (0.0002)	-0.0342*** (0.0010)
Taper_2	-0.1359*** (0.0000)	-0.5836*** (0.0000)	-0.1738*** (0.0002)	-0.0133*** (0.0000)	-0.0468*** (0.0010)	-0.0814*** (0.0002)
Norm_1	-0.0111* (0.0782)	-0.0378 (0.1892)	-0.0189 (0.3914)	0.0037*** (0.0036)	-0.0008 (0.8784)	0.0201*** (0.0090)
Norm_2	-0.0550*** (0.0000)	-0.2760*** (0.0001)	-0.1584*** (0.0004)	-0.0094*** (0.0000)	-0.0513*** (0.0002)	-0.0827*** (0.0000)
Norm_3	0.0311*** (0.0038)	0.1762*** (0.0048)	0.1208*** (0.0089)	0.0057*** (0.0005)	0.0450*** (0.0013)	0.0418*** (0.0013)
Norm_4	0.0226*** (0.0033)	0.1129*** (0.0078)	0.0837*** (0.0083)	0.0028*** (0.0068)	0.0167** (0.0251)	0.0367*** (0.0009)
<b>Medidas de Política Monetaria de Z.E.</b>						
CBPP2_1	-0.0294* (0.0712)	-0.0324 (0.5453)	-0.1229* (0.0913)	-0.0090*** (0.0053)	-0.0946*** (0.0030)	-0.0884*** (0.0008)
CBPP2_2	0.0041 (0.6859)	0.0677* (0.0971)	-0.0014 (0.9725)	0.0053*** (0.0051)	0.0096 (0.3559)	-0.0150* (0.0704)

Continúa en la página siguiente

Cuadro 5 – continúa de la página anterior

	Bonos			Acciones		
	E-Asia	E-Europa	Latam	E-Asia	E-Europa	Latam
FG_Z.E.	-0.0231*** (0.0016)	-0.0866*** (0.0067)	-0.0777*** (0.0084)	-0.0094*** (0.0000)	-0.0467*** (0.0002)	-0.0370*** (0.0012)
PQE	0.0287*** (0.0001)	0.0532** (0.0247)	-0.0068 (0.4963)	0.0012* (0.0638)	0.0058 (0.1674)	0.0110** (0.0244)
CBPP3	0.0068* (0.0909)	0.0393** (0.0462)	-0.0055 (0.6346)	-0.0024*** (0.0077)	-0.0305*** (0.0008)	-0.0567*** (0.0001)
TLTRO1_1	0.0294*** (0.0002)	0.4564*** (0.0000)	0.0029 (0.8010)	0.0032*** (0.0019)	0.0153** (0.0196)	0.0058 (0.2101)
TLTRO1_2	0.0305*** (0.0003)	0.1782*** (0.0003)	-0.0145 (0.3845)	0.0055*** (0.0001)	-0.0040 (0.4085)	0.0076** (0.0453)
PSPP	0.0054 (0.1235)	0.0385* (0.0620)	-0.0152 (0.1636)	-0.0019*** (0.0081)	-0.0041 (0.3101)	-0.0111* (0.0883)
TLTRO2	0.0224** (0.0269)	0.1326*** (0.0088)	0.0309 (0.3326)	-0.0049*** (0.0019)	-0.0501*** (0.0011)	-0.0261** (0.0136)
<b>Medidas de Política Monetaria de R.U.</b>						
APF1_2	0.0444*** (0.0014)	0.0667* (0.0618)	0.2161*** (0.0031)	0.0050*** (0.0019)	0.0436*** (0.0030)	0.0375*** (0.0015)
APF1_3	0.0119 (0.1438)	0.1000** (0.0157)	0.0157 (0.6420)	0.0081*** (0.0003)	0.0489*** (0.0031)	0.0247*** (0.0082)
APF2_2	0.0686*** (0.0000)	0.1557*** (0.0006)	0.1745*** (0.0002)	0.0057*** (0.0000)	0.0554*** (0.0001)	0.0386*** (0.0002)
APF2_3	0.0378*** (0.0005)	0.1604*** (0.0012)	0.0941*** (0.0094)	0.0004 (0.5934)	-0.0192** (0.0127)	0.0061 (0.2147)
TFS	0.0051 (0.4299)	0.0129 (0.6717)	0.0517* (0.0812)	0.0042*** (0.0014)	0.0033 (0.5604)	0.0265*** (0.0038)
<b>Factores de Atracción y de Empuje</b>						
FX <sub>t-1</sub>	-0.0083*** (0.0043)	-0.0203*** (0.0086)	-0.0246*** (0.0065)	-0.0017*** (0.0026)	-0.0043** (0.0157)	-0.0067** (0.0164)
Interest-Rate-Diff <sub>t-1</sub>	-0.0015* (0.0601)	0.0006 (0.7132)	-0.0116* (0.0961)			
Stocks <sub>t-1</sub>				0.0733*** (0.0010)	0.4332*** (0.0044)	0.5483*** (0.0059)
VIX <sub>t-1</sub>	-0.0002 (0.6692)	-0.0045* (0.0857)	0.0004 (0.8567)	-0.0002* (0.0578)	-0.0010 (0.1877)	-0.0009* (0.0773)
WTI <sub>t-1</sub>	0.0002 (0.7760)	0.0001 (0.9664)	-0.0004 (0.8933)	0.0001 (0.1619)	0.0011* (0.0912)	0.0006 (0.2781)
Num. de Observaciones	3017	2113	2150	3017	2113	2150
Num. de Países	7	5	5	7	5	5

Efectos fijos incluidos pero no reportados.

Driscoll and Kraay (1998) errores estándar robustos que corrigen por correlación serial, heterocedasticidad and dependencia de corte transversal en los residuales.

P-valores en paréntesis. \* significativo al 10% \*\* significativo al 5% \*\*\* significativo al 1%.

Cuadro 6: Efectos de Medidas de Política Monetaria de Economías Avanzadas en los Flujos Provenientes de R.U. a EMEs

	<b>Bonos</b>			<b>Acciones</b>		
	E-Asia	E-Europa	Latam	E-Asia	E-Europa	Latam
<b>Medidas Expansionarias de EE.UU.</b>						
QE2_1	0.0036* (0.0876)	0.0108 (0.1360)	0.0073 (0.4117)	0.0004** (0.0429)	0.0002 (0.6635)	0.0002 (0.7387)
QE2_2	0.0445*** (0.0000)	0.1623*** (0.0000)	0.2046*** (0.0000)	0.0020*** (0.0000)	-0.0005 (0.4222)	0.0007 (0.4041)
QE2_3	0.0396*** (0.0000)	0.1415*** (0.0000)	0.1798*** (0.0000)	-0.0004* (0.0782)	0.0012* (0.0790)	0.0007 (0.3295)
QE2_4	0.0133*** (0.0001)	0.0489*** (0.0008)	0.0482*** (0.0015)	0.0012*** (0.0002)	0.0075*** (0.0001)	0.0075*** (0.0001)
QE2_5	0.0003 (0.8713)	0.0050 (0.4007)	-0.0027 (0.6982)	0.0018*** (0.0000)	0.0103*** (0.0000)	0.0088*** (0.0001)
OT_1	-0.0070* (0.0510)	-0.0223* (0.0931)	-0.0343* (0.0573)	0.0006 (0.2464)	0.0018 (0.1548)	0.0037* (0.0712)
OT_2	-0.0020 (0.2130)	-0.0050 (0.4075)	-0.0133* (0.0676)	-0.0017*** (0.0000)	0.0001 (0.8982)	-0.0026** (0.0119)
FG_1	0.0103* (0.0628)	0.0531** (0.0310)	0.0356 (0.1105)	0.0026*** (0.0019)	0.0114*** (0.0009)	0.0051* (0.0638)
FG_2	0.0064** (0.0121)	0.0266** (0.0138)	0.0207** (0.0221)	0.0001 (0.6923)	0.0015* (0.0589)	-0.0064*** (0.0007)
QE3_1	-0.0065*** (0.0020)	-0.0250** (0.0114)	-0.0247*** (0.0030)	0.0023*** (0.0001)	0.0025*** (0.0077)	0.0054*** (0.0021)
QE3_2	-0.0125*** (0.0001)	-0.0605*** (0.0003)	-0.0591*** (0.0004)	0.0040*** (0.0000)	0.0086*** (0.0001)	0.0130*** (0.0001)
<b>Medidas de Apretamiento de EE.UU.</b>						
Taper_1	0.0120*** (0.0001)	0.0535*** (0.0006)	0.0034 (0.4561)	0.0011*** (0.0065)	0.0019** (0.0273)	0.0011 (0.2689)
Taper_2	-0.0382*** (0.0000)	-0.1748*** (0.0000)	-0.0586*** (0.0001)	-0.0015*** (0.0023)	-0.0033** (0.0184)	-0.0050** (0.0118)
Norm_1	-0.0138*** (0.0003)	-0.0566*** (0.0010)	-0.0339*** (0.0059)	-0.0004 (0.1241)	0.0005 (0.4773)	0.0008 (0.4418)
Norm_2	-0.0041** (0.0188)	-0.0236** (0.0124)	-0.0046 (0.3390)	-0.0011*** (0.0053)	0.0049*** (0.0007)	0.0104*** (0.0003)
Norm_3	0.0042* (0.0901)	0.0163 (0.1013)	0.0279** (0.0222)	0.0008* (0.0595)	0.0025** (0.0375)	0.0157*** (0.0002)
Norm_4	0.0023 (0.2040)	0.0113 (0.1558)	0.0146* (0.0566)	0.0009** (0.0279)	0.0054*** (0.0012)	0.0056*** (0.0038)
<b>Medidas de Política Monetaria de Z.E.</b>						
CBPP2_1	-0.0135** (0.0287)	-0.0353* (0.0830)	-0.0595** (0.0363)	0.0010** (0.0475)	0.0009 (0.4222)	0.0117*** (0.0012)
CBPP2_2	-0.0083** (0.0366)	-0.0171 (0.1320)	-0.0375** (0.0491)	0.0001 (0.7551)	-0.0005 (0.5471)	0.0020* (0.0888)

Continúa en la página siguiente

Cuadro 6 – continúa de la página anterior

	Bonos			Acciones		
	E-Asia	E-Europa	Latam	E-Asia	E-Europa	Latam
FG_Z.E.	-0.0601*** (0.0000)	-0.2692*** (0.0000)	-0.0866*** (0.0001)	0.0000 (0.8557)	0.0003 (0.5651)	0.0022* (0.0531)
PQE	-0.0052*** (0.0048)	-0.0191** (0.0195)	-0.0106** (0.0375)	0.0003 (0.2619)	-0.0018** (0.0272)	-0.0022** (0.0345)
CBPP3	0.0000 (0.9821)	-0.0035 (0.4793)	-0.0088* (0.0579)	-0.0006* (0.0694)	-0.0024** (0.0128)	-0.0035*** (0.0091)
TLTRO1_1	0.0038** (0.0317)	0.0157* (0.0511)	-0.0039 (0.3979)	0.0029*** (0.0001)	0.0048*** (0.0014)	-0.0438*** (0.0000)
TLTRO1_2	0.0011 (0.5026)	0.0056 (0.2721)	-0.0173** (0.0342)	-0.0034*** (0.0000)	-0.0098*** (0.0001)	-0.0155*** (0.0000)
PSPP	-0.0018 (0.1832)	-0.0115* (0.0740)	-0.0062 (0.1218)	-0.0037*** (0.0000)	-0.0068*** (0.0003)	-0.0127*** (0.0002)
TLTRO2	-0.0124*** (0.0014)	-0.0379*** (0.0090)	-0.0325** (0.0189)	-0.0004 (0.2411)	0.0045*** (0.0038)	0.0267*** (0.0000)
<b>Medidas de Política Monetaria de R.U.</b>						
APF1_2	-0.0070** (0.0262)	-0.0236** (0.0325)	-0.0429** (0.0185)	0.0006** (0.0349)	-0.0005 (0.4591)	0.0008 (0.2963)
APF1_3	-0.0135*** (0.0012)	-0.0350*** (0.0094)	-0.0856*** (0.0018)	-0.0006** (0.0224)	-0.0009 (0.1828)	-0.0005 (0.5775)
APF2_2	0.0388*** (0.0000)	0.1256*** (0.0000)	0.1302*** (0.0000)	0.0065*** (0.0000)	0.0045*** (0.0010)	0.0036*** (0.0064)
APF2_3	-0.0116*** (0.0006)	-0.0372*** (0.0036)	-0.0387*** (0.0029)	0.0010*** (0.0078)	-0.0076*** (0.0002)	-0.0031** (0.0127)
TFS	0.0001 (0.9798)	0.0096 (0.2528)	0.0216** (0.0307)	-0.0017*** (0.0019)	-0.0046*** (0.0034)	0.0083*** (0.0015)
<b>Factores de Atracción y de Empuje</b>						
FX <sub>t-1</sub>	-0.0021** (0.0154)	-0.0030* (0.0722)	-0.0050** (0.0307)	-0.0002* (0.0566)	-0.0002 (0.2295)	-0.0004 (0.2371)
Interest-Rate-Diff <sub>t-1</sub>	0.0006** (0.0337)	0.0005 (0.3453)	-0.0085** (0.0186)			
Stocks <sub>t-1</sub>				0.0218*** (0.0075)	0.0545** (0.0102)	0.0484* (0.0786)
VIX <sub>t-1</sub>	0.0002 (0.2269)	0.0005 (0.4913)	0.0015 (0.1223)	0.0000 (0.2931)	0.0001* (0.0548)	0.0001 (0.2364)
WTI <sub>t-1</sub>	0.0002 (0.2793)	0.0011 (0.2155)	0.0008 (0.3709)	0.0000 (0.6548)	0.0001 (0.3455)	0.0000 (0.8151)
Num. de Observaciones	3017	2113	2150	3017	2113	2150
Num. de Países	7	5	5	7	5	5

Efectos fijos incluidos pero no reportados.

Driscoll and Kraay (1998) errores estándar robustos que corrigen por correlación serial, heterocedasticidad and dependencia de corte transversal en los residuales.

P-valores en paréntesis. \* significativo al 10% \*\* significativo al 5% \*\*\* significativo al 1%.

**Cuadro 7: Efectos de Medidas de Política Monetaria de Economías Avanzadas en los Flujos Provenientes de EE.UU. a EMEs**

	<b>Bonos</b>			<b>Acciones</b>		
	E-Asia	E-Europa	Latam	E-Asia	E-Europa	Latam
<b>Medidas Expansionarias de EE.UU.</b>						
QE2_1	0.0724*** (0.0092)	0.1718** (0.0413)	0.2437 (0.2226)	0.0433** (0.0125)	0.2087** (0.0191)	0.1549 (0.2685)
QE2_2	0.0665*** (0.0075)	0.3001** (0.0265)	0.2741 (0.2726)	-0.0044 (0.4690)	-0.0080 (0.5057)	-0.0007 (0.9881)
QE2_3	0.0652** (0.0161)	0.2668** (0.0245)	0.3070 (0.2326)	0.0300** (0.0382)	0.1177** (0.0183)	0.1026 (0.5089)
QE2_4	0.0849** (0.0180)	0.3354** (0.0158)	0.3428 (0.1959)	0.0544** (0.0118)	0.1724** (0.0136)	0.2516 (0.3260)
QE2_5	0.2332** (0.0383)	0.8664*** (0.0057)	1.0315 (0.1595)	0.0349** (0.0216)	0.1016* (0.0772)	0.0996 (0.3701)
OT_1	-0.1711** (0.0385)	-0.6127** (0.0147)	-0.5965 (0.1058)	0.0379 (0.1065)	0.1682 (0.1145)	0.3380 (0.1699)
OT_2	-0.0193* (0.0589)	-0.0613 (0.2552)	-0.0946 (0.3194)	-0.0120 (0.1844)	-0.1032 (0.1414)	-0.1102 (0.2021)
FG_1	0.0565* (0.0614)	0.2782*** (0.0054)	0.1945** (0.0295)	0.0294*** (0.0100)	0.1233* (0.0630)	0.0661 (0.2043)
FG_2	0.0652* (0.0816)	0.2585** (0.0228)	0.1888 (0.1164)	0.0320** (0.0470)	0.1704 (0.1347)	0.1531 (0.2150)
QE3_1	0.0895* (0.0695)	0.4154** (0.0222)	0.2904** (0.0494)	0.0365* (0.0590)	0.1942** (0.0277)	0.3946 (0.3882)
QE3_2	0.0043 (0.5036)	0.0755** (0.0268)	-0.0316 (0.7008)	0.0575* (0.0513)	0.1048*** (0.0081)	-0.0210 (0.5568)
<b>Medidas de Apretamiento de EE.UU.</b>						
Taper_1	-0.0229* (0.0720)	-0.0900* (0.0641)	-0.0840 (0.3987)	-0.0211*** (0.0033)	-0.0878** (0.0419)	-0.1944 (0.3196)
Taper_2	-0.2377** (0.0258)	-1.0183** (0.0195)	-0.3822 (0.1237)	-0.0330* (0.0518)	-0.2698** (0.0183)	0.0709 (0.7231)
Norm_1	-0.0792** (0.0205)	-0.3113*** (0.0086)	-0.2066*** (0.0098)	-0.0220* (0.0846)	-0.1464 (0.1044)	0.0456 (0.8667)
Norm_2	-0.0233** (0.0397)	-0.0992** (0.0276)	-0.0794* (0.0977)	-0.0236* (0.0548)	-0.1034* (0.0683)	-0.0765 (0.2274)
Norm_3	0.0794* (0.0817)	0.3707*** (0.0084)	0.2391 (0.1129)	0.0291* (0.0840)	0.2289** (0.0292)	0.2365 (0.1671)
Norm_4	-0.0052 (0.4661)	-0.0487* (0.0555)	-0.0934 (0.2496)	-0.0008 (0.9401)	-0.0371 (0.5921)	0.0065 (0.2418)
<b>Medidas de Política Monetaria de Z.E.</b>						
CBPP2_1	-0.0571* (0.0819)	-0.1589 (0.1095)	-0.2594 (0.2631)	-0.0031 (0.6638)	0.0330 (0.4397)	0.1655 (0.3668)
CBPP2_2	0.0222 (0.5278)	0.2353** (0.0202)	0.1361* (0.0934)	-0.0027 (0.2815)	0.0429 (0.3490)	0.0931 (0.2677)

Continúa en la página siguiente

Cuadro 7 – continúa de la página anterior

	Bonos			Acciones		
	E-Asia	E-Europa	Latam	E-Asia	E-Europa	Latam
FG_Z.E.	-0.0816** (0.0108)	-0.2785*** (0.0088)	-0.2400 (0.1608)	-0.0294** (0.0286)	-0.0980** (0.0403)	-0.0309 (0.3344)
PQE	-0.0424** (0.0251)	-0.1489** (0.0149)	-0.0952 (0.1228)	0.0048 (0.1361)	0.0482 (0.3455)	-0.0264 (0.6610)
CBPP3	0.0226** (0.0234)	0.1058*** (0.0029)	-0.0391** (0.0470)	-0.0223* (0.0745)	-0.0727 (0.2692)	-0.1564 (0.5701)
TLTRO1_1	-0.0148 (0.1329)	-0.0359 (0.4029)	-0.0709** (0.0278)	0.0511 (0.1631)	0.0791** (0.0190)	0.0338 (0.4182)
TLTRO1_2	-0.0658** (0.0119)	-0.1782** (0.0362)	-0.1959* (0.0997)	0.0226 (0.2479)	0.0287 (0.6299)	-0.0456 (0.5848)
PSPF	-0.0700** (0.0178)	-0.2860*** (0.0085)	-0.1110*** (0.0028)	-0.0139* (0.0573)	-0.0943* (0.0947)	0.0957 (0.1762)
TLTRO2	-0.0531** (0.0182)	-0.1466*** (0.0055)	-0.1859* (0.0950)	0.0065 (0.2052)	0.0245 (0.3127)	0.1346 (0.1935)
<b>Medidas de Política Monetaria de R.U.</b>						
APF1_2	0.0417** (0.0497)	-0.0228 (0.5683)	0.1908 (0.2625)	0.0167 (0.2351)	-0.1311** (0.0300)	-0.0096 (0.8484)
APF1_3	0.1131** (0.0147)	0.1757** (0.0184)	0.3154 (0.1113)	0.0201** (0.0276)	0.0621** (0.0129)	0.0703 (0.1329)
APF2_2	0.0542* (0.0678)	0.1783** (0.0306)	0.1778* (0.0687)	0.0159** (0.0186)	0.1054* (0.0760)	-0.0375 (0.2875)
APF2_3	0.1377 (0.1014)	0.6668** (0.0203)	0.4321 (0.1055)	-0.0080 (0.3645)	0.0165 (0.4653)	-0.0233 (0.2599)
TFS	0.0239 (0.2822)	0.1385*** (0.0055)	0.1532 (0.1954)	0.0131* (0.0937)	0.0877** (0.0345)	0.1095 (0.1274)
<b>Factores de Atracción y de Empuje</b>						
FX <sub>t-1</sub>	-0.0122* (0.0544)	-0.0198*** (0.0019)	-0.0392* (0.0933)	-0.0058* (0.0639)	-0.0146** (0.0216)	-0.0306* (0.0955)
Interest-Rate-Diff <sub>t-1</sub>	0.0065 (0.4294)	0.0095 (0.7014)	-0.0537 (0.1553)			
Stocks <sub>t-1</sub>				0.5574** (0.0163)	2.2579** (0.0289)	3.4571 (0.1661)
VIX <sub>t-1</sub>	0.0024** (0.0254)	0.0050** (0.0302)	0.0110 (0.1683)	0.0000 (0.9735)	-0.0001 (0.8536)	-0.0037 (0.1741)
WTI <sub>t-1</sub>	0.0030** (0.0133)	0.0090** (0.0117)	0.0060* (0.0684)	0.0009*** (0.0068)	0.0040** (0.0203)	0.0035 (0.2631)
Num. de Observaciones	3017	2113	2150	3017	2113	2150
Num. de Países	7	5	5	7	5	5

Efectos fijos incluidos pero no reportados.

Errores estándar robustos que corrigen por heterocedasticidad.

P-valores en paréntesis. \* significativo al 10% \*\* significativo al 5% \*\*\* significativo al 1%.



**Cuadro 8: Efectos de Medidas de Política Monetaria de Economías Avanzadas en los Flujos  
Provenientes de Z.E. a EMEs**

	<b>Bonos</b>			<b>Acciones</b>		
	E-Asia	E-Europa	Latam	E-Asia	E-Europa	Latam
<b>Medidas Expansionarias de EE.UU.</b>						
QE2_1	0.0361*** (0.0050)	0.0341 (0.3619)	0.0599 (0.5219)	0.0024** (0.0236)	0.0025 (0.4458)	0.0102 (0.3901)
QE2_2	0.0451*** (0.0060)	0.0915 (0.1743)	0.1038 (0.3750)	0.0058 (0.1341)	0.0295** (0.0419)	0.0061 (0.5508)
QE2_3	0.0270** (0.0409)	0.0931** (0.0213)	0.1302 (0.1344)	0.0201* (0.0524)	0.0527 (0.1016)	0.0513 (0.1300)
QE2_4	0.0543** (0.0144)	0.1427*** (0.0090)	0.1963 (0.1201)	0.0061** (0.0271)	0.0700 (0.1034)	0.0625 (0.2207)
QE2_5	0.0227** (0.0109)	0.0677*** (0.0048)	0.0880** (0.0391)	0.0050** (0.0173)	0.0250* (0.0672)	0.0374 (0.2317)
OT_1	-0.1387** (0.0404)	-0.5751** (0.0202)	-0.5667 (0.1055)	-0.0148 (0.1718)	-0.0607** (0.0214)	-0.0447 (0.1834)
OT_2	0.0381* (0.0554)	0.1405** (0.0149)	0.0960 (0.1125)	-0.0041** (0.0485)	-0.0238 (0.1074)	0.0124 (0.6578)
FG_1	-0.0732** (0.0357)	-0.2881** (0.0426)	-0.3790 (0.1179)	-0.0011 (0.3994)	-0.0898 (0.3142)	-0.0336 (0.2402)
FG_2	0.0362* (0.0511)	0.0095 (0.8685)	0.0501 (0.4621)	0.0081** (0.0236)	0.0533 (0.2058)	0.0508 (0.4038)
QE3_1	-0.0087** (0.0218)	-0.0547** (0.0230)	-0.0303 (0.1751)	0.0011 (0.6072)	0.0225 (0.1408)	0.0281 (0.4066)
QE3_2	0.0139** (0.0133)	0.0253* (0.0946)	0.0209 (0.3605)	0.0078*** (0.0098)	0.0538** (0.0368)	0.0361 (0.1343)
<b>Medidas de Apretamiento de EE.UU.</b>						
Taper_1	-0.0449** (0.0346)	-0.2767** (0.0460)	-0.0581 (0.1843)	-0.0056** (0.0132)	-0.0448** (0.0180)	-0.0342 (0.2524)
Taper_2	-0.1359** (0.0117)	-0.5836** (0.0289)	-0.1738* (0.0666)	-0.0133** (0.0188)	-0.0468* (0.0540)	-0.0814 (0.2112)
Norm_1	-0.0111** (0.0370)	-0.0378 (0.2544)	-0.0189** (0.0465)	0.0037* (0.0648)	-0.0008 (0.9818)	0.0201 (0.2144)
Norm_2	-0.0550* (0.0514)	-0.2760*** (0.0033)	-0.1584* (0.0763)	-0.0094* (0.0709)	-0.0513* (0.0764)	-0.0827 (0.1092)
Norm_3	0.0311* (0.0748)	0.1762*** (0.0085)	0.1208 (0.1111)	0.0057** (0.0175)	0.0450* (0.0537)	0.0418 (0.1688)
Norm_4	0.0226* (0.0778)	0.1129** (0.0470)	0.0837 (0.1469)	0.0028* (0.0716)	0.0167* (0.0624)	0.0367 (0.1213)
<b>Medidas de Política Monetaria de Z.E.</b>						
CBPP2_1	-0.0294** (0.0146)	-0.0324 (0.2307)	-0.1229 (0.1861)	-0.0090** (0.0102)	-0.0946 (0.1935)	-0.0884 (0.2823)
CBPP2_2	0.0041 (0.7168)	0.0677** (0.0440)	-0.0014 (0.9255)	0.0053 (0.1430)	0.0096 (0.3895)	-0.0150 (0.3836)

Continúa en la página siguiente

Cuadro 8 – continua de la página anterior

	Bonos			Acciones		
	E-Asia	E-Europa	Latam	E-Asia	E-Europa	Latam
FG_Z.E.	-0.0231** (0.0130)	-0.0866** (0.0168)	-0.0777* (0.0847)	-0.0094** (0.0468)	-0.0467* (0.0728)	-0.0370 (0.1667)
PQE	0.0287** (0.0296)	0.0532*** (0.0016)	-0.0068 (0.5509)	0.0012 (0.1102)	0.0058 (0.6614)	0.0110 (0.4846)
CBPP3	0.0068 (0.1824)	0.0393 (0.1637)	-0.0055 (0.5143)	-0.0024* (0.0926)	-0.0305** (0.0153)	-0.0567 (0.4444)
TLTRO1_1	0.0294** (0.0161)	0.4564** (0.0499)	0.0029 (0.8785)	0.0032** (0.0323)	0.0153 (0.2071)	0.0058 (0.7319)
TLTRO1_2	0.0305** (0.0329)	0.1782** (0.0122)	-0.0145 (0.4891)	0.0055 (0.2976)	-0.0040 (0.7634)	0.0076 (0.6366)
PSPP	0.0054 (0.1703)	0.0385 (0.4757)	-0.0152 (0.1811)	-0.0019 (0.1865)	-0.0041 (0.7164)	-0.0111 (0.3254)
TLTRO2	0.0224 (0.1811)	0.1326*** (0.0060)	0.0309** (0.0322)	-0.0049** (0.0283)	-0.0501* (0.0509)	-0.0261 (0.5796)
<b>Medidas de Política Monetaria de R.U.</b>						
APF1_2	0.0444** (0.0148)	0.0667*** (0.0044)	0.2161 (0.1049)	0.0050** (0.0334)	0.0436* (0.0536)	0.0375* (0.0906)
APF1_3	0.0119 (0.1185)	0.1000* (0.0626)	0.0157 (0.4242)	0.0081** (0.0177)	0.0489 (0.1223)	0.0247 (0.4369)
APF2_2	0.0686** (0.0169)	0.1557*** (0.0073)	0.1745 (0.1211)	0.0057 (0.1116)	0.0554 (0.1585)	0.0386 (0.4526)
APF2_3	0.0378* (0.0534)	0.1604** (0.0180)	0.0941* (0.0737)	0.0004 (0.7945)	-0.0192 (0.2868)	0.0061 (0.7130)
TFS	0.0051 (0.3110)	0.0129 (0.4912)	0.0517 (0.1212)	0.0042* (0.0523)	0.0033 (0.8900)	0.0265** (0.0326)
<b>Factores de Atracción y de Empuje</b>						
FX <sub>t-1</sub>	-0.0083** (0.0432)	-0.0203*** (0.0034)	-0.0246* (0.0818)	-0.0017 (0.1070)	-0.0043** (0.0420)	-0.0067 (0.1411)
Interest-Rate-Diff <sub>t-1</sub>	-0.0015 (0.4187)	0.0006 (0.8318)	-0.0116 (0.1829)			
Stocks <sub>t-1</sub>				0.0733** (0.0295)	0.4332 (0.1747)	0.5483 (0.1452)
VIX <sub>t-1</sub>	-0.0002 (0.5574)	-0.0045*** (0.0069)	0.0004 (0.7550)	-0.0002** (0.0313)	-0.0010** (0.0257)	-0.0009 (0.1130)
WTI <sub>t-1</sub>	0.0002 (0.2484)	0.0001 (0.8765)	-0.0004 (0.4822)	0.0001** (0.0286)	0.0011 (0.1005)	0.0006 (0.2187)
Num. de Observaciones	3017	2113	2150	3017	2113	2150
Num. de Países	7	5	5	7	5	5

Efectos fijos incluidos pero no reportados

Errores estándar robustos que corrigen por heterocedasticidad.

P-valores en paréntesis. \* significativo al 10% \*\* significativo al 5% \*\*\* significativo al 1%.

Cuadro 9: Efectos de Medidas de Política Monetaria de Economías Avanzadas en los Flujos Provenientes de R.U. a EMEs

	<b>Bonos</b>			<b>Acciones</b>		
	E-Asia	E-Europa	Latam	E-Asia	E-Europa	Latam
<b>Medidas Expansionarias de EE.UU.</b>						
QE2_1	0.0036** (0.0189)	0.0108** (0.0295)	0.0073 (0.3979)	0.0004 (0.4252)	0.0002 (0.5607)	0.0002 (0.6504)
QE2_2	0.0445** (0.0269)	0.1623** (0.0154)	0.2046 (0.1535)	0.0020 (0.5968)	-0.0005 (0.5673)	0.0007 (0.4263)
QE2_3	0.0396** (0.0362)	0.1415** (0.0131)	0.1798 (0.1366)	-0.0004 (0.1458)	0.0012* (0.0861)	0.0007 (0.1450)
QE2_4	0.0133** (0.0338)	0.0489** (0.0122)	0.0482 (0.1525)	0.0012* (0.0689)	0.0075 (0.1807)	0.0075 (0.2827)
QE2_5	0.0003 (0.8311)	0.0050** (0.0455)	-0.0027 (0.1990)	0.0018** (0.0413)	0.0103* (0.0830)	0.0088 (0.2258)
OT_1	-0.0070 (0.1239)	-0.0223** (0.0399)	-0.0343 (0.2130)	0.0006*** (0.0097)	0.0018 (0.2905)	0.0037 (0.1001)
OT_2	-0.0020* (0.0678)	-0.0050 (0.3587)	-0.0133 (0.3981)	-0.0017*** (0.0038)	0.0001 (0.9044)	-0.0026 (0.2462)
FG_1	0.0103* (0.0832)	0.0531*** (0.0047)	0.0356** (0.0293)	0.0026* (0.0564)	0.0114 (0.1833)	0.0051 (0.1222)
FG_2	0.0064 (0.2188)	0.0266** (0.0296)	0.0207 (0.1303)	0.0001 (0.6596)	0.0015 (0.3737)	-0.0064 (0.1710)
QE3_1	-0.0065** (0.0331)	-0.0250** (0.0311)	-0.0247 (0.2624)	0.0023** (0.0417)	0.0025 (0.4745)	0.0054 (0.1505)
QE3_2	-0.0125** (0.0280)	-0.0605** (0.0150)	-0.0591 (0.1830)	0.0040** (0.0308)	0.0086* (0.0518)	0.0130 (0.1386)
<b>Medidas de Apretamiento de EE.UU.</b>						
Taper_1	0.0120** (0.0430)	0.0535* (0.0923)	0.0034 (0.6346)	0.0011** (0.0159)	0.0019 (0.1782)	0.0011 (0.1852)
Taper_2	-0.0382** (0.0339)	-0.1748** (0.0266)	-0.0586 (0.1299)	-0.0015** (0.0324)	-0.0033 (0.1497)	-0.0050 (0.1668)
Norm_1	-0.0138** (0.0309)	-0.0566** (0.0145)	-0.0339** (0.0189)	-0.0004 (0.1127)	0.0005 (0.3419)	0.0008 (0.3347)
Norm_2	-0.0041** (0.0332)	-0.0236*** (0.0083)	-0.0046 (0.2785)	-0.0011 (0.2873)	0.0049 (0.1599)	0.0104 (0.1734)
Norm_3	0.0042 (0.1095)	0.0163*** (0.0070)	0.0279 (0.1127)	0.0008 (0.1149)	0.0025** (0.0100)	0.0157 (0.1541)
Norm_4	0.0023 (0.1550)	0.0113** (0.0266)	0.0146 (0.1550)	0.0009 (0.5022)	0.0054* (0.0640)	0.0056 (0.2149)
<b>Medidas de Política Monetaria de Z.E.</b>						
CBPP2_1	-0.0135** (0.0437)	-0.0353* (0.0746)	-0.0595 (0.2352)	0.0010* (0.0692)	0.0009 (0.6905)	0.0117 (0.1569)
CBPP2_2	-0.0083** (0.0149)	-0.0171* (0.0603)	-0.0375 (0.2306)	0.0001 (0.9176)	-0.0005 (0.8562)	0.0020* (0.0839)

Continúa en la página siguiente

Cuadro 9 – continúa de la página anterior

	Bonos			Acciones		
	E-Asia	E-Europa	Latam	E-Asia	E-Europa	Latam
FG_Z.E.	-0.0601** (0.0313)	-0.2692** (0.0257)	-0.0866 (0.1144)	0.0000 (0.9181)	0.0003 (0.8463)	0.0022 (0.2536)
PQE	-0.0052* (0.0836)	-0.0191 (0.2112)	-0.0106 (0.1369)	0.0003 (0.2615)	-0.0018 (0.1154)	-0.0022 (0.1473)
CBPP3	0.0000 (0.9639)	-0.0035 (0.3724)	-0.0088** (0.0349)	-0.0006* (0.0897)	-0.0024 (0.2119)	-0.0035 (0.2639)
TLTRO1_1	0.0038** (0.0256)	0.0157** (0.0287)	-0.0039 (0.2275)	0.0029** (0.0453)	0.0048* (0.0942)	-0.0438 (0.1241)
TLTRO1_2	0.0011 (0.4390)	0.0056 (0.5317)	-0.0173 (0.1381)	-0.0034** (0.0194)	-0.0098* (0.0678)	-0.0155 (0.1535)
PSPP	-0.0018* (0.0702)	-0.0115 (0.1703)	-0.0062 (0.1105)	-0.0037** (0.0163)	-0.0068 (0.1209)	-0.0127 (0.1471)
TLTRO2	-0.0124** (0.0144)	-0.0379** (0.0167)	-0.0325* (0.0981)	-0.0004 (0.1031)	0.0045* (0.0711)	0.0267* (0.0895)
<b>Medidas de Política Monetaria de R.U.</b>						
APF1_2	-0.0070** (0.0184)	-0.0236* (0.0591)	-0.0429 (0.1800)	0.0006 (0.1157)	-0.0005** (0.0446)	0.0008 (0.1707)
APF1_3	-0.0135** (0.0354)	-0.0350** (0.0393)	-0.0856 (0.1606)	-0.0006 (0.2058)	-0.0009* (0.0681)	-0.0005 (0.5017)
APF2_2	0.0388* (0.0531)	0.1256** (0.0119)	0.1302 (0.1173)	0.0065** (0.0454)	0.0045* (0.0568)	0.0036 (0.2881)
APF2_3	-0.0116** (0.0138)	-0.0372** (0.0214)	-0.0387 (0.2021)	0.0010 (0.2835)	-0.0076 (0.1573)	-0.0031 (0.2157)
TFS	0.0001 (0.9805)	0.0096* (0.0637)	0.0216 (0.1665)	-0.0017** (0.0380)	-0.0046* (0.0545)	0.0083 (0.1037)
<b>Factores de Atracción y de Empuje</b>						
FX <sub>t-1</sub>	-0.0021* (0.0588)	-0.0030** (0.0346)	-0.0050* (0.0775)	-0.0002** (0.0308)	-0.0002 (0.3050)	-0.0004** (0.0468)
Interest-Rate-Diff <sub>t-1</sub>	0.0006 (0.4333)	0.0005 (0.8374)	-0.0085* (0.0527)			
Stocks <sub>t-1</sub>				0.0218** (0.0276)	0.0545 (0.2255)	0.0484 (0.1989)
VIX <sub>t-1</sub>	0.0002** (0.0494)	0.0005 (0.2706)	0.0015 (0.2559)	0.0000* (0.0740)	0.0001 (0.1904)	0.0001 (0.3108)
WTI <sub>t-1</sub>	0.0002* (0.0846)	0.0011** (0.0155)	0.0008 (0.1041)	0.0000 (0.1773)	0.0001** (0.0301)	0.0000 (0.1231)
Num. de Observaciones	3017	2113	2150	3017	2113	2150
Num. de Países	7	5	5	7	5	5

Efectos fijos incluidos pero no reportados

Errores estándares robustos que corrigen por heterocedasticidad.

P-valores en paréntesis. \* significativo al 10% \*\* significativo al 5% \*\*\* significativo al 1%.

**Cuadro 10: Efectos de Medidas de Política Monetaria de Economías Avanzadas en los Flujos  
Provenientes de EE.UU. a EMEs**

	<b>Bonos</b>			<b>Acciones</b>		
	E-Asia	E-Europa	Latam	E-Asia	E-Europa	Latam
<b>Medidas Expansionarias de EE.UU.</b>						
QE2_1	0.0615** (0.0248)	0.1315 (0.1062)	0.0694 (0.2441)	0.0369** (0.0196)	0.2137*** (0.0003)	0.0490 (0.3820)
QE2_2	0.0563*** (0.0041)	0.2903*** (0.0019)	0.0652** (0.0202)	-0.0067 (0.4407)	-0.0057 (0.7390)	0.0403 (0.2205)
QE2_3	0.0617** (0.0123)	0.2249*** (0.0013)	0.1386*** (0.0002)	0.0324** (0.0260)	0.1235*** (0.0003)	-0.0112 (0.8640)
QE2_4	0.0738*** (0.0066)	0.3424*** (0.0000)	0.1342** (0.0397)	0.0550*** (0.0036)	0.1713*** (0.0006)	0.0214*** (0.0001)
QE2_5	0.2229** (0.0165)	0.8877*** (0.0000)	0.4650** (0.0212)	0.0323** (0.0169)	0.0477 (0.1440)	0.0098*** (0.0002)
OT_1	-0.1237 (0.1491)	-0.6668*** (0.0051)	-0.4484* (0.0815)	0.0369* (0.0855)	0.0999*** (0.0009)	0.0402*** (0.0000)
OT_2	-0.0351** (0.0205)	-0.1527* (0.0792)	-0.0491** (0.0119)	-0.0136 (0.1298)	-0.0424 (0.3142)	-0.0362 (0.1905)
FG_1	0.0490** (0.0302)	0.2824*** (0.0000)	0.1247*** (0.0000)	0.0281*** (0.0031)	0.1234** (0.0447)	0.0378 (0.3947)
FG_2	0.0120** (0.0153)	0.1659*** (0.0013)	0.1977* (0.0935)	0.0179** (0.0416)	0.0880* (0.0614)	0.0472 (0.4063)
QE3_1	0.0733** (0.0396)	0.2874*** (0.0073)	0.2435** (0.0107)	0.0221*** (0.0036)	0.1854*** (0.0012)	0.0195 (0.5080)
QE3_2	-0.0096 (0.1086)	-0.0327 (0.3279)	0.0094 (0.4812)	0.0497** (0.0417)	0.0854** (0.0179)	-0.0012 (0.9126)
<b>Medidas de Apretamiento de EE.UU.</b>						
Taper_1	-0.0318* (0.0825)	-0.1700*** (0.0000)	-0.0130 (0.6260)	-0.0228*** (0.0000)	-0.0482*** (0.0091)	-0.0236 (0.2930)
Taper_2	-0.2156** (0.0441)	-0.9145*** (0.0043)	-0.2005*** (0.0001)	-0.0216*** (0.0063)	-0.2546*** (0.0001)	-0.0143 (0.1133)
Norm_1	-0.0515** (0.0285)	-0.2258*** (0.0000)	-0.1614*** (0.0003)	-0.0182 (0.1118)	-0.0470*** (0.0000)	-0.0443** (0.0307)
Norm_2	-0.0190 (0.1271)	-0.0252 (0.5419)	-0.0827*** (0.0000)	-0.0224** (0.0372)	-0.0647 (0.2998)	-0.0355 (0.5261)
Norm_3	0.0633 (0.1398)	0.3738*** (0.0050)	0.1104 (0.1333)	0.0266* (0.0650)	0.2033*** (0.0085)	0.0905** (0.0141)
Norm_4	-0.0093 (0.4659)	0.0385 (0.3284)	-0.0449*** (0.0026)	0.0048 (0.3219)	0.0303*** (0.0000)	0.0096 (0.3193)
<b>Medidas de Política Monetaria de Z.E.</b>						
CBPP2_1	-0.0364 (0.4671)	-0.1052 (0.2006)	-0.0852 (0.2618)	-0.0058 (0.2870)	0.0254 (0.5122)	-0.0241 (0.2375)
CBPP2_2	0.0025 (0.6107)	0.2358*** (0.0000)	0.1411** (0.0127)	0.0001 (0.9631)	0.0161 (0.6492)	0.0039 (0.1337)

Continued on next page

Cuadro 10 – continued from previous page

	Bonos			Acciones		
	E-Asia	E-Europa	Latam	E-Asia	E-Europa	Latam
FG_Z.E.	-0.0822*** (0.0086)	-0.3147*** (0.0000)	-0.1111*** (0.0000)	-0.0296** (0.0203)	-0.1027** (0.0147)	-0.0274 (0.3290)
PQE	-0.0120*** (0.0001)	-0.1589*** (0.0000)	-0.0620* (0.0948)	0.0029 (0.3080)	0.0667 (0.1173)	0.0343 (0.3900)
CBPP3	0.0405*** (0.0008)	0.1430*** (0.0000)	-0.0070 (0.5257)	-0.0214 (0.1192)	-0.0774 (0.2948)	0.0571 (0.3747)
TLTRO1_1	-0.0065 (0.5648)	-0.0556 (0.3390)	-0.0370*** (0.0071)	0.0175 (0.1108)	0.0843*** (0.0000)	-0.0045 (0.5117)
TLTRO1_2	-0.0463** (0.0493)	-0.0398*** (0.0000)	-0.1319 (0.1342)	-0.0066 (0.3405)	0.0815* (0.0916)	-0.0083 (0.6096)
PSPP	-0.0618** (0.0381)	-0.1856*** (0.0019)	-0.0572** (0.0167)	-0.0110 (0.1024)	-0.0562*** (0.0002)	-0.0056* (0.0812)
TLTRO2	-0.0399** (0.0295)	-0.0207 (0.5401)	-0.1556* (0.0640)	0.0063 (0.2236)	0.0154 (0.3587)	0.0498 (0.2158)
<b>Medidas de Política Monetaria de R.U.</b>						
APF1_2	0.0163 (0.3209)	0.0151 (0.8066)	0.1308 (0.4012)	0.0084 (0.1638)	-0.0791** (0.0112)	-0.0063 (0.1172)
APF1_3	0.1078** (0.0134)	0.2030*** (0.0018)	0.1675*** (0.0001)	0.0115*** (0.0004)	0.0357 (0.1645)	0.0001 (0.9938)
APF2_2	0.0258 (0.2079)	0.0713 (0.1628)	0.1317 (0.1761)	0.0115** (0.0333)	0.0824 (0.1109)	-0.0023 (0.7426)
APF2_3	0.1024 (0.1361)	0.5638*** (0.0014)	0.3547* (0.0710)	-0.0111 (0.3206)	0.0165 (0.5424)	-0.0046* (0.0642)
TFS	0.0042 (0.5712)	0.2089*** (0.0000)	0.1009 (0.1157)	0.0134* (0.0854)	0.0461* (0.0794)	0.0313** (0.0138)
<b>Factores de Atracción y de Empuje</b>						
FX <sub>t-1</sub>	-0.0151** (0.0326)	-0.0164*** (0.0000)	-0.0376** (0.0434)	-0.0027*** (0.0001)	-0.0145*** (0.0032)	-0.0051*** (0.0021)
Interest-Rate-Diff <sub>t-1</sub>	0.0090 (0.5211)	-0.0067 (0.7879)	-0.0247 (0.4497)			
Stocks <sub>t-1</sub>				0.4410*** (0.0055)	2.3754** (0.0130)	3.0576* (0.0841)
VIX <sub>t-1</sub>	0.0012 (0.2278)	-0.0023 (0.4989)	0.0044*** (0.0011)	0.0001 (0.6893)	-0.0003*** (0.0000)	-0.0011 (0.2100)
WTI <sub>t-1</sub>	0.0025*** (0.0021)	0.0077** (0.0464)	0.0023*** (0.0000)	0.0008*** (0.0002)	0.0031** (0.0236)	0.0013** (0.0257)
Num. de Observaciones	3017	2113	2150	3017	2113	2150
Num. de Países	7	5	5	7	5	5

Estimador Mean Group. Efectos fijos incluidos pero no reportados.  
P-valores en paréntesis. \* significativo al 10% \*\* significativo al 5% \*\*\* significativo al 1%.

Cuadro 11: Efectos de Medidas de Política Monetaria de Economías Avanzadas en los Flujos Provenientes de Z.E. a EMEs

	Bonos			Acciones		
	E-Asia	E-Europa	Latam	E-Asia	E-Europa	Latam
<b>Medidas Expansionarias de EE.UU.</b>						
QE2_1	0.0301** (0.0106)	0.0331 (0.3757)	0.0111 (0.9078)	0.0014*** (0.0000)	0.0039* (0.0735)	0.0169 (0.1192)
QE2_2	0.0259*** (0.0078)	0.1067 (0.2300)	0.0846 (0.6350)	0.0008* (0.0888)	0.0138*** (0.0000)	0.0146* (0.0773)
QE2_3	0.0235** (0.0301)	0.0929*** (0.0003)	0.0698* (0.0937)	0.0133 (0.1814)	0.0479* (0.0760)	0.0531** (0.0446)
QE2_4	0.0463*** (0.0087)	0.1639*** (0.0000)	0.0632*** (0.0000)	0.0047*** (0.0000)	0.0170*** (0.0006)	0.0622 (0.1510)
QE2_5	0.0225*** (0.0023)	0.0727*** (0.0000)	0.0732*** (0.0053)	0.0040*** (0.0056)	0.0226** (0.0226)	0.0401 (0.1511)
OT_1	-0.1098** (0.0397)	-0.4315*** (0.0000)	-0.3315** (0.0281)	-0.0064** (0.0170)	-0.0406*** (0.0000)	-0.0472 (0.1077)
OT_2	0.0093 (0.1420)	0.1164*** (0.0001)	0.0548 (0.1923)	-0.0037** (0.0205)	-0.0250 (0.1399)	0.0116 (0.5697)
FG_1	-0.0629 (0.1049)	-0.2720*** (0.0000)	-0.3321* (0.0981)	-0.0011 (0.2584)	-0.0124 (0.3080)	-0.0363 (0.1355)
FG_2	0.0141* (0.0660)	-0.0093 (0.9093)	0.0544 (0.4270)	0.0064* (0.0685)	0.0111*** (0.0000)	0.0549 (0.3231)
QE3_1	-0.0117*** (0.0000)	-0.0393*** (0.0000)	-0.0289 (0.1694)	0.0002 (0.9199)	0.0091 (0.1516)	0.0293 (0.3372)
QE3_2	0.0141*** (0.0063)	0.0019 (0.9298)	0.0207*** (0.0000)	0.0062** (0.0162)	0.0341*** (0.0000)	0.0362* (0.0666)
<b>Medidas de Apretamiento de EE.UU.</b>						
Taper_1	-0.0406** (0.0458)	-0.2617** (0.0179)	-0.0142 (0.2261)	-0.0053*** (0.0038)	-0.0331*** (0.0000)	-0.0375 (0.1824)
Taper_2	-0.1336*** (0.0015)	-0.5186*** (0.0077)	-0.0996*** (0.0000)	-0.0112*** (0.0018)	-0.0361 (0.1264)	-0.0811 (0.1452)
Norm_1	-0.0061 (0.3467)	-0.0241 (0.4511)	-0.0057 (0.6104)	0.0024** (0.0335)	0.0259* (0.0947)	0.0256** (0.0393)
Norm_2	-0.0379** (0.0437)	-0.2741*** (0.0000)	-0.1487** (0.0473)	-0.0043 (0.1855)	-0.0507** (0.0299)	-0.0736* (0.0622)
Norm_3	0.0101 (0.2786)	0.1490*** (0.0032)	0.0523* (0.0905)	0.0050*** (0.0036)	0.0335** (0.0264)	0.0457 (0.1181)
Norm_4	0.0086 (0.1588)	0.0929** (0.0351)	0.0733 (0.1556)	0.0027* (0.0522)	0.0168*** (0.0094)	0.0387* (0.0581)
<b>Medidas de Política Monetaria de Z.E.</b>						
CBPP2_1	-0.0196*** (0.0087)	-0.0260 (0.2932)	-0.0430* (0.0814)	-0.0086*** (0.0009)	-0.0401** (0.0143)	-0.0925 (0.1994)
CBPP2_2	-0.0034 (0.5202)	0.0786*** (0.0000)	0.0051 (0.8949)	0.0026 (0.5479)	0.0080 (0.2704)	-0.0208 (0.1711)

Continued on next page

Cuadro 11 – continued from previous page

	Bonos			Acciones		
	E-Asia	E-Europa	Latam	E-Asia	E-Europa	Latam
FG_Z.E.	-0.0215*** (0.0013)	-0.1018** (0.0255)	-0.0358*** (0.0000)	-0.0037*** (0.0027)	-0.0304*** (0.0004)	-0.0365* (0.0796)
PQE	0.0295*** (0.0087)	0.0525*** (0.0000)	0.0026 (0.5010)	0.0010 (0.1723)	0.0068 (0.6037)	0.0134 (0.3269)
CBPP3	0.0120** (0.0215)	0.0303 (0.1388)	0.0076 (0.2933)	-0.0027** (0.0173)	-0.0260*** (0.0005)	-0.0643 (0.3538)
TLTRO1_1	0.0325*** (0.0014)	0.4778** (0.0485)	0.0163 (0.3855)	0.0024* (0.0645)	0.0236*** (0.0015)	0.0065 (0.7077)
TLTRO1_2	0.0288** (0.0131)	0.2088*** (0.0023)	-0.0107 (0.5834)	0.0004 (0.6678)	-0.0041 (0.7946)	0.0077 (0.5115)
PSPP	0.0047 (0.4075)	0.0098 (0.6276)	-0.0052 (0.7251)	-0.0018 (0.1533)	-0.0013 (0.7566)	-0.0155* (0.0746)
TLTRO2	0.0019 (0.3667)	0.1494*** (0.0002)	0.0165 (0.1093)	-0.0032 (0.1064)	-0.0469** (0.0489)	-0.0268 (0.5462)
<b>Medidas de Política Monetaria de R.U.</b>						
APF1_2	0.0460*** (0.0013)	0.0559*** (0.0001)	0.1152 (0.1430)	0.0035*** (0.0023)	0.0336** (0.0101)	0.0274* (0.0645)
APF1_3	0.0108 (0.1219)	0.0547*** (0.0084)	0.0015 (0.8870)	0.0076*** (0.0015)	0.0229** (0.0139)	0.0174 (0.5548)
APF2_2	0.0620*** (0.0046)	0.1309*** (0.0000)	0.1257* (0.0985)	0.0027 (0.1349)	0.0233** (0.0243)	0.0420 (0.3830)
APF2_3	0.0329* (0.0594)	0.1326*** (0.0000)	0.0875** (0.0306)	0.0015*** (0.0030)	-0.0175 (0.2724)	0.0055 (0.7327)
TFS	0.0042 (0.4597)	0.0149 (0.5037)	0.0328* (0.0764)	0.0028** (0.0103)	0.0191* (0.0887)	0.0221*** (0.0050)
<b>Factores de Atracción y de Empuje</b>						
FX <sub>t-1</sub>	-0.0104*** (0.0097)	-0.0205*** (0.0000)	-0.0261** (0.0314)	-0.0008** (0.0385)	-0.0037*** (0.0000)	-0.0044* (0.0721)
Interest-Rate-Diff <sub>t-1</sub>	-0.0015 (0.5552)	0.0128 (0.2740)	-0.0083 (0.4372)			
Stocks <sub>t-1</sub>				0.0412*** (0.0000)	0.2442*** (0.0072)	0.5199** (0.0376)
VIX <sub>t-1</sub>	-0.0001 (0.6466)	-0.0057*** (0.0006)	0.0005 (0.8313)	-0.0001*** (0.0000)	-0.0009*** (0.0004)	-0.0009** (0.0413)
WTI <sub>t-1</sub>	0.0001 (0.7586)	0.0006* (0.0937)	-0.0002 (0.3281)	0.0001*** (0.0006)	0.0004** (0.0113)	0.0009* (0.0873)
Num. de Observaciones	3017	2113	2150	3017	2113	2150
Num. de Países	7	5	5	7	5	5

Estimador Mean Group. Efectos fijos incluidos pero no reportados.  
P-valores en paréntesis. \* significativo al 10% \*\* significativo al 5% \*\*\* significativo al 1%.



**Cuadro 12: Efectos de Medidas de Política Monetaria de Economías Avanzadas en los Flujos  
Provenientes de R.U. a EMEs**

	<b>Bonos</b>			<b>Acciones</b>		
	E-Asia	E-Europa	Latam	E-Asia	E-Europa	Latam
<b>Medidas Expansionarias de EE.UU.</b>						
QE2_1	0.0019 (0.2922)	0.0068* (0.0525)	0.0091 (0.3340)	0.0000 (0.4856)	0.0004 (0.3578)	0.0000 (0.8795)
QE2_2	0.0419** (0.0136)	0.1672*** (0.0020)	0.2042* (0.0805)	-0.0005 (0.2656)	0.0003*** (0.0019)	0.0003 (0.4093)
QE2_3	0.0370** (0.0276)	0.1406*** (0.0002)	0.1819* (0.0611)	-0.0004 (0.2397)	0.0008*** (0.0000)	0.0006** (0.0129)
QE2_4	0.0106** (0.0269)	0.0449*** (0.0000)	0.0493* (0.0826)	0.0004*** (0.0001)	0.0029** (0.0163)	0.0008 (0.1648)
QE2_5	-0.0002 (0.8666)	0.0011 (0.7718)	-0.0010 (0.5909)	0.0008*** (0.0000)	0.0092* (0.0798)	0.0011*** (0.0034)
OT_1	-0.0026 (0.1860)	-0.0179* (0.0570)	-0.0338 (0.1227)	0.0003*** (0.0053)	0.0014 (0.2717)	0.0028 (0.1815)
OT_2	-0.0027** (0.0138)	-0.0077 (0.1880)	-0.0169 (0.3105)	-0.0014*** (0.0000)	0.0009*** (0.0018)	-0.0005 (0.2914)
FG_1	0.0067** (0.0407)	0.0682*** (0.0000)	0.0339*** (0.0014)	0.0016*** (0.0080)	0.0040** (0.0481)	0.0010*** (0.0001)
FG_2	0.0015 (0.4802)	0.0196* (0.0694)	0.0211** (0.0213)	0.0000 (0.9155)	0.0005*** (0.0012)	-0.0022 (0.2341)
QE3_1	-0.0063** (0.0477)	-0.0343** (0.0417)	-0.0296 (0.1758)	0.0014*** (0.0000)	0.0026 (0.5579)	0.0018 (0.1864)
QE3_2	-0.0113* (0.0716)	-0.0611*** (0.0086)	-0.0657 (0.1065)	0.0026*** (0.0001)	0.0080** (0.0185)	0.0031*** (0.0000)
<b>Medidas de Apretamiento de EE.UU.</b>						
Taper_1	0.0067** (0.0232)	0.0473* (0.0561)	-0.0029 (0.7012)	0.0007*** (0.0000)	0.0024** (0.0272)	0.0002 (0.4039)
Taper_2	-0.0326* (0.0700)	-0.1353*** (0.0025)	-0.0600* (0.0567)	-0.0013** (0.0137)	-0.0040 (0.1592)	-0.0015 (0.1341)
Norm_1	-0.0094 (0.1107)	-0.0455*** (0.0000)	-0.0268*** (0.0003)	-0.0003 (0.2751)	0.0006 (0.1432)	0.0003*** (0.0000)
Norm_2	-0.0037* (0.0795)	-0.0187*** (0.0005)	-0.0051*** (0.0000)	0.0000 (0.9747)	0.0034 (0.2769)	0.0046 (0.2296)
Norm_3	0.0009 (0.2792)	0.0160*** (0.0036)	0.0248* (0.0640)	0.0001 (0.1368)	0.0015*** (0.0001)	0.0067* (0.0879)
Norm_4	0.0003 (0.7774)	0.0110** (0.0137)	0.0123* (0.0507)	-0.0003*** (0.0003)	0.0044 (0.3207)	0.0017** (0.0101)
<b>Medidas de Política Monetaria de Z.E.</b>						
CBPP2_1	-0.0103 (0.1261)	-0.0290* (0.0815)	-0.0622 (0.1675)	0.0008 (0.1180)	0.0010 (0.6184)	0.0042 (0.2098)
CBPP2_2	-0.0071** (0.0109)	-0.0165** (0.0237)	-0.0382 (0.1828)	0.0008** (0.0111)	0.0006*** (0.0035)	0.0008*** (0.0058)

Continued on next page

Cuadro 12 – continued from previous page

	Bonos			Acciones		
	E-Asia	E-Europa	Latam	E-Asia	E-Europa	Latam
FG_Z.E.	-0.0542** (0.0354)	-0.2317*** (0.0094)	-0.0872** (0.0482)	-0.0005* (0.0719)	0.0009 (0.4836)	0.0004** (0.0160)
PQE	-0.0009 (0.4040)	-0.0173 (0.2504)	-0.0079** (0.0399)	0.0003*** (0.0032)	-0.0006** (0.0386)	-0.0006 (0.1843)
CBPP3	0.0014*** (0.0000)	0.0007 (0.6060)	-0.0046** (0.0145)	-0.0002 (0.1208)	-0.0015 (0.4058)	-0.0005*** (0.0000)
TLTRO1_1	0.0048*** (0.0034)	0.0156** (0.0230)	0.0014 (0.6865)	0.0014*** (0.0000)	0.0040 (0.1664)	-0.0196* (0.0992)
TLTRO1_2	0.0018 (0.4188)	0.0210 (0.1403)	-0.0152* (0.0742)	-0.0024*** (0.0000)	-0.0095** (0.0329)	-0.0053 (0.1793)
PSPP	-0.0002 (0.4344)	-0.0015 (0.8814)	0.0010 (0.8529)	-0.0020*** (0.0001)	-0.0032** (0.0109)	-0.0059 (0.1106)
TLTRO2	-0.0102** (0.0117)	-0.0246*** (0.0048)	-0.0303* (0.0503)	-0.0002*** (0.0038)	0.0050* (0.0534)	0.0239 (0.2747)
<b>Medidas de Política Monetaria de R.U.</b>						
APF1_2	-0.0071*** (0.0005)	-0.0266 (0.1055)	-0.0479* (0.0841)	0.0001 (0.1186)	0.0001 (0.8639)	0.0001** (0.0290)
APF1_3	-0.0130** (0.0294)	-0.0355*** (0.0079)	-0.0886* (0.0722)	-0.0003** (0.0140)	-0.0009*** (0.0002)	0.0001 (0.1045)
APF2_2	0.0359** (0.0341)	0.1165*** (0.0004)	0.1299** (0.0418)	0.0040*** (0.0000)	0.0039* (0.0872)	0.0007** (0.0314)
APF2_3	-0.0117*** (0.0035)	-0.0484*** (0.0086)	-0.0431 (0.1370)	0.0002 (0.7531)	-0.0040* (0.0975)	-0.0007 (0.2905)
TFS	-0.0004 (0.6804)	0.0140** (0.0403)	0.0234** (0.0371)	-0.0011*** (0.0088)	-0.0039** (0.0336)	0.0061 (0.3066)
<b>Factores de Atracción y de Empuje</b>						
FX <sub>t-1</sub>	-0.0014** (0.0158)	-0.0017** (0.0164)	-0.0042** (0.0222)	-0.0002** (0.0163)	-0.0001 (0.5000)	-0.0002*** (0.0006)
Interest-Rate-Diff <sub>t-1</sub>	-0.0004 (0.7909)	0.0062 (0.1809)	-0.0072** (0.0260)			
Stocks <sub>t-1</sub>				0.0120** (0.0183)	0.0225 (0.2585)	0.0214 (0.3938)
VIX <sub>t-1</sub>	0.0001 (0.5304)	-0.0003 (0.6568)	0.0015 (0.2090)	0.0000** (0.0186)	0.0000*** (0.0001)	0.0000 (0.3359)
WTI <sub>t-1</sub>	0.0002* (0.0669)	0.0009*** (0.0001)	0.0008** (0.0455)	0.0000 (0.1365)	0.0000*** (0.0000)	0.0000* (0.0968)
Num. de Observaciones	3017	2113	2150	3017	2113	2150
Num. de Países	7	5	5	7	5	5

Estimador Mean Group. Efectos fijos incluidos pero no reportados.  
P-valores en paréntesis. \* significativo al 10% \*\* significativo al 5% \*\*\* significativo al 1%.

## A. Estadísticas Básicas

Cuadro A.1: Flujos en Bonos y Acciones Provenientes de EE.UU.  
En Billones de Dólares

Variable	Media	Desv. Est.	Min.	Max.
<b>Asia</b>				
<b>Flujos en Acciones</b>				
India	-0.60	11.50	-60.25	101.97
Indonesia	-0.20	2.87	-11.62	13.36
Corea	-1.68	15.76	-76.71	55.68
Malasia	-0.18	2.29	-12.63	9.00
Filipinas	-0.31	1.92	-11.14	6.99
Tailandia	-0.31	3.60	-14.90	17.97
Israel	-0.08	1.00	-6.89	12.98
<b>Flujos en Bonos</b>				
India	0.01	0.69	-3.40	2.90
Indonesia	0.33	2.77	-15.17	12.05
Bonos	0.31	1.89	-9.83	7.12
Malasia	0.14	1.45	-7.82	6.42
Filipinas	0.12	0.95	-5.81	5.43
Tailandia	0.02	0.66	-5.78	3.45
Israel	0.01	0.35	-2.70	1.58
<b>Europa Emergente</b>				
<b>Flujos en Acciones</b>				
Hungría	-0.04	0.29	-2.19	1.32
Polonia	-0.18	1.02	-11.80	6.42
Rusia	-0.67	5.32	-34.51	23.43
Turquía	-0.04	1.37	-9.50	7.48
Sudáfrica	0.07	3.18	-11.54	14.24
<b>Flujos en Bonos</b>				
Hungría	0.23	1.45	-6.60	8.40
Polonia	0.32	2.87	-14.26	13.11
Rusia	0.63	3.90	-29.86	24.98
Turquía	0.24	2.52	-19.95	11.31
Sudáfrica	0.19	2.01	-11.41	8.33
<b>Latinoamérica</b>				
<b>Flujos en Acciones</b>				
Brasil	-0.24	6.98	-51.23	45.22
Chile	-0.05	0.79	-7.80	8.14
Colombia	-0.01	0.34	-4.03	3.70
México	-0.09	2.70	-20.35	20.11
Perú	-0.01	0.43	-4.06	4.03
<b>Flujos en Bonos</b>				
Brasil	0.91	4.86	-27.22	23.35
Chile	0.01	0.83	-6.12	3.86
Colombia	0.14	1.70	-11.51	7.87
México	0.68	5.52	-26.06	24.98
Perú	0.14	1.35	-8.78	6.63

Fuente: EPFR.

Cuadro A.2: Flujos en Bonos y Acciones Provenientes de Z.E.  
En Billones de Dólares

Variable	Media	Desv. Est.	Min.	Max.
<b>Asia</b>				
<b>Flujos en Acciones</b>				
India	2.02	85.53	-2.04	195.98
Indonesia	0.87	7.66	-0.04	26.89
Bonos	3.56	47.60	-0.44	241.37
Malasia	0.54	8.12	-0.06	62.50
Filipinas	0.36	3.27	-17.45	12.93
Tailandia	0.81	10.03	-70.24	138.74
Israel	0.51	2.77	-30.51	13.45
<b>Flujos en Bonos</b>				
India	0.01	0.69	-3.40	2.90
Indonesia	0.33	2.77	-15.17	12.05
Bonos	0.31	1.89	-9.83	7.12
Malasia	0.14	1.45	-7.82	6.42
Filipinas	0.12	0.95	-5.81	5.43
Tailandia	0.02	0.66	-5.78	3.45
Israel	0.01	0.35	-2.70	1.58
<b>Europa Emergente</b>				
<b>Flujos en Acciones</b>				
Hungría	-0.04	0.29	-2.19	1.32
Polonia	-0.18	1.02	-11.80	6.42
Rusia	-0.67	5.32	-34.51	23.43
Turquía	-0.04	1.37	-9.50	7.48
Sudáfrica	0.07	3.18	-11.54	14.24
<b>Flujos en Bonos</b>				
Hungría	0.23	1.45	-6.60	8.40
Polonia	0.32	2.87	-14.26	13.11
Rusia	0.63	3.90	-29.86	24.98
Turquía	0.24	2.52	-19.95	11.31
Sudáfrica	0.19	2.01	-11.41	8.33
<b>Latinoamérica</b>				
<b>Flujos en Acciones</b>				
Brasil	-0.24	6.98	-51.23	45.22
Chile	-0.05	0.79	-7.80	8.14
Colombia	-0.01	0.34	-4.03	3.70
México	-0.09	2.70	-20.35	20.11
Perú	-0.01	0.43	-4.06	4.03
<b>Flujos en Bonos</b>				
Brasil	0.91	4.86	-27.22	23.35
Chile	0.01	0.83	-6.12	3.86
Colombia	0.14	1.70	-11.51	7.87
México	0.68	5.52	-26.06	24.98
Perú	0.14	1.35	-8.78	6.63

Fuente: EPFR.

Cuadro A.3: Flujos en Bonos y Acciones Provenientes de R.U.  
En Billones de Dólares

Variable	Media	Desv. Est.	Min.	Max.
<b>Asia</b>				
<b>Flujos en Acciones</b>				
India	-0.60	11.50	-60.25	101.97
Indonesia	-0.20	2.87	-11.62	13.36
Bonos	-1.68	15.76	-76.71	55.68
Malasia	-0.18	2.29	-12.63	9.00
Filipinas	-0.31	1.92	-11.14	6.99
Tailandia	-0.31	3.60	-14.90	17.97
Israel	-0.08	1.00	-6.89	12.98
<b>Flujos en Bonos</b>				
India	0.01	0.69	-3.40	2.90
Indonesia	0.33	2.77	-15.17	12.05
Bonos	0.31	1.89	-9.83	7.12
Malasia	0.14	1.45	-7.82	6.42
Filipinas	0.12	0.95	-5.81	5.43
Tailandia	0.02	0.66	-5.78	3.45
Israel	0.01	0.35	-2.70	1.58
<b>Europa Emergente</b>				
<b>Flujos en Acciones</b>				
Hungría	-0.04	0.29	-2.19	1.32
Polonia	-0.18	1.02	-11.80	6.42
Rusia	-0.67	5.32	-34.51	23.43
Turquía	-0.04	1.37	-9.50	7.48
Sudáfrica	0.07	3.18	-11.54	14.24
<b>Flujos en Bonos</b>				
Hungría	0.23	1.45	-6.60	8.40
Polonia	0.32	2.87	-14.26	13.11
Rusia	0.63	3.90	-29.86	24.98
Turquía	0.24	2.52	-19.95	11.31
Sudáfrica	0.19	2.01	-11.41	8.33
<b>Latinoamérica</b>				
<b>Flujos en Acciones</b>				
Brasil	-0.24	6.98	-51.23	45.22
Chile	-0.05	0.79	-7.80	8.14
Colombia	-0.01	0.34	-4.03	3.70
México	-0.09	2.70	-20.35	20.11
Perú	-0.01	0.43	-4.06	4.03
<b>Flujos en Bonos</b>				
Brasil	0.91	4.86	-27.22	23.35
Chile	0.01	0.83	-6.12	3.86
Colombia	0.14	1.70	-11.51	7.87
México	0.68	5.52	-26.06	24.98
Perú	0.14	1.35	-8.78	6.63

Fuente: EPFR.

Cuadro A.4: Tipo de Cambio y Tasas de Interés

Variable	Media	Desv. Est.	Min.	Max.
<b>Tipo de Cambio del Dólar en Moneda Local</b>				
<b>Asia</b>				
India	52.26	9.09	39.29	68.61
Indonesia	10,504.77	1,726.50	8,488.40	14,680.60
Bonos	1,096.23	104.93	907.52	1,544.92
Malasia	3.53	0.40	2.96	4.49
Filipinas	46.74	4.11	40.35	56.38
Tailandia	34.07	3.06	28.75	41.89
Israel	3.89	0.33	3.25	4.73
<b>Europa</b>				
Hungría	221.08	36.03	145.50	299.17
Polonia	3.20	0.44	2.04	4.24
Rusia	36.76	14.14	23.24	79.45
Turquía	1.91	0.68	1.16	3.81
Sudáfrica	9.15	2.70	5.65	16.73
<b>Latinoamérica</b>				
Brasil	2.33	0.61	1.55	4.10
Chile	555.30	69.17	434.92	728.05
Colombia	2,228.97	424.53	1,681.08	3,396.79
México	13.32	2.62	9.94	21.69
Perú	3.02	0.26	2.55	3.52
<b>Tasas de Interés de Corto Plazo en Porcentaje<sup>a</sup></b>				
<b>Asia</b>				
India	7.92	1.72	4.34	12.64
Indonesia	7.86	2.23	4.18	14.63
Bonos	3.15	1.26	1.27	6.09
Malasia	3.27	0.46	2.11	3.92
Filipinas	3.66	2.30	-0.83	8.32
Tailandia	2.71	1.12	1.35	5.41
Israel	2.28	1.81	0.05	5.83
<b>Europa</b>				
Hungría	5.41	2.98	0.03	12.28
Polonia	3.80	1.54	1.55	7.06
Rusia	8.77	3.94	4.35	27.10
Turquía	12.10	4.54	4.76	24.20
Sudáfrica	7.24	1.90	5.07	12.58
<b>Latam</b>				
Brasil	12.15	3.10	7.11	19.76
Chile	3.97	1.72	0.37	8.29
Colombia	5.75	2.06	1.62	10.04
México	5.57	1.99	2.84	10.04
Perú	4.77	1.24	1.49	7.95

<sup>a</sup> Tasa de interés de mercado de dinero de 3 meses o tasa interbancaria.  
Fuente: Bloomberg.

Cuadro A.5: Retorno de Bonos Gubernamentales y EMBIs

Variable	Media	Desv. Est.	Min.	Max.
<b>Retorno de Bonos Gubernamentales en Porcentaje</b>				
<b>Asia</b>				
India	7.68	0.71	5.45	9.41
Indonesia	9.05	2.39	5.09	18.76
Bonos	3.98	1.28	1.38	6.15
Malasia	3.97	0.38	2.95	5.09
Filipinas	7.61	3.19	2.82	13.36
Tailandia	3.76	0.97	1.57	6.65
Israel	3.64	1.38	1.41	6.62
<b>Europa</b>				
Hungría	6.17	2.18	2.53	12.07
Polonia	4.81	1.26	2.02	7.30
Rusia	8.30	0.70	6.12	10.71
Turquía	3.76	0.97	1.57	6.65
Sudáfrica	8.30	0.70	6.12	10.71
<b>Latam</b>				
Brasil	11.87	1.63	9.17	16.71
Chile	5.13	0.95	3.84	8.15
Colombia	8.15	1.97	4.76	13.54
México	6.93	1.12	4.50	10.36
Perú	6.09	0.96	3.96	9.89
<b>EMBI en Puntos Base</b>				
<b>Asia</b>				
India	182.19	54.78	109.00	373.75
Indonesia	275.90	127.99	139.40	1,097.80
Bonos	N/A	N/A	N/A	N/A
Malasia	149.73	67.99	66.25	456.00
Filipinas	214.93	112.83	81.00	697.60
Tailandia	52.83	6.89	37.75	67.40
Israel	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>Europa</b>				
Hungría	226.12	149.56	8.20	702.20
Polonia	124.37	69.66	42.40	374.00
Rusia	249.81	134.61	90.00	889.80
Turquía	277.31	79.87	147.20	824.60
Sudáfrica	215.96	107.48	52.80	771.20
<b>Latinoamérica</b>				
Brasil	271.37	97.44	139.00	610.00
Chile	145.16	61.45	54.00	408.60
Colombia	225.16	90.30	98.40	674.60
México	208.53	72.27	92.20	552.60
Perú	197.59	73.05	97.60	628.40

Fuente: Bloomberg and bancos centrales.

Cuadro A.6: Índices del Mercado Accionario

Variable	Media	Desv. Est.	Min.	Max.
<b>Índices del Mercado Accionario en Logs</b>				
<b>Asia</b>				
India	9.98	0.22	9.53	10.41
Indonesia	8.35	0.24	7.63	8.70
Bonos	8.31	0.09	7.98	8.56
Malasia	7.38	0.12	6.98	7.54
Filipinas	8.63	0.33	7.80	9.04
Tailandia	7.11	0.26	6.35	7.45
Israel	7.17	0.14	6.75	7.45
<b>Europa</b>				
Hungría	9.98	0.22	9.60	10.59
Polonia	10.76	0.14	10.31	11.08
Rusia	7.36	0.16	6.80	7.72
Turquía	11.16	0.20	10.52	11.61
Sudáfrica	10.49	0.25	9.89	10.87
<b>Latam</b>				
Brasil	10.96	0.13	10.54	11.25
Chile	9.90	0.11	9.60	10.24
Colombia	7.32	0.14	6.97	7.57
México	10.60	0.15	10.07	10.85
Perú	9.69	0.21	9.10	10.07

Fuente: Bloomberg.

Cuadro A.7: Variables Externas o Factores de Empuje

Variable	Unidades	Media	Desv. Est.	Min.	Max.
VIX	Índice	17.70	5.86	9.48	41.18
Precio del petróleo WTI	Dólares por barril	75.67	22.82	28.84	112.39
<b>Tasas de Interés de Corto Plazo</b>					
Estados Unidos <sup>a</sup>	por ciento	0.26	0.27	0.07	1.22
Zona del Euro <sup>b</sup>	por ciento	0.15	0.41	-0.36	1.34
Reino Unido <sup>c</sup>	por ciento	0.62	0.19	0.28	1.14

<sup>a</sup> Tasa de interés OIS de 3 meses.<sup>b</sup> Tasa de interés OIS de swaps de 3 meses.<sup>c</sup> Tasa de interés Libor de 3 meses.

Fuente: Bloomberg.



## B. Eventos de Política Monetaria

Cuadro B.1: Medidas de Política Monetaria en EE.UU.

Mnemónico	Explicación	Fecha de anuncio	Fecha de la variable dicotómica
QE2_1	“Para ayudar a respaldar la recuperación económica en el contexto de la estabilidad de precios, el Comité mantendrá las tenencias de valores de la Reserva Federal en su nivel actual reinvertiendo los pagos de capital y los valores respaldados por hipotecas en valores del Tesoro a más largo plazo. El Comité continuará transfiriendo las tenencias de valores del Tesoro de la Reserva Federal a medida que maduren.”	10/08/2010	18/08/2010
QE2_2	Discurso de Bernanke en Jackson Hole: "El Comité está preparado para proporcionar ajustes monetarios adicionales a través de medidas no convencionales si resulta necesario, especialmente si las perspectivas se deterioraran significativamente".	27/08/2010	01/09/2010
QE2_3	Declaración del FOMC que indicó que el Comité mantendrá su política existente de reinvertir los pagos de capital de sus tenencias de valores.	21/09/2010	29/09/2010
QE2_4	Discurso de Bernanke en la Reserva Federal de Boston: "parecería que, manteniendo todo lo demás igual, sería un caso para una acción adicional".	15/10/2010	20/10/2010
QE2_5	Anuncio del QE2: "El Comité tiene la intención de comprar otros \$ 600 mil millones en valores del Tesoro a más largo plazo para fines del segundo trimestre de 2011 a un ritmo de unos \$ 75 mil millones por mes".	03/11/2010	10/11/2010
FG_1	"Es probable que las condiciones económicas (...) garanticen niveles excepcionalmente bajos para la tasa de fondos federales por lo menos hasta mediados de 2013".	09/08/2011	17/08/2011
FG_2	"Es probable que las condiciones económicas (...) garanticen niveles excepcionalmente bajos para la tasa de fondos federales por lo menos hasta fines de 2014".	25/01/2012	01/02/2012
OT_1	Operación Twist comienza: "Para apoyar una recuperación económica más fuerte y ayudar a garantizar que la inflación esté en niveles consistentes con el mandato doble, el Comité decidió extender el vencimiento promedio de sus tenencias de valores. El Comité tiene la intención de comprar, a fines de junio de 2012, \$400 mil millones en valores del Tesoro con vencimientos remanentes de 6-30 años y vender una cantidad igual de valores del Tesoro con vencimientos remanentes de 3 años o menos".	21/09/2011	28/09/2011
OT_2	Extensión de Operación Twist: "El Comité decidió continuar extendiendo el vencimiento promedio de sus tenencias de valores hasta fin de año".	20/06/2012	27/06/2012
QE3_1	Anuncio del QE3: "Si las perspectivas para el mercado laboral no mejoran sustancialmente, el Comité continuará con la compra de valores respaldados por hipotecas, realizará compras de activos adicionales y empleará sus otras herramientas de política según corresponda".	13/09/2012	19/09/2012
QE3_2	"El rango excepcionalmente bajo para la tasa de fondos federales será apropiado al menos mientras la tasa de desempleo se mantenga por encima del 6.5 por ciento, se proyecta que la inflación en dos años será no más de medio punto porcentual por encima de la meta del 2 por ciento y las expectativas de inflación a más largo plazo siguen estando bien ancladas".	12/12/2012	19/12/2012
Taper_1	Discurso de Bernanke: "En las próximas reuniones, podríamos reducir nuestro ritmo de compra".	22/05/2013	29/05/2013
Taper_2	Declaración de Bernanke: "Si continuamos observando una mejora y confiamos en que sea sostenible, entonces en las reuniones siguientes podríamos reducir nuestro ritmo de compras."	19/06/2013	26/06/2013
Norm_1	Primera alza de tasa de política desde la Crisis Financiera.	16/12/2015	23/12/2015
Norm_2	Segunda alza de tasa de política desde la Crisis Financiera.	14/12/2016	21/12/2016
Norm_3	Tercera alza de tasa de política desde la Crisis Financiera.	15/03/2017	22/03/2017
Norm_4	Cuarto aumento de la tasa desde la crisis financiera. El FOMC anuncia un plan que consiste en "reducir las tenencias de valores de la Reserva Federal al reducir la reinversión de los pagos de capital de esos valores".	14/06/2017	21/06/2017

Fuente: Banco de la Reserva Federal, Bloomberg y Park and Um (2016).

Cuadro B.2: Medidas de Política Monetaria en Z.E.

Mnemónico	Explicación	Fecha del anuncio	Fecha de la variable dicotómica
CBPP2_1	El BCE anuncia un nuevo programa de compra de bonos cubiertos, por un monto previsto de €40 mil millones.	06/10/2011	12/10/2011
CBPP2_2	El BCE decide las modalidades técnicas del programa.	03/11/2011	09/11/2011
FG_EA	Draghi introduce la guía futura para las tasas de interés: "El Consejo de Gobierno espera que las tasas de interés clave del BCE se mantengan en los niveles actuales o más bajos durante un período de tiempo prolongado".	04/07/2013	10/07/2013
PQE	El BCE prepara el trabajo de base para la QE: "El Consejo de Gobierno está comprometido, por unanimidad, a utilizar instrumentos convencionales y no convencionales para hacer frente de manera efectiva a los riesgos de un período demasiado prolongado de baja inflación".	24/04/2014	30/04/2014
CBPP3	El BCE anuncia un programa de valores respaldados por activos y una amplia cartera de bonos garantizados denominados en euros.	02/10/2014	08/10/2014
TLTRO1_1	El BCE decide llevar a cabo una serie de operaciones específicas de financiación a plazo más largo destinadas a mejorar los préstamos bancarios al sector privado no financiero de la zona del euro, excluyendo los préstamos a hogares para compra de vivienda, en un plazo de dos años.	05/06/2014	11/06/2014
TLTRO1_2	El BCE cambia la tasa de interés aplicable a las operaciones futuras de refinanciación a largo plazo dirigidas a las operaciones principales de financiación del Eurosistema que prevalecen en el momento en que se lleva a cabo cada TLTRO.	22/01/2015	28/01/2015
PSPP	El BCE comienza a comprar valores del sector público, que incluyen bonos del gobierno central nominales y vinculados a la inflación, y bonos emitidos por agencias reconocidas, gobiernos regionales y locales, organizaciones internacionales y bancos multilaterales de desarrollo ubicados en la zona del euro.	09/03/2015	11/03/2015
TLTRO2	El BCE anuncia una nueva serie de operaciones de refinanciamiento dirigidas a más largo plazo y agrega el programa de compras del sector corporativo a los programas existentes, así como también anuncia cambios en el programa de compra de activos.	10/03/2016	16/03/2016

Fuente: Banco Central Europeo y Bloomberg.

Cuadro B.3: Medidas de Política Monetaria en Reino Unido

<b>Mnemónico</b>	<b>Explicación</b>	<b>Fecha del anuncio</b>	<b>Fecha de la variable dicotómica</b>
APF1_2	El Banco de Inglaterra aumenta la escala de su programa de compra de activos a un total de £ 175 mil millones, y el rango de compra se extenderá a GILTs.	06/08/2009	12/08/2009
APF1_3	El Banco de Inglaterra aumenta la escala de su programa de compra de activos a un total de £ 200 mil millones.	05/11/2009	11/11/2009
APF2_1	El Banco de Inglaterra aumenta la escala de su programa de compra de activos a un total de £ 275 mil millones.	06/10/2011	12/10/2011
APF2_2	El Banco de Inglaterra aumenta la escala de su programa de compra de activos a un total de £ 325 mil millones.	09/02/2012	15/02/2012
APF2_3	El Banco de Inglaterra aumenta la escala de su programa de compra de activos a un total de £ 375 mil millones.	05/07/2012	11/07/2012
TFS	El Bando de Inglaterra presenta un nuevo Plan de financiación a plazo, la compra de hasta £ 10 mil millones de bonos corporativos del Reino Unido; y una expansión del esquema de compra de activos para bonos del gobierno del Reino Unido de £ 60 mil millones, llevando el stock total de estas compras de activos a £ 435 mil millones. Los últimos tres elementos serán financiados por la emisión de reservas del banco central.	04/08/2016	10/08/2016

Fuente: Banco de Inglaterra y Bloomberg.