



**SK**  
SKEMA BUSINESS SCHOOL  
**Globalisation des marchés de capitaux**  
MGPF-Paris Campus



Michel Henry Bouchet  
Global Finance - SKEMA  
[www.developingfinance.org](http://www.developingfinance.org)




**8 Mythes sur la Globalisation  
des marchés de capitaux**  
MGPF  
Paris/10-2018



SKEMA-MGPF 30-31 Octobre 2018

Michel-Henry Bouchet  
[www.developingfinance.org](http://www.developingfinance.org)  
SKEMA Business School

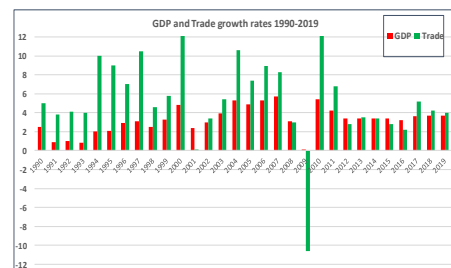
#### LES SIX LEÇONS DE LA CRISE FINANCIÈRE GLOBALE

- 1. Les banques centrales et la politique monétaire « asymétrique » :** rendements décroissants des injections de liquidités et des taux zéro
- 2. Les marchés :** faible volatilité et rebond depuis 2009 propulsé par des liquidités abondantes et à taux bas: recherche de rendement sans évaluation objective des risques: forte volatilité et menace de bulle fin 2018
- 3. Les pays émergents :** dépendance des matières premières et crainte d'un *flight to quality* avec le resserrement monétaire du FED et BCE
- 4. Les pays « développés » :** crainte de « trappe à liquidité » et de déflation prolongée: reprise globale anémique, asynchrone et incertaine (UE)
- 5. Les banques :** recapitalisées avec de l'argent public, mais plus concentrées et plus indépendantes que jamais
- 6. Le FMI :** une gouvernance obsolète et remise en question par les BRICS: pas de pilote dans l'avion?

MH Bouchet (c) 2018

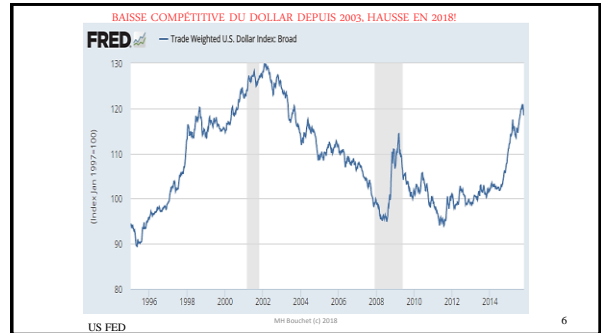
3

#### CRISE FINANCIERE ET RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE MONDIALE



MH Bouchet (c) 2018

4



**8 MYTHES SUR LA  
 GLOBALISATION DES  
 MARCHÉS FINANCIERS EN  
 2018**

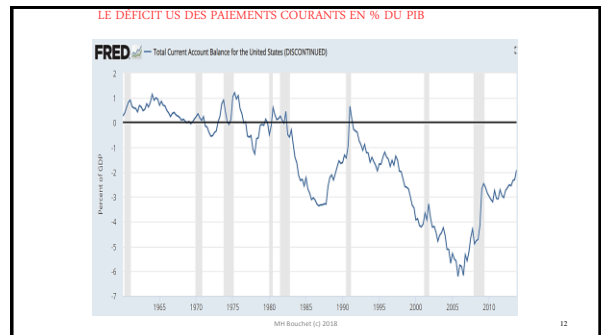
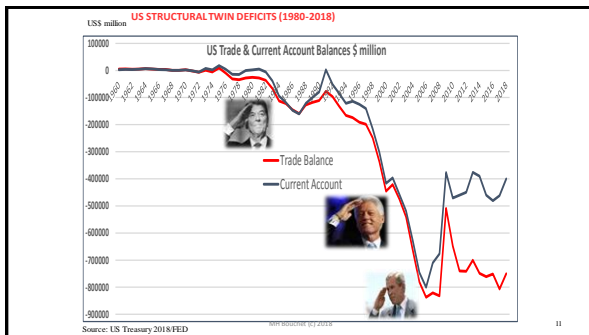
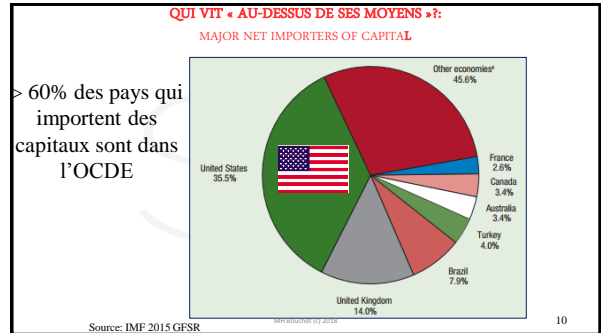
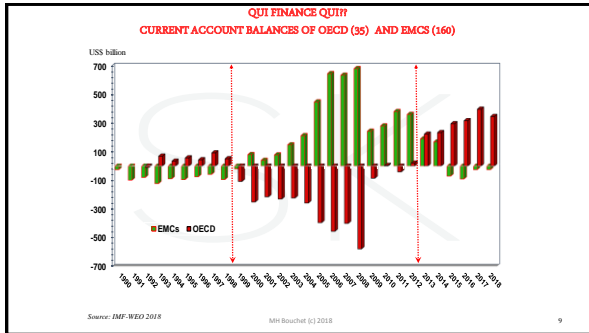
skema

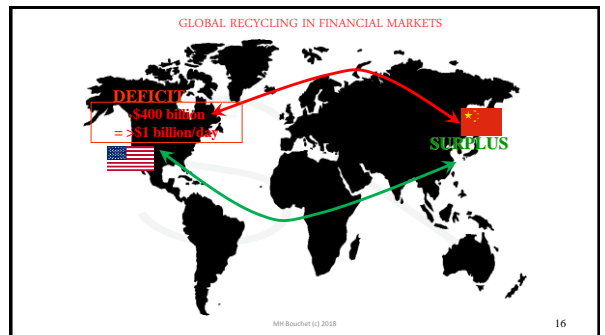
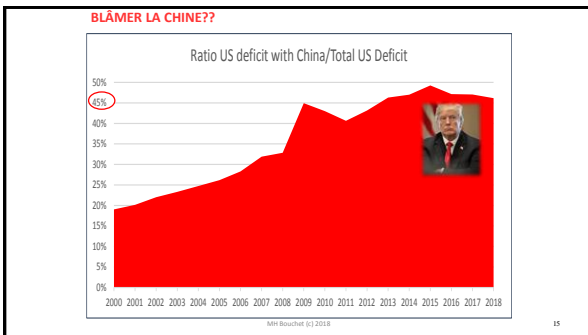
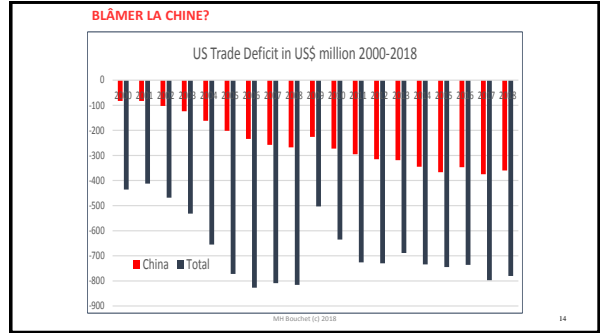
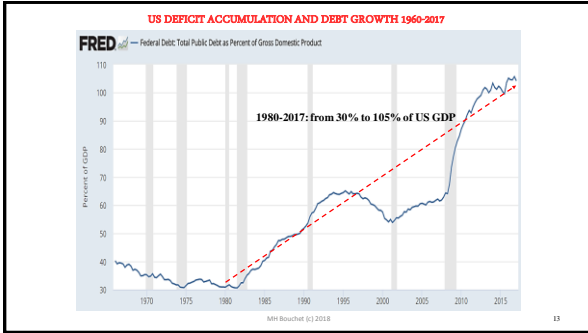
**MYTHE 1:** LES FLUX DE CAPITAUX SE DIRIGENT DES PAYS RICHES VERS LES PAYS PAUVRES (TAUX DE RENDEMENT SUPÉRIEUR ET S-d)

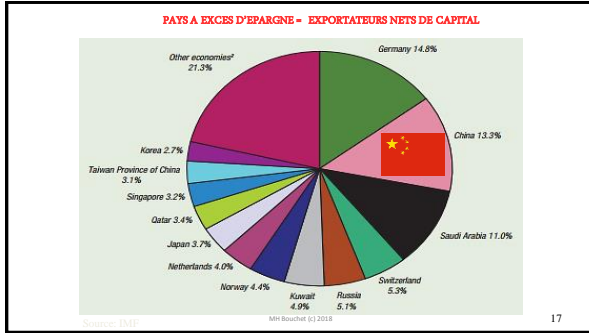
- ▶ 1: la plupart des pays développés vivent « au-dessus de leurs moyens » avec des déficits « jumeaux »: budgétaires et de balance des paiements
- ▶ 2: les pays émergents ont des taux élevés de S/PIB avec de forts surplus de balance extérieure (Asie)
- ▶ 3: Les flux de capitaux se dirigent de l'Asie vers les USA par l'achat de US T-bills, finançant ainsi le déficit US à des taux très bas. Mais épée de Damoclès sur le dollar en cas de diversification!

M.H. Bouchat (c) 2018

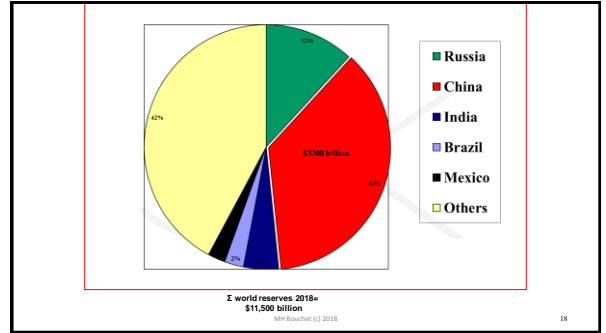
8



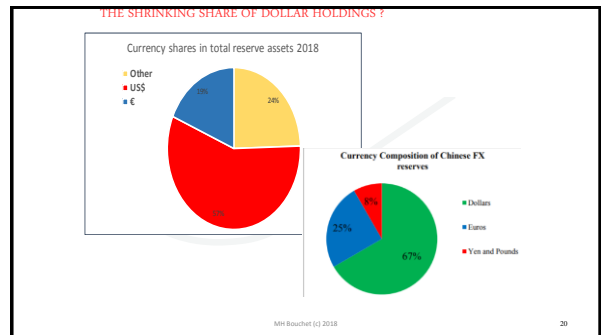
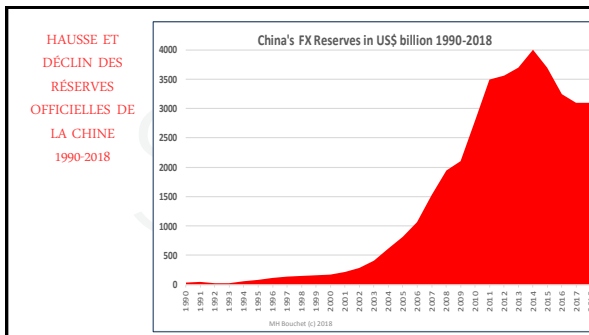




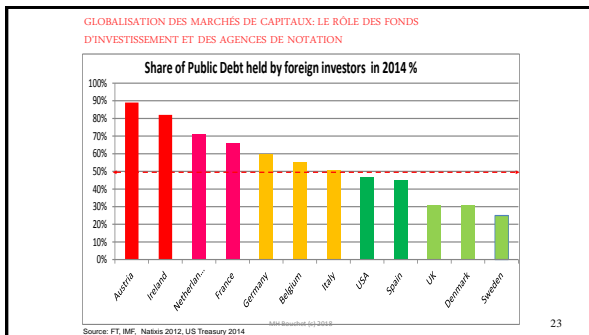
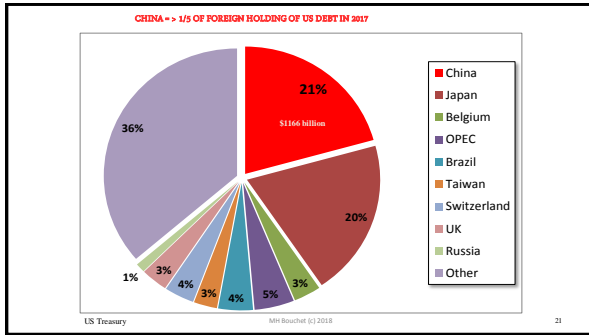
17



18



20



**MYTHE 2. LES CRISES DE DETTE SONT LE PRODUIT D'UNE CROISSANCE VOLATILE DES PAYS ÉMERGENTS ?**

► The push-pull forces of Global capital flows

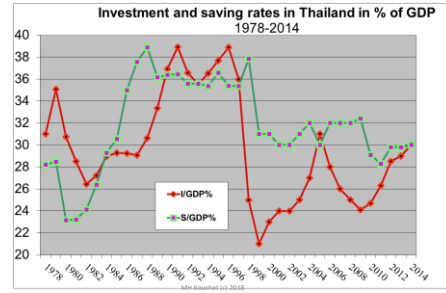
1. Les flux de capitaux financent les pays développés de l'OCDE en déficit et non pas les pays en développement à forts besoins d'investissement de long-terme

Logos: skema, AFD, AFD, AFD, AFD

**POURQUOI LES PAYS ÉMERGENTS ACCUMULENT-ILS SURPLUS COURANTS ET RÉSERVES DE CHANGE?**

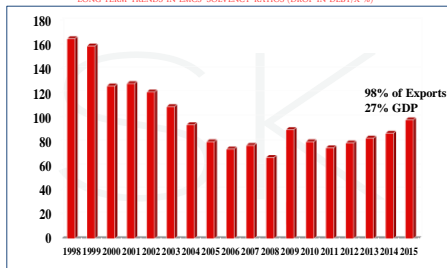
1. 1982 debt crisis + 1994 Tequila crisis + 1997 Asia crisis + 1998 Russian crisis + 2001 Argentina crisis + global crisis 2008-14
2. Strong IMF-monitored adjustment + economic and trade liberalization= FDI
3. Surge in raw material and oil prices
4. Devaluation + Boost in investment ratio= Current account surplus + Reserve increase
5. Improvement in debt indicators!

**LA DYNAMIQUE DE L'ÉPARGNE ET DE L'INVESTISSEMENT**



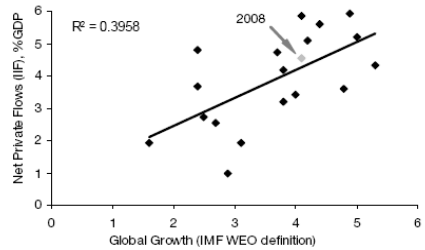
**SUCCESSFUL ECONOMIC ADJUSTMENT:**

LONG-TERM TRENDS IN EMGS' SOLVENCY RATIOS (DROP IN DEBT/X %)



**EXTERNAL FINANCING HELPS BOOSTING GDP GROWTH**

1990-2007





**SEUILS DE LIQUIDITÉ ET DE SOLVABILITÉ**

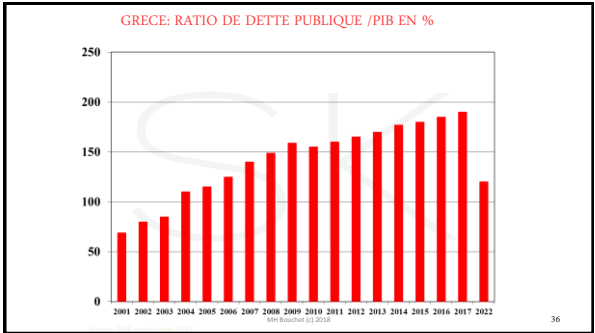
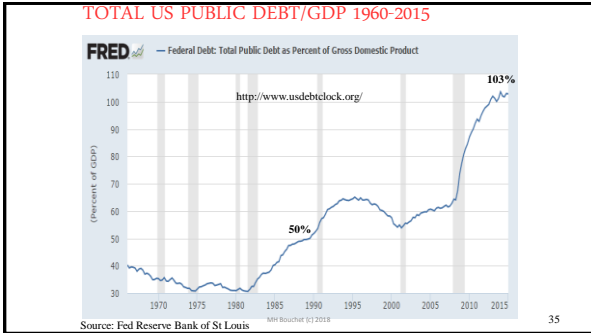
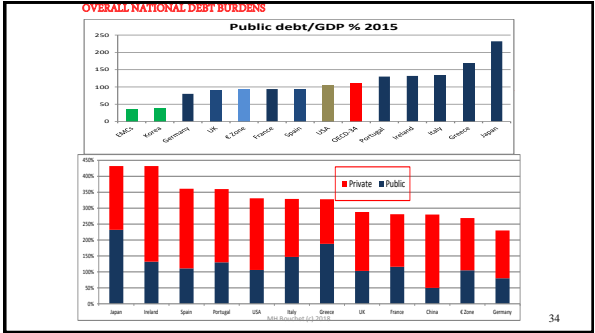
**Variable de Stock**

- ▶ **Solvabilité** = Debt/GDP < 66%\*
- Debt/Exports < 150%
- Reserves/months of Imports > 6 months

**Variable de Flux**

- ▶ **Liquidité** = Debt Service ratio < 33% of X
- Interest/X ratio < 25%

\* average debt crisis threshold 1970-2010 Reinhart/Rogoff (Maastricht)



**MYTHE 4:** LES FLUX DE CAPITAUX VERS LES PAYS ÉMERGENTS SONT D'ORIGINE PUBLIQUE (IFI + CLUB DE PARIS) ?

► **Facts:** Official net capital flows to EMCs are close to zero (6% of total net flows). External financing comes from **private** creditors, mainly FDI and capital markets, i.e., bonds

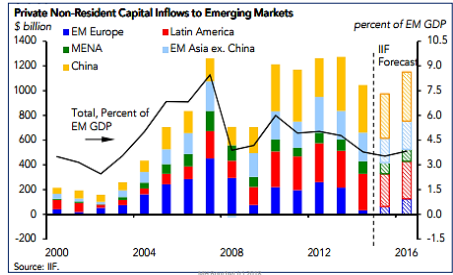
**SOURCES DE FINANCEMENT EXTERNE**

- | Officiel (bilatéral + multilatéral)   | Privé   |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Club de Paris (government to government credits)</li> <li>➤ Export insurance credit (Coface)</li> <li>➤ IFIs</li> <li>➤ RDBs</li> <li>➤ Debt cancellation</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ FDI</li> <li>➤ Portfolio Investment</li> <li>➤ London Club (International bank loans)</li> <li>➤ Working capital lines</li> <li>➤ ST Trade credits</li> <li>➤ Bonds &amp; International debt securities</li> <li>➤ Arrears and rescheduling</li> </ul> |

	2012	2013	2014	2015
<b>Capital Inflows</b>				
Total Inflows, Net	1269	1188	1072	1164
<b>Private Inflows, Net</b>	1232	1156	1032	1112
Equity Investment, Net	668	626	657	675
Direct Investment, Net	545	548	540	560
Portfolio Investment, Net	124	78	117	114
Private Creditors, Net	564	530	375	437
Commercial Banks, Net	118	193	124	151
Nonbanks, Net	446	338	251	287
<b>Official Inflows, Net</b>	37	32	47	53
International Financial Institutions	5	-3	19	27
Bilateral Creditors	31	35	28	26
<b>Capital Outflows</b>				
Total Outflows, Net	-1222	-1360	-1348	-1332
Private Outflows, Net	-946	-826	-981	-950
Equity Investment Abroad, Net	-332	-403	-368	-381
Resident Lending/Other, Net	-614	-422	-613	-570
Reserves (+ = Increase)	-352	-534	-367	-388
<b>Memo:</b>				
Net Errors and Omissions	-246	-65	0	0
Current Account Balance	276	236	262	174

Source: IIF

**THE RISE AND FALL OF PRIVATE CAPITAL FLOWS TO EMCs 2000-2016**



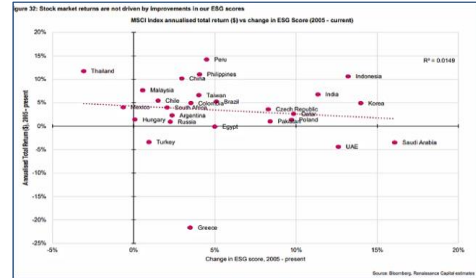
**MYTHE 5: LES FLUX DE CAPITAUX SONT UNE SOURCE-CLÉ DE FINANCEMENT DES PAYS ÉMERGENTS ET SE DIRIGENT VERS LES PAYS À « BONNE GOUVERNANCE »**

- ▶ **Fact:** Though developing countries are considered as key target markets, the bulk of FDI flows continue moving toward developed countries (>46%)
- ▶ Pas de corrélation entre Investissement socialement responsable et performance
- ▶ Pas de corrélation entre flux publics et bonne gouvernance dans les pays émergents

MH Bouchet | 2018

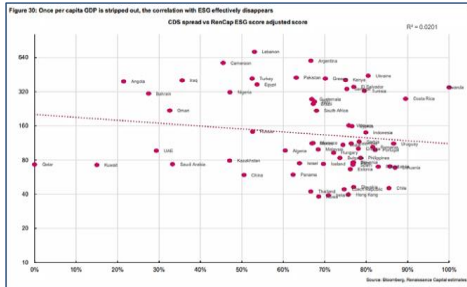
41

**PAS DE CORRÉLATION ENTRE PERFORMANCE DU MARCHÉ BOURSIER ET CRITÈRES DE GOUVERNANCE**



42

**PAS DE CORRÉLATION ENTRE CDS ET CRITÈRES DE BONNE GOUVERNANCE**

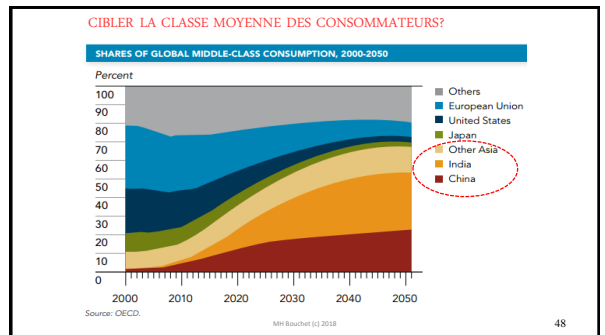
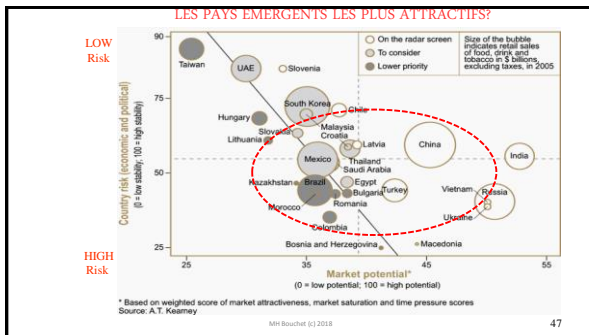
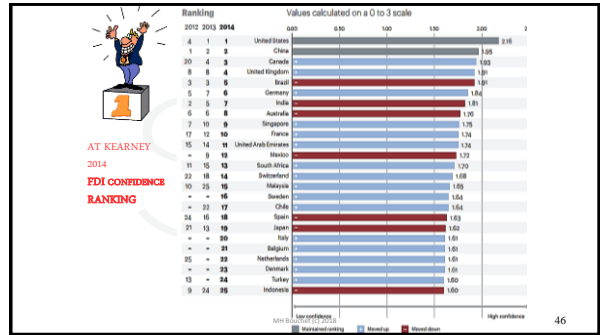
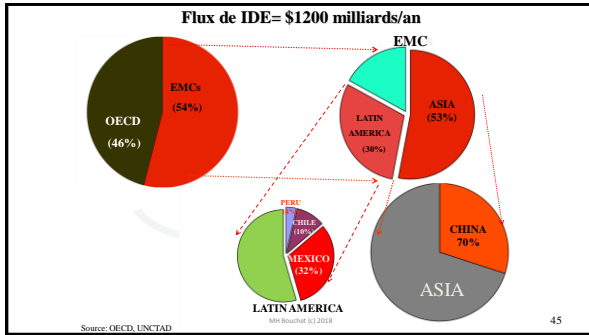


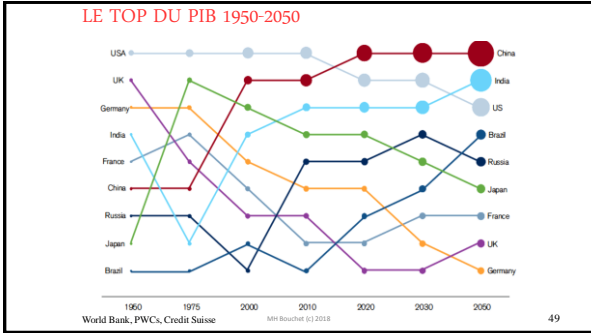
MH Bouchet | 2018

43

**QU'EST CE QUE LES IDE?**

- ▶ **Foreign direct investment** = purchase of real assets abroad for the purpose of acquiring a lasting interest in an enterprise with a degree of operational influence
- ▶ **Greenfield investment**: new investment in a physical structure in an area where no corporate facilities previously existed (complete ownership and therefore full control over management)
- ▶ **Strategic partnerships**: formal alliance (joint venture, licensing agreement, distributorship, or agency contract)
- ▶ **M&As**: two or more companies decide to pool their assets to form a single new company. Hence, one of the previously existing companies ceases to exist.





### MYTHE 6: LES AGENCES DE NOTATION ÉVALUENT LE PRIX DU RISQUE ET SONT SOURCES D'IE ET D'INDICATEURS AVANCÉS DE VOLATILITÉ?

► **Facts:** Rating agencies such as S&Ps, Moody's and Fitch systematically missed the train. Shortsightedness added a model risk to market risk and country risk, hence no early warning signals!

► See: Bouchet, Clark & Gros Lambert: Wiley, NY, 2005.  
► <http://www.cf.org/united-states/credit-rating-controversy/p22328>

Logos: srema, AIC, ARIA

### LE MONOPOLE DES AGENCES DE NOTATION?

- S&Ps (1860)
- **Moody's (1909) 40% market share** 95% market share
- Fitch IBCA (1913)
- COFACE (1946)
- Dagong Credit Rating Co (1994)
- Euler-Hermes
- INCRA?

### POURQUOI SE MÉFIER DES AGENCES DE NOTATION?

Critiques

- Opacité des modèles de prévision
- Conflit d'intérêt
- Conformité et biais socioculturel
- Pénalisation des firmes ou des pays sans rating
- Biais pro cyclique
- Peu d'anticipation
- Effet de contagion!

MH Bouchet (c) 2018

**RATINGS = INDICATEURS AVANCÉS DE RISQUE?**

- ▶ South Korea was rated as Italy and Sweden until as October of 1997! But has been downgraded abruptly to junk bond status during the 1998 crisis
- ▶ « *There were no early warnings about Korea from us or, to the best of our knowledge, from other market participants and our customers should expect a better job from us* »

FICHT IBCA January 14, 1998

MH Bouchet (c) 2018

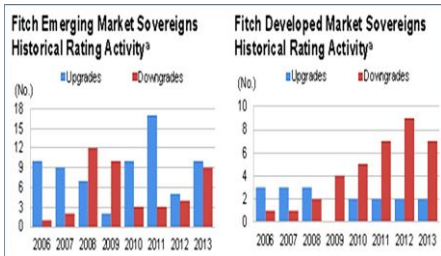
53

**RATINGS AND THE US SUBPRIME MORTGAGE-BACKED SECURITIES MARKET**

- ▶ Rating agencies kept a AAA rating for debts whose collateral was rapidly deteriorating!
- ▶ Ratings agencies failed to warn investors about the risk of complex financial instruments: In 2007, as housing prices began to tumble, Moody's **downgraded 83%** of the \$870 billion in mortgage securities it had rated at the AAA level in 2006.
- ▶ Summer 2013: the US SEC accused former Goldman Sachs trader Fabrice Tourre of misleading investors in a crisis-era deal that cost them \$1 billion

CHALLENGE: HOW MEASURING LIQUIDITY AND MARKET VALUE RISK?

**MYOPIE, CORRECTION, ET SUR-RÉACTION**



MH Bouchet (c) 2018

55

Les IDE en RUSSIA basés sur les ressources d'hydrocarbures ... et en dépit de notations médiocres et malgré la fuite des capitaux !

Economic Freedom	139 / 177	Heritage Foundation
HDI	67 / 177	UNDP
Ease of Doing Business	92 / 185	World Bank
Credit Rating	B	Coface
Credit Rating	BBB	Fitch
Country risk	158 / 209	OECD
Global Competitive Index	53 / 148	World Economic Forum
Opacity Index	46 / 59	Price-WaterhouseCoopers
Corruption Index	127 / 174	Transparency International

MH Bouchet (c) 2018

56

**MYTHE 7: LE DÉCLIN IMMINENT DU DOLLAR DANS  
LE SMI?**



MH Bouchet (c) 2018

57

**LES DEVICES GLOBALES?**

- ▶ Devise globale: utilisée par non-résidents comme moyen de paiement, unité de compte et réserve de valeur

**4 facteurs:**

1. Importance du pays dans le PIB global (RU XIX\* et USA XX\*)
2. Stabilité macroéconomique
3. Développement du marché financier (liquidité)
4. Externalités: coûts de transaction

**PRINCIPALES FONCTIONS D'UNE DEVISE  
GLOBALE**

<b>Fonctions</b>	<b>Agents privés</b>	<b>Banques centrales</b>
Unit of account	Invoicing international trade	Reference for other currency pegging
Means of payments	Payments of debts, liabilities and transactions	FX markets intervention
Store of value	Investment currency	Storing/Holding of official reserve assets

MH Bouchet (c) 2018

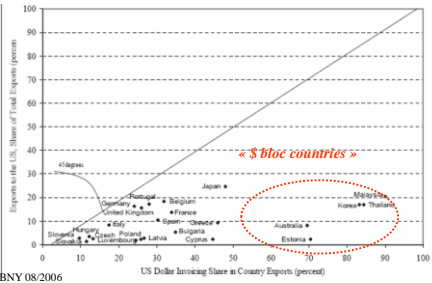
59

**US\$: UNE MONNAIE DE TRANSACTION GLOBALE**

- ▶ Le dollar conserve un rôle clé du fait de :
  1. Prépondérance macroéconomique des USA
  2. Rôle des « dollar bloc countries » en Asie
  3. Coûts bas de transaction et liquidité
  4. Importance du dollar comme monnaie de dénomination (pétrole, café, cuivre, or)
  5. Rôle des marchés d'eurodevises

Source: FRBNY n° 255, 08/2006

**PART DU US\$ DANS LES TRANSACTIONS COMMERCIALES**



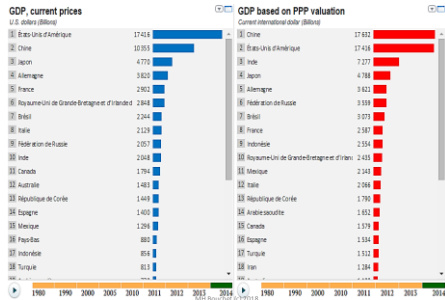
**LES CINQ ZONES ÉCONOMIQUES GLOBALES**

1. \$ zone: US\$18,000 milliards PIB
2. € zone: US\$10,500 milliards PIB
3. Yuan zone: US\$10,000 milliards PIB
4. Y zone: US\$6025 milliards PIB
5. £ zone: US\$2,700 milliards PIB

Global GDP-PPP=\$77,000 IMF-WEO

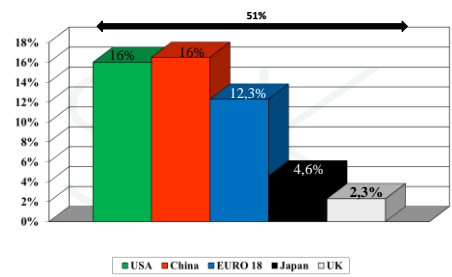


**LA MESURE DU PIB?**



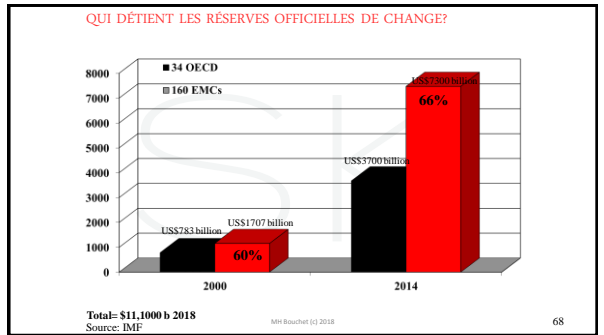
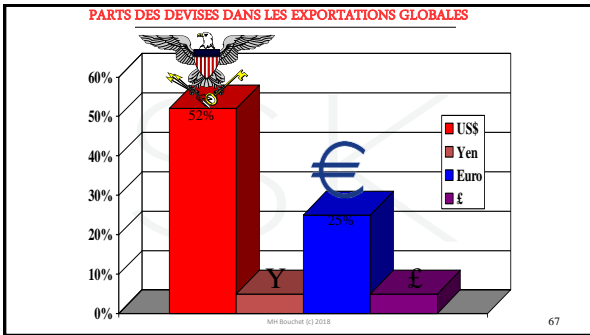
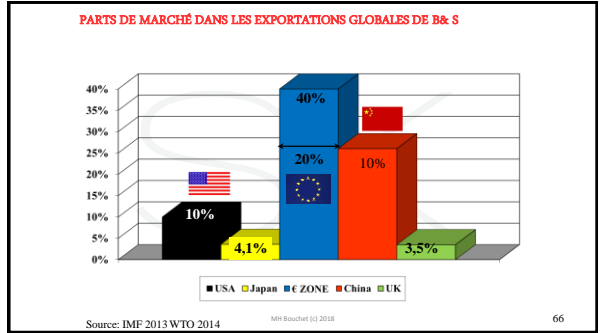
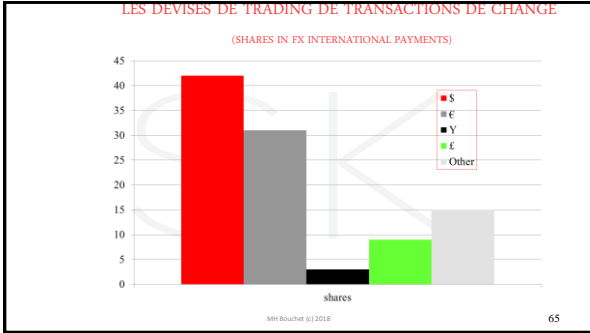
63

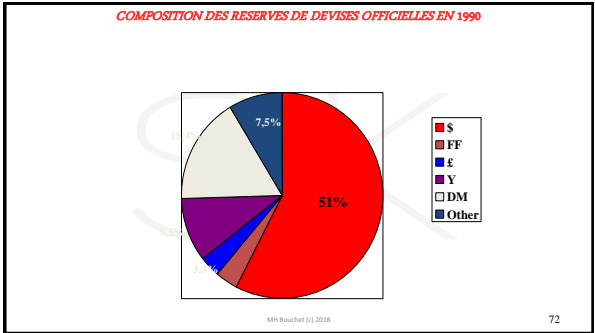
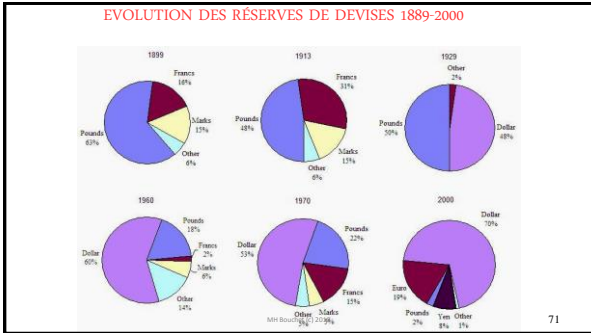
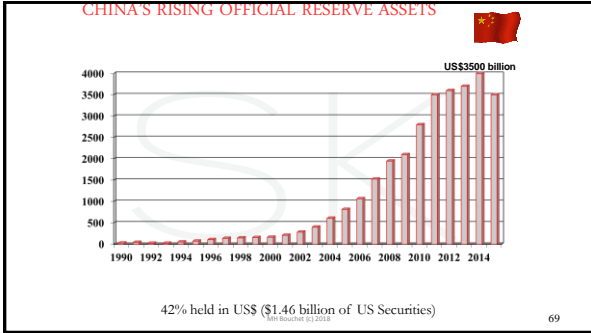
**RÉPARTITION DU PIB GLOBAL\***

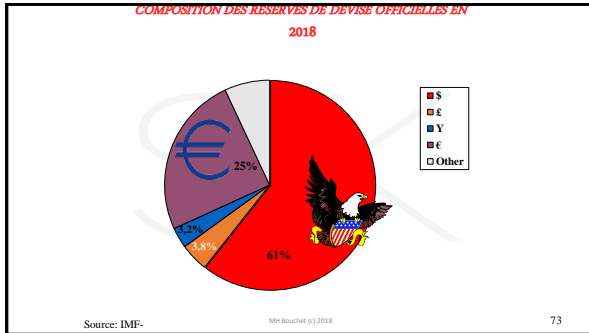


\* GDP shares based on the PPP valuation of country GDPs: IMF-WEO

64







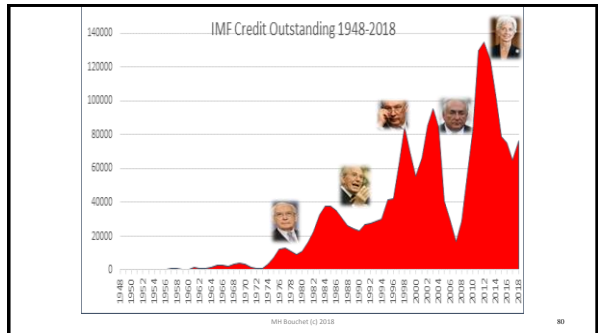
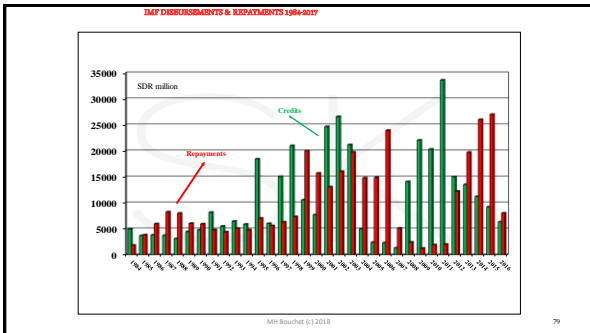
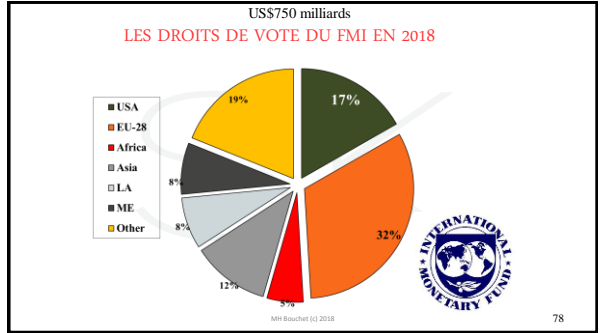
**MYTHE 8. UNE GOUVERNANCE GLOBALE ÉMERGE GRÂCE AUX INSTITUTIONS MULTILATÉRALES (ET À LA CRISE!)**

► Political system is nation-based while the market economy is globalized!  
Is the State doomed to death given the challenge of free-market forces and transnational flows?

AEMA FOM ARIA



- LA REGULATION GLOBALE**
- BIS (1933) & “Basel I-II-III”
  - IFIs (1944): IMF/World Bank: 188 countries
  - OECD (1961)
  - IIF (1983): 500 financial institutions
  - G10-G20 & G24
  - WTO (1995): 160 countries
  - IOSCO (International organization for securities)
  - IAS (International accounting standards)
  - Financial Action Task Force
  - Systemic Risk Board (2010)
- Mth Bouchet (c) 2018 76



**CONCLUSION:**

LA CRISE FINANCIÈRE GLOBALE N'A PAS « PURGÉ » LES INCERTITUDES ET  
LES RISQUES DE VOLATILITÉ?

1. Incertitude sur la politique monétaire accommodante aux USA
2. Risque de déphasage des politiques monétaires Zone-€/US et RU
3. Incertitude sur la reprise économique globale
4. Incertitude sur la croissance chinoise et le shadow banking
5. Incertitude sur la capitalisation bancaire
6. Incertitude sur les pays émergents et leur taux de change

MH Bouchet (c) 2018

81