

Les déterminants des entrées de capitaux en Asie : quel rôle pour les facteurs *push* ?

Sophie Brana, Delphine Lahet*

LARE-efi, Université Montesquieu Bordeaux IV

Juin 2008

Résumé

Depuis 2003, on constate un retour massif des capitaux dans les pays asiatiques, ce qui rappelle la situation de sur-liquidité d'avant la crise financière de 1997. L'une des explications avancées est l'abondance de la liquidité mondiale ainsi que le niveau élevé des positions de carry trade, notamment avec le yen comme monnaie de financement. Cet article étudie les déterminants des entrées de capitaux en Thaïlande, puis sur un panel de quatre économies asiatiques, en évaluant le rôle respectif des facteurs nationaux et internationaux, et de comparer ce rôle sur les périodes avant et après la crise de 1997. L'écart de taux d'intérêt peut être interprété comme un facteur *push* explicatif, parmi d'autres facteurs comme la liquidité mondiale, des indicateurs d'aversion pour le risque (facteur *push*) et le rating souverain comme proxy des fondamentaux (facteur *pull*). Les résultats économétriques montrent que si, sur l'ensemble de la période (1990-2007), toutes les variables sont significatives, le spread de taux ne l'est pas et le rating l'est sur la période de pré-crise, et l'inverse se produit sur la période récente. Ainsi, le retour des capitaux en Asie serait bien expliqué par les stratégies de carry trade.

Mots clé : carry trade, facteur *push*, Asie, entrée de capitaux

JEL : E44, F32, G15

Abstract

One of the factors explaining the capital inflows in Asia since 2003 is the carry trade strategies with the Yen as the funding currency. The aim of this article is to evaluate the impact of domestic and international determinants, to compare the pre and post-crisis period, and to test the interest spread as a *push* factor explaining net capital inflows in Thailand and in Asia, among other determinants as global liquidity and some indicators of risk aversion, and the sovereign rating as a *pull* factor. The tests show that, over the 1990-2007 period, all the variables are significant. On the pre-crisis period, the interest spread is not significant whereas the rating is. The opposite is true on the post crisis period. So, carry trade strategies seem to be a strong determinant of the capital inflows in Asia since 2003.

Keywords: carry trade, *push* factors, Asia, capital inflows

1. Introduction

Depuis 2003, les capitaux étrangers retrouvent la direction des pays émergents asiatiques. Les économies se sont assainies, restructurées, en mettant en place les programmes d'ajustement du FMI, suite à la crise financière de 1997. Les performances économiques de la zone recommencent à battre des records, tout comme le niveau des réserves de change de ces économies, qui atteint un niveau sans précédent, à tel point que ces pays semblent assurés contre tout choc extérieur qui provoquerait un revirement des capitaux.

* Maîtres de conférences, LARE-efi, Université Montesquieu Bordeaux IV, Av. Léon Duguit, 33608 Pessac Cedex. brana@u-bordeaux4.fr, lahet@u-bordeaux4.fr.

Une des explications avancée à ces entrées de capitaux est l'abondance de liquidités mondiales et les niveaux élevés de positions de *carry trade*, notamment sur le yen (Galati et alii, 2007 ; Artus, 2007 ; Gyntelberg et Remolona, 2007). En raison du faible niveau des taux d'intérêt au Japon, le yen est une monnaie de financement dans laquelle les investisseurs empruntent pour placer dans des économies où les taux d'intérêt sont plus élevés, dans un environnement où la volatilité implicite sur le taux de change est faible, ce qui est le cas des pays du Sud-Est asiatique depuis 2004. Il en résulte une augmentation de la liquidité dans ces économies, potentiellement dangereuse, car la valorisation des actifs devient auto-entretenu. L'ampleur de ces positions de *carry trade* est très difficile à estimer (Galati et alii, 2007), les données bancaires, de balance des paiements ou de change ne permettant pas de les tracer précisément. Néanmoins, elles semblent jouer un rôle dans les économies émergentes, les écarts de taux avec le Japon sur la période récente 2004-07 étant conséquents (Artus, 2007).

Quelle est la responsabilité de ces écarts de taux dans le retour des flux de capitaux dans les pays émergents, notamment asiatiques ? Plus globalement, quels sont les déterminants des entrées de capitaux en Asie depuis 2000 ? Observe-t-on des déterminants différents de ceux qui ont expliqué les entrées de capitaux avant la crise asiatique de 1997 ? Les entrées de capitaux sont-elles expliquées par les écarts de taux qui sous-tendent des recherches de rendement parfois spéculatives, par l'amélioration des fondamentaux des économies émergentes dont les ratings se sont améliorés globalement dès 2003, ou simplement par la liquidité abondante sur les marchés mondiaux ? Quelle est la part des facteurs *push* et *pull* sur l'ensemble de la période 1990-2007, et sur les deux sous-périodes 1990-97 et 2000-07 ?

Dans cet article, nous nous proposons de répondre à ces questions. Nous nous concentrons dans un premier temps sur la Thaïlande. Après avoir mis en valeur les facteurs de liquidité en Asie, nous étudierons, d'un point de vue économétrique, les déterminants des entrées de capitaux en Thaïlande, puis sur un panel de quatre pays asiatiques.

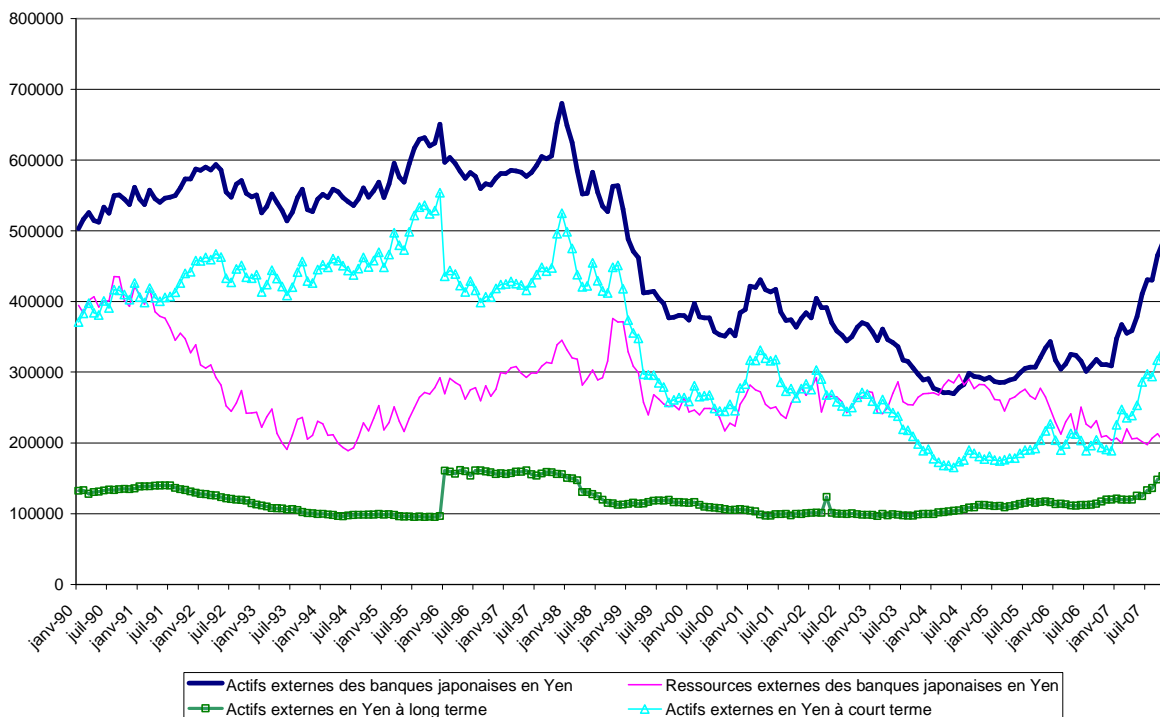
2. Faits stylisés : liquidité abondante en Asie et conditions de financement au Japon attractives

Les taux à 3 mois au Japon sont depuis 2001 à un niveau historiquement faible, autour de 0,05%. Ils remontent en 2006 très légèrement et plafonnent sous les 1% fin 2007. Dans un environnement où la volatilité implicite sur le taux de change est particulièrement faible, les investisseurs internationaux peuvent être tentés d'emprunter en yen pour profiter du différentiel d'intérêt avec le reste du monde, et notamment avec les pays émergents dont les fondamentaux se sont améliorés.

On constate effectivement que les créances extérieures des banques japonaises, à court terme et libellées en yen, sont croissantes depuis 2004, et ne semblent pas être expliquées par les

engagements extérieurs en yen de ces banques qui déclinent sur la même période (Graphique 1). On constate également que les créances en yen à long terme des banques japonaises sont plutôt décroissantes, ce qui confirmerait un rôle plutôt spéculatif des prêts internationaux en yen à court terme.

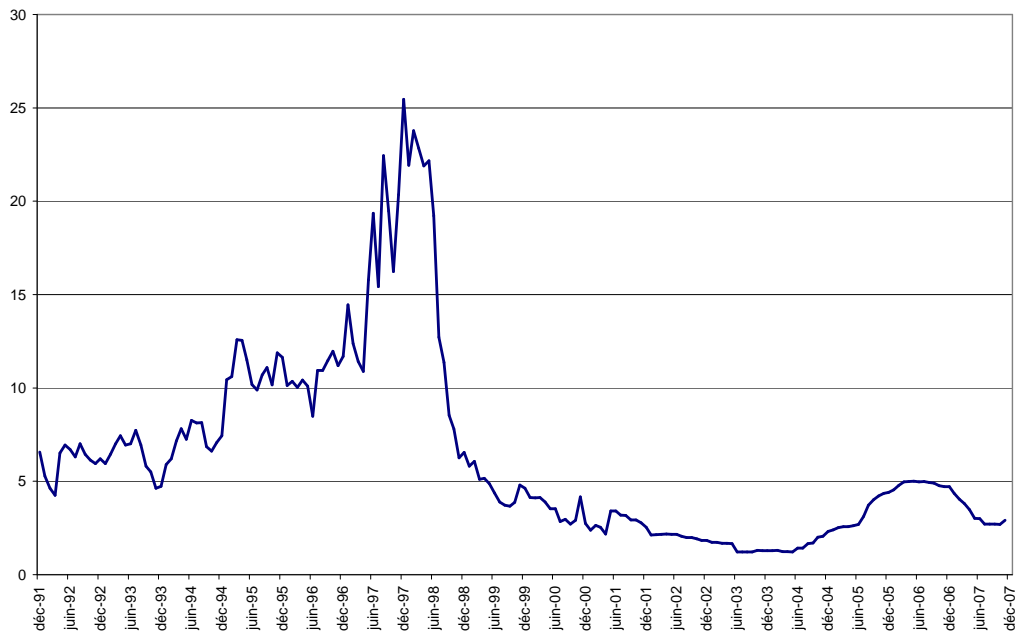
Graphique 1 : Actifs et passifs extérieurs des banques japonaises, libellés en yen (M yen).



Source des données : Datastream.

Dans quelle mesure ces stratégies de court terme ont-elles pu bénéficier aux économies asiatiques ? Les écarts de taux avec le Japon sur la période récente 2004-2007 sont de l'ordre de 5% pour la Thaïlande et de 9% pour l'Indonésie. Ces écarts de taux sont certes nettement plus faibles qu'avant la crise de 1997. Ils étaient alors de l'ordre de 5-10% pour la Thaïlande (8,5% en moyenne entre 1991 et 1997) et de 10-15% pour l'Indonésie. Les écarts de taux avec le Japon restent cependant nettement positifs et attractifs pour les opérations financières, cet écart étant croissant depuis 2004, comparativement à 1999-2003 (Graphique 2).

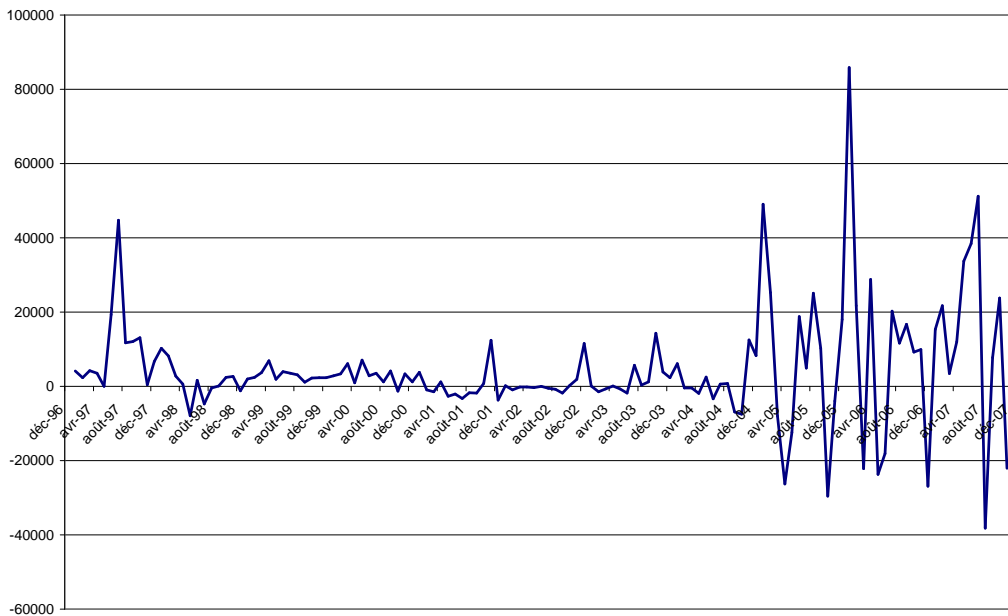
Graphique 2 : Ecart des taux interbancaires à trois mois entre la Thaïlande et le Japon (%)



Source des données : Datastream.

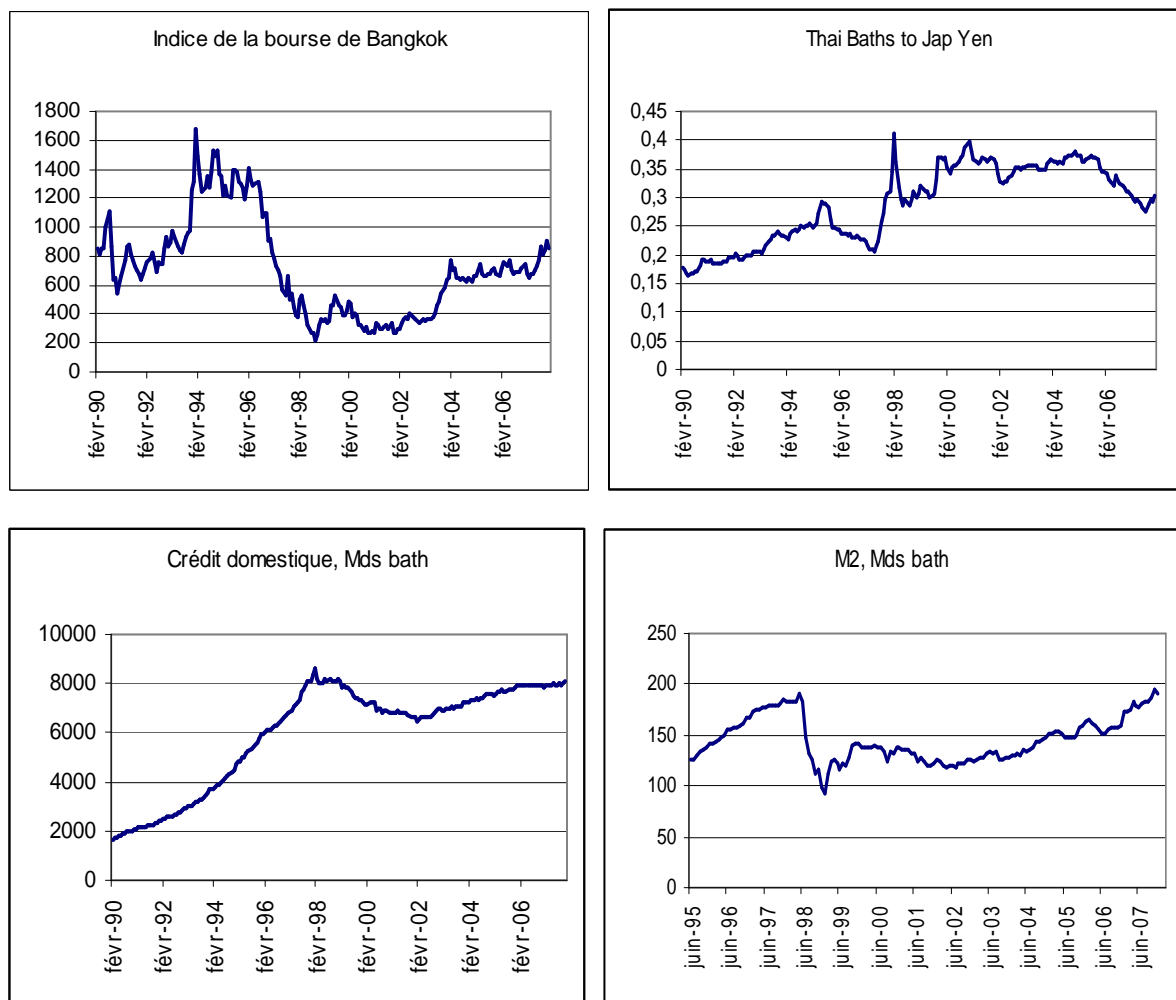
Les entrées de capitaux en Thaïlande ont été importantes, à partir de 2003, comme le montre le graphique 3, et marquées par une forte amplitude de mouvements.

Graphique 3 : Investissements de portefeuille en Thaïlande (entrées nettes, Mds baths).



Cet apport de fonds étrangers peut être un des éléments explicatifs de la croissance de l'indice boursier, du crédit domestique depuis 2002, ou de l'appréciation de la monnaie depuis 2004 (Graphiques 4 suivants).

Graphique 4 : Indicateurs de liquidité et appréciation des actifs.



Ces entrées de capitaux, plus importantes depuis 2004, peuvent-elles s'expliquer par une amélioration des fondamentaux de la Thaïlande ou sont-elles avant tout le fruit d'une liquidité mondiale excessive et des stratégies de *carry trade* ? Nous ne cherchons pas à quantifier les volumes des positions de *carry trade*, mais, à travers l'écart de taux d'intérêt par rapport au Japon, nous souhaitons identifier leur caractère potentiellement *push*, explicatif des entrées de capitaux en Asie.

3. Les déterminants des entrées de capitaux en Asie : approche empirique

En général, les facteurs qui expliquent les entrées de capitaux sont regroupés en facteurs *push* ou extérieurs (facteurs communs) qui poussent les capitaux vers les pays émergents, et en facteurs *pull* ou internes/régionaux, qui attirent les capitaux dans les pays émergents. Jeanneau et Micu (2002) recensent dans la première catégorie les variables expliquant le cycle de production des pays prêteurs (taux de croissance du PIB), une liquidité excessive dans les pays prêteurs (M2, ratio crédit bancaire/PIB, taux d'intérêt), et l'aversion pour le risque mesurée par l'écart entre les taux des obligations des entreprises américaines notées BBB et les taux sur les bons du Trésor américains. Dans la seconde catégorie de facteurs, sont recensés la puissance commerciale et l'intégration commerciale des pays émergents dans une région, l'évolution de leur PIB, la volatilité de leur cours de change comme signe d'instabilité financière, la dette extérieure/PIB, la mise en place de programme Brady pour la réduction de la dette, l'indice de la place boursière révélant l'attractivité potentielle du pays. Les auteurs ne retiennent pas dans leur étude, pour des raisons de non significativité dans les tests, la qualité des politiques économiques, et pour des raisons d'endogénéité, le compte courant (qui révèle la capacité d'investissement donc d'emprunt du pays), ainsi que les réserves de change (comme signe de la capacité de remboursement), les IDE, et la libéralisation financière. Au total, les auteurs montrent que les facteurs *push* expliquent plus les entrées de capitaux (prêts bancaires internationaux) en Amérique latine, tandis que les facteurs *pull* jouent un rôle plus important en Asie dans les années quatre-vingt-dix.

Dans la plupart des études, les facteurs *push* sont introduits pour expliquer les spreads de taux dans les pays émergents. Ces facteurs ne sont généralement pas ou peu significatifs, notamment en Asie, sur la période avant la crise asiatique de 1997 et juste après lors de la phase de contagion. Le taux d'intérêt américain, le taux de croissance des pays de l'OCDE ... susceptibles d'expliquer une variation des primes de risque sur la Thaïlande, la Corée, la Russie et le Brésil ne sont ainsi pas apparus significatifs dans Brana et Lahet (2005). Le taux d'intérêt des pays industrialisés est non déterminant des variations de *spreads* dans Kamin et von Kleist (1999) ou dans Eichengreen et Mody (1998). La prime de liquidité sur obligations américaines n'est également pas significative pour expliquer les crises asiatique, russe et brésilienne (mesurées par les variations des spreads de taux ou des cours d'actions) dans l'article de Hernandez et Valdez (2001). Cerra et Saxena (2000) aboutissent au même résultat en cherchant à expliquer la crise en Indonésie par les taux d'intérêt américains et japonais et par le taux de change dollar / yen. Cela rejoint les résultats de Cartapanis, Dropsy et Mametz (2002). Aussi bien dans leurs estimations de panel que dans leurs tests de prévision de la crise asiatique, le taux de croissance américain, le taux de croissance japonais, pas plus que le libor (sauf dans un cas) n'apparaissent significatifs pour expliquer les évolutions des indices de crises. Pour Jeanneau et Micu (2002), les écarts de taux entre pays émergents et développés n'apparaissent pas

significatifs pour expliquer l'octroi de prêts bancaires internationaux aux économies émergentes sur la décennie quatre-vingt-dix. S. Prat (2007), enfin, détermine la variation des spreads émergents pour 25 pays d'Asie, d'Amérique latine et d'Europe centrale, sur la période 1993-2005. Parmi les variables explicatives significatives, on trouve plusieurs facteurs potentiellement *push* : le prix du pétrole, le spread high yield (écart entre rendements sur titres privés et publics de même maturité) ainsi que le TED spread (comme mesure de fuite vers la liquidité). Ces deux dernières variables sont des indicateurs d'appétit pour le risque de la part des investisseurs internationaux.

Sur cette base, notre estimation empirique s'appuie sur l'équation suivante :

$$\text{Entrées de capitaux} = c + \alpha \text{Pull} + \beta \text{Push} + u \quad (1)$$

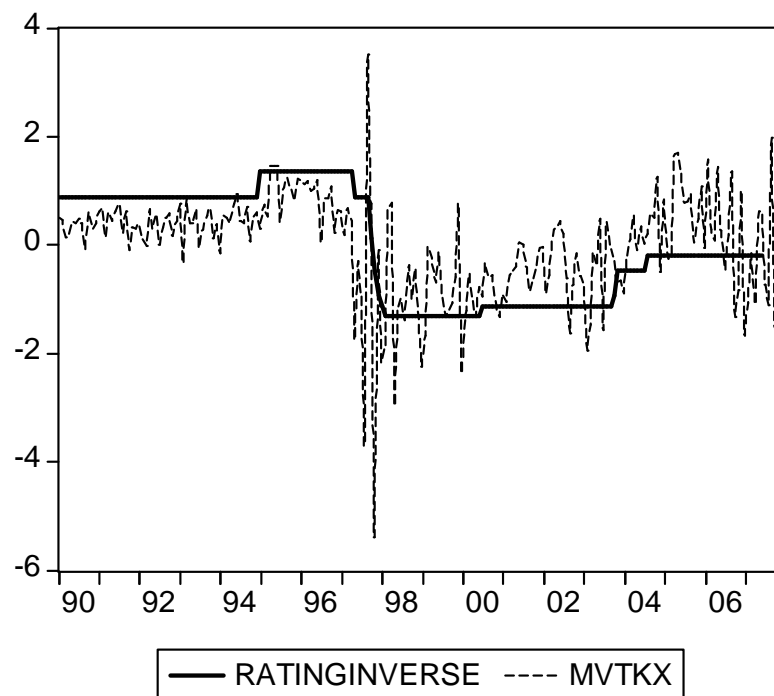
Nous cherchons à expliquer les entrées de capitaux tout d'abord par les facteurs *pull*. Ces derniers représentent les fondamentaux du pays émergent que nous évaluons par l'intermédiaire du rating pays. Nous le construisons en utilisant les valeurs numériques des indices de Standard & Poor's et de Moody's et en en faisant la moyenne. Une augmentation de l'indicateur de rating correspond à une dégradation de la note du pays (signe attendu négatif). Nous justifions ce choix tout d'abord par le fait que les investisseurs internationaux suivent de près les notations pays dans leurs comportements d'investissement (cf. par exemple Emirian et Laurent, 2003 et cf. Graphique 5). De nombreuses études montrent par ailleurs que cette variable est un bon indicateur synthétique des fondamentaux d'un pays (cf. Brana et Lahet, 2005, pour un survey). Enfin, l'utilisation du rating permet d'éviter d'introduire dans l'estimation un trop grand nombre de variables explicatives et de réduire les problèmes d'endogénéité et de multicollinéarité.

Pour expliquer les entrées de capitaux par des facteurs *push*, nous nous plaçons du côté des investisseurs étrangers. Ainsi, l'écart de taux interbancaires à trois mois avec le Japon (*Spread*, dont le signe attendu est positif) ainsi que les variations du taux de change au certain pour les monnaies japonaise et américaine (signe attendu négatif) apparaissent comme des facteurs *push*¹. Nous appréhendons l'appétit pour le risque des investisseurs à travers plusieurs variables. Tout d'abord, nous introduisons l'indice de volatilité implicite du Standard & Poors 500, le VIX. Le VIX reflète le consensus des investisseurs sur la volatilité future anticipée du marché boursier américain. Pendant les périodes de stress financier, il a tendance à augmenter, ce qui devrait se traduire par une baisse des investissements dans les pays émergents (signe attendu négatif). Nous intégrons également la variation

¹ La prise en compte du taux de change des monnaies émergentes par rapport au yen donne les mêmes résultats qu'avec le taux de change par rapport au dollar, mais provoque systématiquement une hétéroscédasticité et une autocorrélation des résidus. C'est la raison pour laquelle nous ne présentons les résultats qu'avec le taux de change dollar.

de l'indice Standard & Poors 500 : $\Delta(SP)$. Une hausse de l'indice peut être révélateur de l'abondance de la liquidité mondiale et donc d'investissements sur tous types de supports, même risqués, ce qui ne devrait donc pas être défavorable aux entrées de capitaux dans les pays émergents. Une hausse de l'indice peut cependant aussi traduire une amélioration de la situation économique et des rendements dans le pays domestique du point de vue des investisseurs, et donc favoriser un arbitrage défavorable aux pays émergents. Le signe attendu est donc ambigu.

Graphique 5. Entrées nettes de capitaux en Thaïlande et évolution du rating (inversé).



Nous intégrons également trois indices de fuite vers la liquidité : les variables TED spread, Swap spread et High-yield spread. Le TED est mesuré comme la différence entre le taux des bons du Trésor américains à 3 mois et le taux de l'eurodollar à 3 mois (taux Libor). C'est une mesure de la liquidité et un indicateur des entrées et sorties de dollars aux Etats-Unis : le signe attendu est négatif. Le Swap spread représente la différence entre le taux swap et le taux sans risque des obligations d'Etat US pour une maturité donnée, tandis que le spread High-yield (HY) mesure l'écart entre le taux des obligations d'entreprises américaines notées BBB ou moins et le taux sans risque des bons du Trésor de même maturité. Quand le sentiment du marché se modifie, se traduisant par une plus grande aversion pour le risque et par une fuite vers la liquidité, ces deux variables augmentent, ce qui, notamment, impacte négativement les flux de capitaux à destination des économies émergentes : les signes attendus sont donc négatifs.

Nous avons ensuite introduit des indicateurs de la liquidité mondiale (taux de croissance de la masse monétaire au sens large dans les pays de l'OCDE (M3OCDE, signe attendu positif), ainsi que le niveau du taux d'intérêt des fonds fédéraux américains (FED, signe attendu négatif)). Nous avons enfin tenu compte de la situation économique dans les pays de l'OCDE à travers le taux de croissance de la production industrielle (Y) qui impacte, via leurs importations, la performance économique des pays asiatiques, et devrait donc favoriser les entrées de capitaux.

L'équation (1) devient :

$$\begin{aligned} \text{Entrées de capitaux} = & c + \alpha_1 \text{Rating} + \beta_1 \text{Spread} + \beta_2 \text{TDC\$} + \beta_3 \text{VIX} + \beta_4 \text{SP} + \beta_5 \text{TED} \\ & + \beta_6 \text{SWAP} + \beta_7 \text{HY} + \beta_8 \text{M3OCDE} + \beta_9 \text{FED} + \beta_{10} Y + u \end{aligned} \quad (2)$$

Notre estimation empirique procède en deux étapes. Nous étudions tout d'abord le cas de la Thaïlande, sur la période 1992 – 2007². Ce pays est le seul pays d'Asie pour lequel les données concernant les entrées nettes de capitaux sont disponibles. Par ailleurs, elles le sont en fréquence mensuelle, ce qui permet d'effectuer une analyse temporelle, puis de la décomposer en deux sous-périodes, tout en gardant un nombre suffisant d'observations.

La généralisation de l'étude empirique à un ensemble de pays d'Asie, en utilisant l'économétrie de panel, s'est avérée plus problématique en raison du manque de données disponibles. Concernant les entrées de capitaux et la balance des paiements, seuls les investissements de portefeuille entrant étaient disponibles pour cinq pays asiatiques, en données trimestrielles. Pour la Corée cependant, les taux d'intérêt à 3 mois n'étaient pas disponibles, ce qui ne permettait pas de calculer les spread de taux. L'étude de panel porte donc au final sur un panel de quatre pays (Thaïlande, Indonésie, Malaisie, Philippines), sur la période 1990-2007.

Concernant la Thaïlande, les tests de stationnarité montrent que toutes les variables ne sont pas stationnaires, ce qui ne permet pas de tester une relation de cointégration. La variable « entrées de capitaux », le rating thaïlandais, le Swap spread ainsi que le VIX sont I(0). Les autres variables sont I(1) et ont été différenciées. Les données proviennent de Datastream sauf le high-yield spread qui provient de Lehman Brother.

Parmi l'ensemble des variables testées, seules les variables significatives sont présentées dans les tableaux. Le test de Breusch-Pagan ayant révélé des problèmes d'hétéroscédasticité ($\chi^2(1) = 18,40$), nous avons utilisé la méthode de White pour calculer des variances robustes. Le test de Breusch-Godfrey ne révèle pas en revanche de corrélation sérielle ($\chi^2 = 0,080$). Nous avons également vérifié qu'aucune variable explicative n'était endogène et que les variables n'étaient pas

² Le début de la période est déterminé par la disponibilité des données relatives aux mouvements de capitaux.

colinéaires. Enfin, une dummy variable prenant la valeur 1 pendant la crise de juillet 1997 n'est pas apparue significative dans les différentes estimations.

Les résultats sur l'ensemble de la période indiquent tout d'abord l'importance des fondamentaux, par l'intermédiaire du rating, comme déterminant des entrées de capitaux. Les facteurs *push* jouent également un rôle non négligeable sur l'ensemble de la période. La variation de l'écart de rendement (variation du spread de taux) ainsi que l'appréciation du bath sont un facteur clairement explicatif des entrées de capitaux. L'aversion pour le risque des investisseurs internationaux, mesurée par le VIX et la variation du SP500, est également significative. Enfin, l'excès de liquidité mondiale, appréhendée par la croissance de l'agrégat M3 pour l'ensemble des pays de l'OCDE, a également pu favoriser les entrées de capitaux en Thaïlande.

Tableau 1 : Les déterminants des entrées nettes de capitaux en Thaïlande, données mensuelles.

Variable	1992:03	2007:06	Observations: 184	
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	107.5755	10.88145	9.89	0.000
Rating Thaïlande	-9.067753	2.515638	-3.60	0.000
$\Delta(\text{Spread})$	8.497052	4.024364	2.11	0.036
$\Delta(\text{TDC}\$)$	-618.414	347.4762	-1.78	0.077
VIX	-1.558454	0.7116099	-2.19	0.030
$\Delta(\text{SP})$	-0.1443361	0.063943	-2.26	0.025
$\Delta(\text{M3OCDE})$	-28.603	14.28715	-2.00	0.047
$\Delta(\text{M3OCDE})(-2)$	32.95272	13.43758	2.45	0.015
R-squared	0.4221	F(7, 176)		21.90
Durbin-Watson stat	1.956764	Prob(F-statistic)		0.000000

Si l'on décompose l'estimation en deux sous périodes, l'une correspondant à la période pré crise de 1997 (1992:03 1997:06), l'autre à la période supposée de carry trade (2002:01 2007:06), on observe des déterminants sensiblement différents des entrées nettes de capitaux en Thaïlande (tableau 2).

Tableau 2 : Décomposition de l'estimation en deux sous périodes.

Variable	1992:03 1997:06				Observations: 64	2002:01 2007:06				Observations: 66
	Coef.	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Coef.	Std. Error	t-Statistic	Prob.		
C	397.26	76.23	5.21	0.000	39.82	48.94	0.81	0.419		
Rating Thaïlande	-53.39	10.47	-5.00	0.000	0.99	6.96	0.14	0.886		
$\Delta(\text{Spread})$	2.70	1.91	1.41	0.163	48.41	20.18	2.40	0.020		
VIX	-2.56	0.94	-2.71	0.009	-2.32	1.02	-2.27	0.026		
$\Delta(\text{SP})$	-0.31	0.18	-1.75	0.085	-0.124	0.104	-1.20	0.234		
R2	0.43	F(4, 59)		7.10	R2	0.27	F(4, 61)	7.40		
DW	1.99	Prob(F-stat.)		0.0001	DW	1.94	Prob(F-stat.)	0.0001		

Au cours de la période de pré crise, les fondamentaux s'avèrent déterminants comme facteur *pull*, ce qui rejoint les conclusions de Jeanneau et Micu (2002) sur le rôle fort des facteurs *pull* dans la décennie quatre-vingt-dix en Asie. Le rating thaïlandais est fortement significatif et a le signe attendu. En revanche, l'écart de taux, pourtant important sur la période, pas plus que les variations du taux de change ne sont significatifs. Le VIX ainsi que la variation du SP500 restent significatifs.

Sur la période récente (2002-2007), les mouvements de capitaux semblent davantage déterminés par la recherche de rendements élevés de la part des investisseurs internationaux que par l'amélioration de la situation économique de la Thaïlande. L'écart de taux avec le Japon est un déterminant fortement significatif des entrées de capitaux tandis que la notation pays ne semble plus intervenir significativement.

Afin d'élargir ces premiers résultats, nous construisons un panel de quatre pays asiatiques comprenant la Thaïlande, les Philippines, l'Indonésie et la Malaisie. La variable dépendante est constituée des investissements de portefeuille entrants (en dollars). Les données sont trimestrielles et correspondent aux valeurs moyennes sur la période. Nous utilisons l'économétrie de panel avec effets fixes.

Tableau 3 : Les déterminants des entrées nettes de capitaux en Asie, données trimestrielles.

Variable	1990 :I 2007:IV		Observations: 187	Groupes :
	Coefficient	Std. Error	4	
C	2538.651	667.4463	3.80	0.000
Rating	-168.7303	61.29068	-2.75	0.007
$\Delta(\text{Spread})$	75.70656	39.61169	1.91	0.058
$\Delta(\text{TDC}\$)$	-3326.762	1116.765	-2.98	0.003
VIX	-36.64435	15.03292	-2.44	0.0016
$\Delta(\text{SP})$	3.214433	1.40358	2.29	0.023
$\Delta(\text{M3OCDE})$	310.4962	123.5678	2.51	0.013
R-squared within = 0.2516		F(6, 177) = 9.92	Prob>F = 0.0000	
F test : tous les $u_i = 0$		F(3, 177) = 3.55	Prob>F = 0.0157	

Tableau 4 : Décomposition de l'estimation en deux sous périodes.

Variable	1990:I 1997:II Observations: 86				2002:I 2007:IV Observations: 82			
	Coef.	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Coef.	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	22762.1	3595.87	6.33	0.000	1910.83	1891.61	1.01	0.316
Rating	-2514.8	430.6	-5.84	0.000	-211.25	156.03	-1.35	0.180
$\Delta(\text{Spread})$	-143.7	90.338	-1.59	0.116	403.47	211.98	1.90	0.061
$\Delta(\text{TDC}\$)$					-1.4646	.9160	-1.60	0.114
VIX	-113.28	39.82	-2.84	0.006				
$\Delta(\text{SP})$					5.44	2.662	2.04	0.045
$\Delta(\text{M3OCDE})$					555.74	270.04	2.06	0.043
R2 within	0.6276	F(3, 79) = 12.83		Prob=0.000	R2 within	0.2105	F(5,73)=3.89 Prob=0.0035	
F test : tous les $u_i = 0$		F(3, 79)=17.81		Prob = 0.000	F test : tous les $u_i = 0$		F(3,73)=1.96 Prob = 0.1283	

Les entrées de capitaux, comme dans le cas de la Thaïlande, répondent sur l'ensemble de la période à la fois à des facteurs *pull* (les ratings pays) et à des facteurs *push*. Les écarts de taux sont notamment significatifs et ont le signe attendu.

Comme précédemment, la décomposition par sous-périodes révèle des déterminants différents selon les périodes pour les investissements de portefeuille. Pendant la période précédant la crise de 1997, ceux-ci étaient principalement déterminés par les fondamentaux pays (rating), même si les investisseurs internationaux restent sensibles au risque (VIX). Sur la période récente, les stratégies de carry trade, dans un contexte de surliquidité mondiale (taux de croissance de la masse monétaire dans les pays de l'OCDE), semblent confirmées.

Ainsi, le retour des capitaux en Thaïlande, et plus généralement en Asie, sur les cinq dernières années semble bien être lié à des stratégies de carry trade, qui sont considérées comme un facteur *push*. La situation s'explique par une abondance de liquidités à investir et par un écart de rendement élevé entre les pays émergents d'Asie et le Japon. Ces apports importants de capitaux expliquent en partie la croissance de la liquidité, du crédit, des cours boursiers en Thaïlande, ainsi que l'appréciation de la monnaie nationale. La situation est cependant sensiblement différente d'avant la crise de 1997 : la situation macroéconomique en Thaïlande comme dans les autres pays de notre échantillon semble aujourd'hui plus saine, ce qui rendrait moins problématique d'éventuelles sorties de capitaux en cas d'appréciation anticipée du yen.

Bibliographie

Artus P. (2007), « Carry trade : une comparaison avec 1998 », *Flash Economie Natixis*, n°92, 9 mars.

Artus P. (2007), « Le retour des flux de capitaux vers les pays émergents », *Flash Economie Natixis*, n°322, 5 septembre.

Brana S., Lahet D. (2005), « Les facteurs de propagation des crises financières dans les pays émergents : la contagion est-elle discriminante ? », *Economie internationale*, n° 103, 3^{ième} trim. 2005.

Cartapanis A., Dropsy V., Mametz S. (2002), « The Asian currency crises : vulnerability, contagion and unsustainability ? », *Review of International Economics*, n°10 (1), 79-91.

Cerra V., Saxena S. (2000), « Contagion, monsoons and domestic turmoil in Indonesia : a case study in the Asian currency crises », *IMF/WP/00/60*, mars.

Galati G., Heath A., McGuire P. (2007), « Mise en évidence du *carry trade* », *Rapport trimestriel BRI*, septembre.

Gyntelberg J., Remolona E. (2007), « Risk in carry trades : a look at a target currencies in Asia and the Pacific », *BIS Quarterly Review*, décembre.

Hernandez L.F., Valdez R.O. (2001), « What drives contagion, trade, neighbourhood, or financial links ? », *International Review of Financial Analysis*, vol. 10, 203-218.

Eichengreen B., Mody A. (1998), « What explains changing spreads on emerging market debt : fundamentals or market sentiment ? », *NBER Working Paper*, n° 6408, février.

Emirian A., Laurent P. (2003), « Probabilités implicites de défaut ajustées par les ratings », *Lettre économique de la CDC*, n° 152, juin.

Jeanneau S., Micu M. (2002), « International bank lending to emerging market countries: explaining the 1990s roller coaster », *BIS Quarterly Review*, Mars, pp. 52-64.

Kamin S., von Kleist K. (1999), « The evolution and determinants of emerging market credit spreads in the 1990s », *BIS Working Paper*, n° 68, mai.

Prat S. (2007), « The relevance of Currency Mismatch indicators: an analysis through determinants of emerging market spreads », *Economie Internationale*, n° 111, 101-122.