

CAHIER DE RECHERCHE



Note de recherche
Culture, Mondialisation et Société.
ISSN 1714-7638

La naissance du *Marché intégré latino-américain (MILA)* : Les défis d'un nouveau schéma d'intégration des marchés des capitaux en Amérique latine.

Jean-Paul Calero
Septembre 2014



Les opinions exprimées et les arguments avancés dans cette publication demeurent l'entière responsabilité de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement ceux des membres du Centre d'études sur l'intégration et la mondialisation (CEIM).

La naissance du *Marché intégré latino-américain (MILA)* : Les défis d'un nouveau schéma d'intégration des marchés des capitaux en Amérique latine.

Jean-Paul Calero

Résumé français

Le Marché intégré latino-américain (MILA) créé en 2011 est une initiative regroupant les bourses de Lima, de Santiago et de Bogota et possiblement bientôt, la bourse de Mexico. Cette expérience unique d'intégration des marchés des capitaux en Amérique latine arrive dans un contexte de consolidation des groupes boursiers au niveau mondial et de rapprochement diplomatique sous l'Alliance du Pacifique. Nous analyserons la création du MILA à travers le rôle des acteurs privés et publics en utilisant à la fois les approches néo fonctionnaliste et intergouvernementaliste des relations internationales.

Abstract in English

The Integrated Latin-American Market (MILA) created in 2011 is an initiative that regroups the Lima, Santiago and Bogota Stock Exchanges and maybe soon the Mexico Stock Exchange. This unique integration experience of Latin American capital markets emerge in a context of global consolidation of stock exchanges as well as a diplomatic rapprochement between countries member of the Pacific Alliance. We will analyse the creation of MILA through the role of private and public actors using both neo-functionalism and intergouvernementalism approaches of international relations.

Le 31 mai 2011 sonnait pour la première fois la cloche du Marché intégré latino-américain (MILA) ou *Mercado integrado latinamericano* de son acronyme espagnol¹. Il ne s'agit pas d'une fusion entre places boursières mais plutôt de la mise en place d'un marché supranational connectant les activités des bourses de Lima, de Colombie et de Santiago. Il s'agit du premier cas de regroupement des marchés des capitaux en Amérique latine. Ce projet de dimension régionale vient soudainement d'attirer encore plus l'attention avec l'intégration,

¹ <http://www.mercadomila.com/>

² En excluant l'inscription à la cote notamment.

³ Cette baisse est en grande partie attribuable à la correction des prix des matières premières qui

prévue pour 2014 de la Bourse du Mexico. Sans pour autant avoir la taille des géants que sont les Bourses de New York Euronext, de Tokyo, ou de Londres, le MILA peut offrir une réelle alternative latino-américaine dans un contexte de crise économique des pays industrialisés.

Au niveau politique, ce modèle rompt avec l'expérience passée où l'intégration économique régionale a toujours été liée à la volonté initiale des États. Nous assistons ici à une initiative des acteurs économiques eux-mêmes. A travers les outils d'analyse de l'Économie politique internationale (ÉPI), nous soutiendrons qu'un processus d'intégration à la fois de type néo-fonctionnaliste et intergouvernementaliste est à l'œuvre. Le MILA a le potentiel d'offrir un guichet unique pour les investisseurs locaux et internationaux. Mais, les bourses et les États concernés par ce regroupement ont maintenant la responsabilité d'offrir un cadre réglementaire cohérent, uniforme et efficace au risque de décevoir les acteurs économiques. En ce sens, ce projet ne pourra qu'approfondir la coopération et l'intégration économique en Amérique latine par des effets de rétroactions réglementaires comme nous le verrons.

Intégration néo-fonctionnaliste et coopération intergouvernementaliste en ÉPI

Tel que défini par Niemann et Schmitter, le néo-fonctionnalisme est une approche de l'intégration régionale qui met de l'avant d'un côté les entités régionale et de l'autre les intérêts d'acteur nationaux non étatiques d'une région spécifique qui, afin de répondre à des besoins précis, crée une dynamique d'intégration (Niemann et Schmitter, 2009). Selon Walter Mattli, le passage théorique du fonctionnalisme au néo-fonctionnalisme repose avant tout sur le changement de cadre géographique. Le néo-fonctionnalisme se concentre sur les dynamiques régionales d'intégration alors que le fonctionnalisme des débuts visait la Communauté des nations dans son ensemble (Mattli, 1999). Les acteurs non étatiques demeurent cependant les instigateurs du processus d'intégration.

Dans cette approche, les États se trouvent face à la pression d'acteurs régionaux avec des intérêts communs créant ainsi une certaine *demande d'intégration*. Face à cette situation, les États répondent par une certaine délégation de pouvoirs dans un champ spécifique au profit d'une entité régionale devant offrir une juridiction régionale, ce qui est à la base de la logique fonctionnaliste (Hass, 1961). De ce processus de délégation découlerait un *enchaînement de*

délégation de compétence par l'approfondissement des besoins des pouvoirs initialement délégués. Il ne s'agit pas seulement d'un transfert mécanique de division de compétence mais d'un transfert d'autorité légitime que les premiers néo-fonctionnalistes qualifiaient de processus d'institutionnalisation (Ibid).

Le néo-fonctionnalisme a été critiqué pour diverses raisons (Hurrell, 1995). D'abord, pour avoir eu plus de facilité à expliquer le développement des institutions régionales sans pouvoir en expliquer les causes initiales. Ensuite, il a été accusé de n'avoir que le processus d'intégration européen comme sujet d'analyse. Enfin, parce qu'en théorie ce processus semble irréversible, de nombreuses critiques y ont vu une approche fondamentalement déterministe.

Ce mécanisme n'est cependant pas automatique car le rôle des États est incontournable. Ces derniers peuvent, à chaque étape de l'intégration, considérer leurs intérêts dans l'approfondissement du processus de débordement. Ils peuvent, à leur guise, limiter leur engagement ou l'accroître. A ce niveau, à défaut de transferts de souveraineté, les États préfèrent la mise en place d'institutions de coopération de type intergouvernemental où ils peuvent exercer leur souveraineté conjointement tout en agissant collectivement dans des domaines précis (Moravcsik et Schimmelfenning, 2009).

Analyser les vecteurs poussant les bourses en Amérique latine à se regrouper est donc une première étape vers la compréhension de la création du MILA. La seconde visera à analyser les intérêts étatiques en jeu.

Le nouveau contexte concurrentiel des bourses mondiales et latino-américaines

Initiés au début des années 1990, les processus de regroupements des bourses au niveau mondial l'ont été en réponse à trois facteurs : l'entrée de nouveaux acteurs en concurrence avec les bourses traditionnelles, la démutualisation et les fusions-acquisitions des grandes bourses internationales et enfin, l'augmentation de la négociation des titres de sociétés des pays émergents sur les places boursières des pays développés à travers les certificats d'actions étrangères (CEA) ou *Depositary Receipt* en anglais. Et, le constat vaut tant pour les pays développés que pour les pays en voie de développement (PED).

L'entrée de nouveaux joueurs dans le marché de l'exécution des transactions boursières, phénomène dit de *fragmentation*, est un facteur très récent. Afin d'entrer en concurrence avec les bourses, de nombreux groupes bancaires et d'investissement ont lancé des systèmes de

négociation parallèle (SNP) aux bourses traditionnelles. Facilité par l'évolution rapide des technologies de communication et un vent de dérèglementation dans les années 1990, le développement de ces systèmes qui ne recourent que partiellement les fonctions d'une bourse ont rapidement grignoté des parts de marché au niveau des frais d'exécution des transactions². En 2011, ces systèmes ont obtenu entre le quart et le tiers des exécutions sur le marché des actions en Amérique du Nord et en Europe (PWC, 2011). Les SNP ont donc poussé les bourses à se regrouper pour augmenter leur volume transactionnel. Ce phénomène est cependant peu présent au niveau des bourses des économies émergentes probablement à cause de leur retard technologique (AMF, 2013, p. 56)

Les années 1990 verront aussi la démutualisation progressive des bourses des pays industrialisés au profit d'un statut de corporation par action. Ces dernières deviendront rapidement elles-mêmes cotées en bourse et ainsi capable de rechercher plus facilement du financement pour leur propre projet d'acquisition de concurrents (Aggarwal, 2002; Christiansen et Koldertsova, 2008). Une tendance rapide de regroupement national et international des bourses s'opère alors. Certaines réticences autant de la part des régulateurs de la concurrence que des acteurs économiques locaux (banques, assureurs et fonds de pension) ont cependant été observées récemment (PWC, 2011). Les tentatives de mariage entre les bourses de Londres et de Toronto ainsi que celles de Singapour et de Melbourne en juin et avril 2011 en témoignent, elles qui ont connu des fins de non-recevoir. L'offre de mariage entre la *Deutsche Borse* et la *New York Euronext* a aussi été bloquée en février 2012 par la Commission Européenne.

Enfin, les bourses des pays émergents subissent depuis longtemps la concurrence des bourses des pays industrialisés à travers les certificats d'action étrangères (CAE). Les CAE ne sont pas réellement nouveaux. Si les premiers datent de 1927, leur multiplication est la résultante d'un mouvement alliant avancées technologiques, ouverture des marchés des capitaux et un intérêt croissant des gestionnaires de fonds pour une diversification mondiale de leurs portefeuilles sous gestion. Les CAE permettent de transiger des actions d'une compagnie

² En excluant l'inscription à la cote notamment.

étrangère à une bourse nationale sans pour autant que la dite compagnie ne respectent les mêmes critères d'encadrement que les sociétés locales (Moel, 2001).

Pour ce faire, il est nécessaire qu'un intermédiaire financier prenne possession de titres d'une société étrangère et produise un reçu garantissant la détention de ces derniers. Ce reçu est alors négociable à travers certaines des plus grandes bourses nord-américaines et européennes. On notera que deux types de CAE existent, soient les ADR (*American Depositary Receipt*) négociables sur les bourses américaines et les EDR (*European Depositary Receipt*) pour les places boursières européennes. Cette pratique permet de mettre directement en concurrence les bourses des PED avec celles des grands pays industrialisés.

Les études d'impact sur les places boursières des pays en voie de développement semblent démontrer que le développement des CAE s'est fait au détriment du développement des bourses des PED (Károlyi, 2004; Claessens, Klingebiel et Schmukler, 2006). La décennie des années 1990 a marqué un tournant important pour les marchés des capitaux des pays en voie de développement à revenu moyen et faible. La capitalisation boursière et la valeur de négociation en pourcentage du PIB a rapidement augmenté durant les *chaudes* années boursières de la décennie 1990. Pourtant, les valeurs négociées sur les marchés étrangers sont en très forte progression face aux marchés locaux alors que les nouveaux capitaux levés restent globalement faibles en pourcentage du PIB pouvant indiquer un effet de détournement de la négociation boursière vers les bourses des pays industrialisés (Tableau I). Une récente étude sur les bourses d'Europe de l'Est semble encore confirmer cette tendance (Korczak & Korczak, 2012).

Tableau 1. Évolution de divers ratios de capitalisation boursière pour les pays à haut, moyen et faible revenus de 1990-2000

Ratio	Pays à haut revenus		Pays à revenus moyen		Pays à faible revenus	
	1990	2000	1990	2000	1990	2000
Capitalisation de marché domestique /PIB	44 %	116 %	38%	42%	12%	21%
Valeur négociée/PIB	16 %	100 %	8%	19%	3%	7%
Valeur négociée étranger/domestique	40%	31%	3%	42%	0%	7%
Capitaux levés domestique/PIB	1%	7%	2%	2%	2%	1%
Capitaux levés étranger/PIB	0,1%	1,2%	0,0%	0,2%	0,0%	0,1%
Capitaux levés étranger/domestique	7%	28%	6%	65%	0%	1%

Capitalisation des Firmes internationales/PIB	10%	69%	0,5%	15%	0,0	4%
Capitalisation des Firmes internationales/capitalisation totale	25%	56%	3%	43%	0,1%	18%

Source : Claessens, Klingebiel & Schmukler, 2006 *Le Pérou et la Colombie sont classés comme pays à faible revenu, le Mexique et le Chili à revenu moyen.

L'Amérique latine n'a pas échappé à cette tendance. De 1997 à 2012, le nombre de CAE latino-américains sur les marchés des États-Unis a augmenté pour tous les pays membre du MILA mais surtout pour la Colombie et le Pérou (Tableau 2). Ainsi, plus de 50 % de la capitalisation des actions des entreprises latino-américaines était transigées sous la forme d'ADR sur la Bourse de New York et ce pour toute la décennie des années 1990. Ceci pouvait représenter jusqu'à 87 % de la capitalisation dans le cas du Mexique et 71 % dans le cas du Brésil (BID, 2002).

Tableau 2. Évolution du nombre d'American Depositary Receipt (ADR) pour les pays du MILA et le Mexique

	1997	2012
Chili	19	18
Colombie	2	11
Mexique	36	48
Pérou	3	9

Source : Pour 1997 (Moel, 2001), pour 2012 (JP Morgan : <https://www.adr.com>)

Une étude de 2006 effectuée sur les fonds d'investissements américains spécialisés sur l'Amérique latine révélait qu'ils utilisaient à hauteur de 78,7 % des ADR pour investir dans les actions chiliennes, 22,2 % pour les actions colombiennes, 44,9 % pour les actions mexicaines et 49 % pour les actions péruviennes (Aggarwal, Dahia et Klapper, 2005). Les ADR offraient des meilleures possibilités de financement, une plus haute évaluation des actifs et plus de liquidité sur les titres (BID, 2002; Chavez et Sylvia, 2008; Mendolia, 2010).

En 2008, lors de la première conférence sur les certificats étrangers d'Amérique latine, les organisateurs évaluaient la capitalisation négociée des ADR aux bourses de New York et du Nasdaq à près de 1060 milliards de \$US avec 95 émetteurs représentés comparativement à une capitalisation négociée de 750 milliards de \$US pour toutes les bourses latino-américaines et

1344 émetteurs représentés (BNYM, 2009). La capitalisation des ADR atteignait près de 667 milliards de \$ US en 2012 (BNYM, 2013) (voir tableau 2).

Le contexte concurrentiel des bourses latino-américaines, avec des marchés intérieurs forts modestes, n'est pas le même que leurs comparses des grands pays industrialisés. Si les bourses des pays industrialisés se regroupent sous la pression de nouveaux concurrents, les bourses des pays émergeant subissent la concurrence des bourses des pays industrialisés à travers les CAE. Il n'en demeure pas moins que des regroupements intérieurs récents étaient déjà à l'œuvre dans ces pays. Ainsi, l'actuelle bourse de Colombie (*Bolsa de Valores de Colombia*) est le fruit d'un regroupement de trois bourses nationales (Bogota, Medellin et Cali) en 2001. La Bourse brésilienne *Bovespa* achetait pour sa part sa rivale brésilienne la *Bolsa de Mercadorias & Futuros* en 2007. Le MILA marque donc une nouvelle étape dans ce processus de consolidation des groupes boursiers latino-américains sans pour autant être une fusion-acquisition cette fois-ci.

Le MILA : un positionnement stratégique dans le secteur boursier mondial.

Le MILA constitue déjà un acteur régional clef avec près de 565 entreprises à sa cote, ce qui en fait déjà le regroupement avec le plus grand nombre d'émetteurs en Amérique latine. Selon l'Association mondiale des bourses, à la fin de 2012, il avait une capitalisation regroupée de près de 678 milliards de \$US. Le groupe devient ainsi la deuxième «bourse» en termes de capitalisation en Amérique latine devant la bourse mexicaine *Bolsa de valores de Mexico* mais derrière la brésilienne *Bovespa*. Si l'on rajoute au MILA la probable adhésion de la *Bolsa de valores de Mexico*, ce regroupement deviendra un réel compétiteur à la *Bovespa* tout en rejoignant le club des quinze plus importantes bourses en action au niveau mondial (Tableau 3).

Tableau 3. Les vingt principaux groupes boursiers mondiaux sur actions par capitalisation en milliard (dollar US) en fin d'année 2012

NYSE Euronext (US et Europe)	16918	États-Unis/Europe
NASDAQ OMX	4582	États-Unis/Europe
Tokyo Stock Exchange	3479	Japon
London S.E	3396	Royaume Uni
Hong Kong S.E	2832	Chine
Shanghai S.E	2547	Chine
Toronto Stock Exchange (TSX)	2058	Canada
Deutsche Borse	1486	Allemagne
Australian Stock Exchange	1387	Australie

BSE of India	1228	Inde
National S.E of India	1234	Inde
Six Swiss Exchange	1233	Suisse
BM& F Bovespa	1227	Brésil
MILA + Bolsa de Mexico	1203	
Korea S.E	1179	Corée
BME Spanish Exchange	1030	Espagne
Shenzhen S.E	1050	Chine
NASDAQ OMX Nordic Exchange	996	Europe du Nord
BME Spanish Exchange	995	Inde
Johannesburg SE	907	Afrique du Sud
Moscow Exchange	825	Russie
Singapour SE	765	Singapour
Taiwan S.E	735	Taiwan
MILA	678	

Source: *World Securities Exchange Federation*. <http://www.world-exchanges.org/>

Lancé fin 2011, le volume transactionnel des bourses membres du MILA a atteint une valeur de 92 milliards de \$US en 2012 pour ensuite connaître une légère baisse en 2013 à 75 milliards de \$US³. Les transactions sur la plateforme MILA ne représentaient que 0,5 % de ce volume en 2013. Ceci s'explique par le fait que les opérateurs sur ces marchés ont encore le choix entre opérer sur leur bourse locale ou transiger sur la plateforme du MILA⁴. Le choix de la bourse locale devrait progressivement disparaître au profit de la plateforme intégrée du MILA (Myles, 2012).

La mise en place du MILA possède de nombreux avantages économiques. Tout d'abord, la complémentarité des trois bourses offre un effet de diversification. A cet effet, un nouvel indice, le Standard & Poors MILA 40 a été lancé regroupant les plus grandes sociétés des trois bourses⁵ (voir Figure 1). On notera que la Bourse de Lima y apporte 6 sociétés principalement du secteur minier, celles de Bogota 13 sociétés principalement du secteur financier, industriel et des ressources naturelles (pétrole et mines) alors que la bourse de Santiago amène près de 21

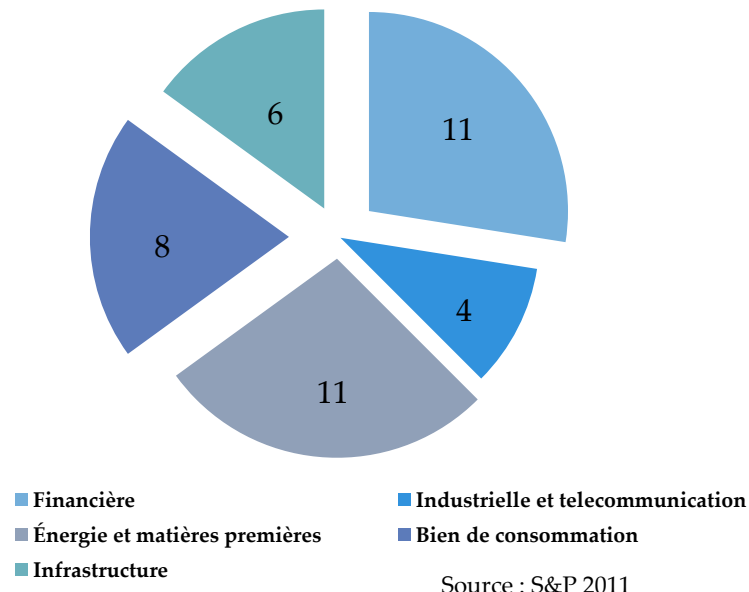
³ Cette baisse est en grande partie attribuable à la correction des prix des matières premières qui a affecté la capitalisation boursière de plusieurs grandes sociétés de la région.

⁴ MILA News No26 Décembre 2013. <http://www.mercadomila.com/newsletter>

⁵ S&P indices, MILA 40, Août 2011.

sociétés notamment dans le secteur financier, des infrastructures publiques et de la consommation.

Figure 1. Décomposition industrielle de l'indice S&P MILA



Puis, les fonds de pension et les caisses de retraites, en plein développement dans les pays latino-américains, pourront ainsi avoir accès à des indices de marché régionaux diversifiés. Ceci est crucial car avec l'adoption récente de systèmes de fonds de pension à capitalisation privé dans un contexte d'abaissement progressif des règles liées aux limites de possession d'actifs étrangers au Chili, au Pérou et au Mexique, les gestionnaires domestiques de fonds de pension auront devant eux une réelle option régionale d'investissement.

Ensuite, ceci pourrait permettre aux entreprises des trois pays de pouvoir se financer plus facilement par l'émission d'actions et ainsi offrir une alternative au financement bancaire traditionnellement plus coûteux (Mendoza, 2014). A ce niveau, les entreprises péruviennes pourraient être grandement favorisées alors qu'elles sont aussi nombreuses que leurs comparses chiliennes pour une capitalisation de moitié (Tableau 4).

Enfin, le MILA permettra d'augmenter la liquidité sur des marchés qui ont longtemps souffert du manque d'investisseurs. L'augmentation du volume pourrait par rétroaction permettre, à terme, de réduire les coûts transactionnels et de mise à la cote favorisant ainsi les investisseurs et les entreprises.

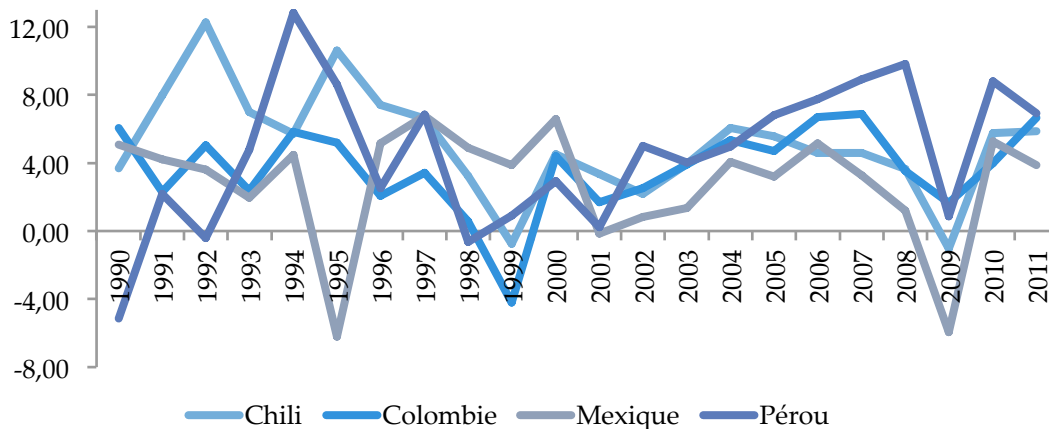
Tableau 4. Nombre d'émetteurs par pays membre du MILA et par capitalisation en 2011

	Capitalisation en milliards de \$US	Nombre d'émetteurs
Chili	342	227
Colombie	209	86
Pérou	161	231

Source : S&P : 2011

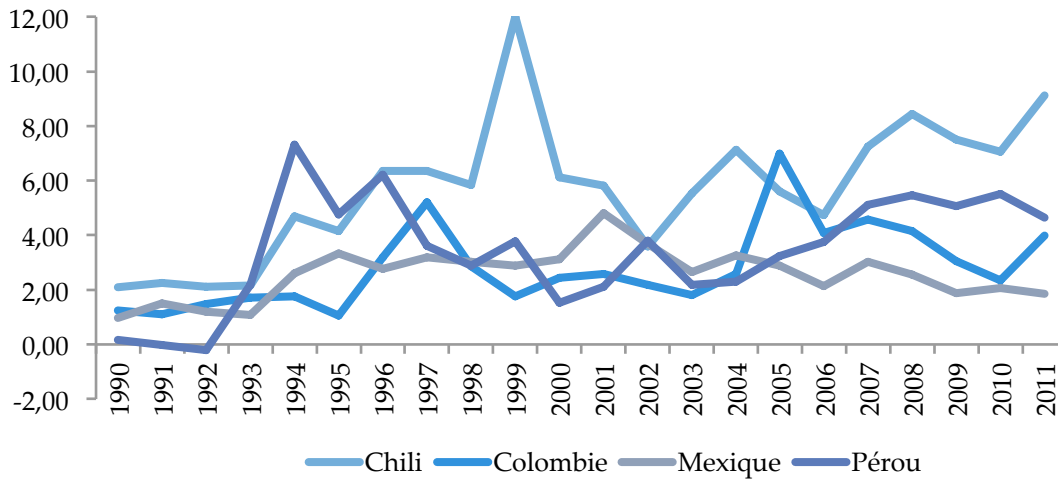
L'attractivité du MILA auprès des investisseurs internationaux tient actuellement du fait que ses membres ont connu de bon taux de croissance depuis les années 1990 à l'exception du Mexique en 1994 (crise du peso) et de manière générale pendant la Grande récession de 2008. Les membres actuels du MILA (Colombie, Pérou, Chili) n'ont pas connu de réelles récessions depuis 1990 à l'exception de la Colombie en 1999 (-4,2 % de contraction du PIB) (Figure 2). Les investissements étrangers directs en pourcentage du PIB ont ainsi été en progression depuis les vingt dernières années pour tous les membres du MILA notamment le Chili et le Pérou alors que le Mexique a connu une certaine stagnation (Figure 3). L'épargne domestique en pourcentage du PIB est aussi en nette hausse depuis 2001 pour tous les membres du MILA et le Mexique (Figure 4).

**Figure 2. Croissance du PIB en %
1990-2011**



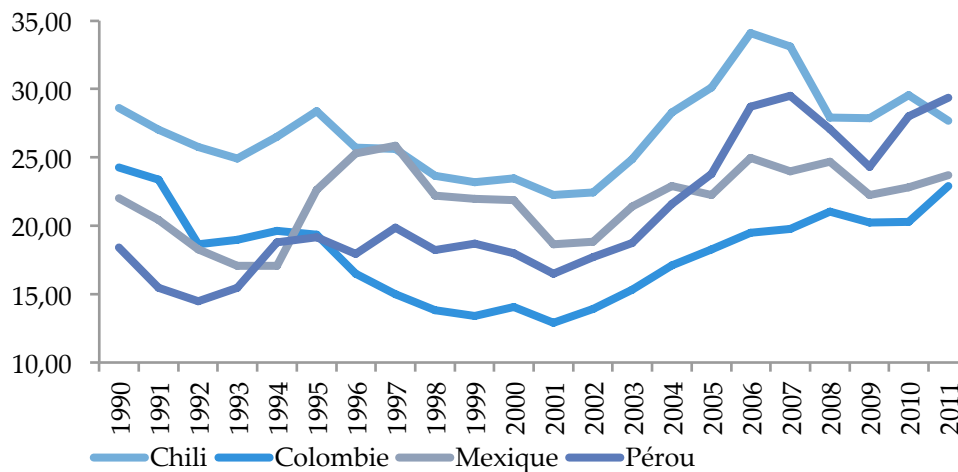
Source : World Bank
database

Figure 3. Investissements étrangers directs (IED) : entrée nette en % du PIB 1990-2011



Source : World Bank database

Figure 4. Épargne domestique en % du PIB

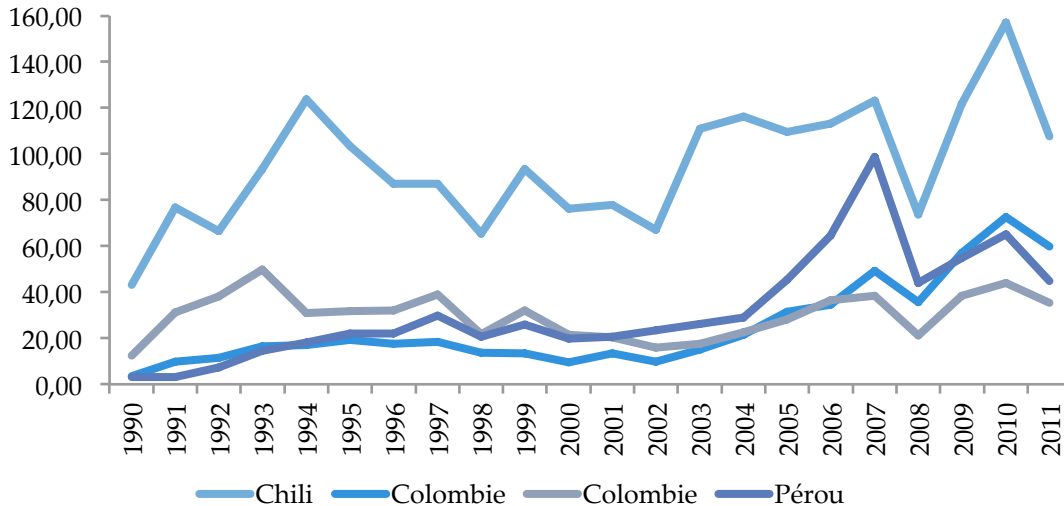


Source : World Bank

Enfin, la capitalisation boursière des sociétés publiques dans les pays du MILA en pourcentage du PIB peut servir d'indicateur d'appréciation du développement du secteur financier. Sans surprise le Chili, qui est reconnu pour avoir un des secteurs financiers les plus solides en Amérique latine, possède un ratio élevé alors que le Pérou et la Colombie affichent

de nettes progressions. Le Mexique voit quant à lui une certaine stagnation de la capitalisation boursière de ses sociétés publiques relativement à son PIB (Figure 5).

Figure 5. Capitalisation boursière des sociétés publiques par pays en % du PIB 1990-2011



Source: World Bank database

Le MILA : une expérience néo-fonctionnaliste et intergouvernementaliste.

Dès juillet 2007, la Bourse de Colombie approche la Bourse de Lima pour lui proposer de créer un marché boursier supranational (Superintendencia financiera de Colombia, 2011, p. 95). Il faudra attendre septembre 2009 pour que la Bourse de Santiago considère une entente tripartite.

Dès octobre 2009, les autorités de réglementation financière des trois pays⁶ vont alors conjuguer leurs efforts et signer une série d'accords multilatéraux afin de mettre en place un cadre de coopération⁷. Un premier accord, très général, sera suivi par un second, celui signé le

⁶ Les trois régulateurs nationaux sont : La *Comisión Nacional Supervisora de Empresas y de Valores del Perú*, la *Superintendencia Financiera de Colombia* et la *Superintendencia de Valores y de Seguros de Chile*.

⁷ *Memorandum de Entendimiento entre la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores del Perú, la Superintendencia Financiera de Colombia y la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile*. 9 p.
http://www.svs.cl/sitio/otra_informacion/doc/mou/memorando_superintendencia_colombia_peru_chile.pdf

15 janvier 2010⁸. Beaucoup plus précis, ce dernier visait l'établissement de règles concernant le transfert d'information et les demandes d'assistance entre les régulateurs nationaux responsables d'encadrer le MILA. Un comité de supervision formé de deux fonctionnaires de chaque régulateur national puis un secrétariat technique devant coordonner l'échange d'information, les travaux et les consultations conjointes entre les trois régulateurs seront mis en place grâce à un troisième accord signé le 15 juin 2011⁹.

Enfin, le 15 juin 2012, un dernier accord sera signé dans l'objectif de renforcer la coopération entre régulateurs. Il mènera à la création d'un comité exécutif chargé de faciliter l'harmonisation du cadre réglementaire, la coopération au sein des trois régulateurs et enfin d'adopter un protocole final pour surveillance conjointe du MILA¹⁰.

Deux points importants sont ici à souligner. L'approche classique de l'intégration latino-américaine qui a toujours été le fait de longues et complexes négociations entre les pouvoirs publics défendant leurs intérêts nationaux (Malamud et Gardini, 2012) fait ici place à une approche plus néo-fonctionnaliste où les acteurs économiques régionaux ont pris les devants et ont exercé une demande d'intégration tel que l'avait décrit Karl Deutch et ses successeurs. Si l'on compare cela aux processus d'intégration commerciaux dans les Amériques, tels que la Communauté andine des nations (CAN) ou encore le Mercosur, qui ont pris des décennies pour être mis en place, la différence est flagrante.

Mais du même coup, si le processus d'intégration ne peut donc plus être considéré comme découlant de la seule action gouvernementale. La vitesse de réponse des régulateurs à mettre en place un cadre réglementaire sous-entend aussi une véritable volonté politique de type intergouvernementaliste pour soutenir cette initiative.

⁸ *Memorando de Entendimiento entre la Comisión Nacional Supervisor de Empresas y Valores del Perú, la Superintendencia Financiera de Colombia y la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile. 14 p.*
http://www.svs.gob.cl/sitio/otra_informacion/doc/mou/memorando_superintendencia_colombia_peru_chile_2010.pdf

⁹ *Adenda al Memorando de Entendimiento de fecha 15 de enero del 2010 suscrito entre la Comisión Nacional Supervisor de Empresas y Valores del Perú, la Superintendencia Financiera de Colombia y la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile. 9 p.*
http://www.svs.gob.cl/sitio/otra_informacion/doc/mou/Mou_SFC_CONASEV_SVS.pdf

¹⁰ *Adenda II al Memorando de Entendimiento de fecha 15 de enero del 2010 suscrito entre la Comisión Nacional Supervisor de Empresas y Valores del Perú, la Superintendencia Financiera de Colombia y la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile. 5 p.*
http://www.svs.cl/portal/principal/605/articles-14244_doc_pdf.pdf

Des dynamiques économiques renforçant un régionalisme intergouvernementaliste

La crise économique actuelle a clairement montré que la globalisation financière est un facteur incontournable de la régulation économique mondiale. Les nouvelles technologies de l'information et des communications (TIC) ont grandement facilité la mobilité des capitaux. Les grands investisseurs institutionnels n'hésitent plus à diversifier leur actif sur une base internationale.

Face à un contexte de morosité économique dans les pays industrialisés, de montée de l'instabilité politique dans les pays d'Afrique du Nord et du Moyen-Orient, mais aussi dans un contexte de remontée des prix des matières premières, les pays latino-américains doivent actuellement gérer l'entrée d'énormes flux de capitaux au point de devoir exercer des politiques de contrôles des capitaux étrangers. Les réserves de devises en dollars américains dans les banques centrales de ces pays pourraient presque faire oublier les difficultés connues dans la région durant les années 1980. Paradoxalement, l'histoire économique récente a aussi clairement exposé la rapidité avec laquelle les flux de capitaux étrangers peuvent fuir un pays ou une région entière. Les crises russe et asiatique n'avaient été qu'un prélude à ce type de situation (Krugman, 2000).

On peut ainsi, du point de vue des États, faire l'hypothèse que l'émergence d'un marché des capitaux régional pourrait limiter, en partie du moins, ces mouvements déstabilisateurs en favorisant une solution alternative d'investissement pour les acteurs locaux à travers l'accès au marché régional.

On peut aussi postuler que plusieurs avantages découlent du renforcement d'un marché régional des capitaux. Tout d'abord, la dépendance des entreprises locales aux financements extrarégionaux s'en trouvera réduite. Ceci permettra de renforcer l'offre de financement en mettant en concurrence financement bancaire et marché des capitaux, tout en offrant des opportunités pour les fonds de pension locaux qui recherchent des opportunités de placement. Ainsi, le regroupement de plusieurs bourses peut être entrevu comme une réponse à l'étroitesse d'un marché des capitaux locaux (Jimenez et Manualito, 2011). A ce niveau, l'Amérique latine accusait un retard face aux marchés des pays asiatiques dans les années 1990 (Stallings, 2003).

Si la substitution complète face aux capitaux étrangers n'est pas un objectif réaliste, la création d'un marché des capitaux intégré au niveau régional pourrait être une solution mitoyenne. C'est dans ce cadre que l'on peut interpréter l'appui des différents gouvernements à ce type de regroupement. Le processus intergouvernementaliste est donc bien présent et il est important de le souligner. Un premier pas vise à pouvoir allier un enjeu économique fort à un processus d'uniformisation réglementaire entre les trois pays. Une certaine uniformisation des cadres de réglementation demandera aussi bien une bonne coopération entre les bourses mais aussi entre les autorités de réglementation de chaque États. La création des divers comités devant encadrer le MILA, sans être des entités supranationales, indique que les États ont rapidement ressenti le besoin d'avoir des organes de réglementation conjoints. Le point important à retenir est que les États n'ont pas en soi abdiqué leur souveraineté mais opté pour une approche communautariste. Ces derniers pourraient cependant être confrontés à la nécessité de renforcer les prérogatives de ces nouveaux organes pour asseoir leur crédibilité.

Puis, l'évaluation des entités de réglementation nationales en Amérique latine a parfois révélé que du travail devait être accompli au niveau de la transparence des décisions, du financement des agences ou encore au niveau de l'indépendance du régulateur (Pasquini, 2010).

Toujours dans une perspective néo-fonctionnaliste, ce processus d'intégration pourrait permettre des ajustements juridiques importants et la mise en commun de ressources et de compétences réglementaires afin d'assurer une meilleure surveillance et un meilleur développement des marchés des capitaux de la région dans le futur (Mendoza, 2014). Ainsi, le développement du MILA qui vise, dans une seconde phase, la création de produits dérivés poussera aussi à établir de nouvelles réglementations. D'autres champs pourront aussi être ouverts à l'harmonisation afin de faciliter les activités des acteurs économiques. On n'a qu'à penser aux questions de fiscalité des investissements, de normes sur les contrôles de capitaux, l'avancement dans l'adoption des normes comptables internationales (IFRS).

Un autre avantage est lié au renforcement de l'investissement intrarégional ce qui pourrait, par rétroaction, recréer d'autres demandes d'intégration de la part des acteurs économiques. Le point central ici est que les États n'auront pas le choix de coopérer sans quoi des possibilités d'arbitrage réglementaire pourraient émerger minant ainsi la confiance des acteurs face à la qualité de la réglementation et de l'harmonisation des règles en cours (Myles, 2012).

Le MILA et l'Alliance du Pacifique (AP): l'agenda de la politique extérieure

La création du MILA est souvent associée à l'émergence d'une alliance diplomatique connue sous le nom d'Alliance du Pacifique (AP) regroupant les pays membres du MILA auxquels s'ajoutent le Mexique, le Costa Rica et le Panama, comme membres associés¹¹. Nous verrons au contraire que l'AP n'a pas initié le MILA mais pourrait le renforcer.

L'AP est officiellement née le 28 avril 2011 d'un accord signé à Lima. Le lieu de signature de l'accord ne tient pas du hasard. Le projet est né des démarches diplomatiques du Pérou qui a opté pour une nouvelle diplomatie commerciale sous la Présidence d'Allan Garcia sous l'impulsion des idées de son Ministre du Commerce, Alfredo Ferrero. L'idée est simple mais découle d'une logique géopolitique brillante qui tient en trois éléments (Ruiz, 2010).

D'abord, il s'agit de reconnaître que le Pacifique est la porte du commerce avec l'Asie, notamment de la Chine qui est en passe de devenir le plus important partenaire commercial des pays de la région (Arès, Deblock & Lin, 2011).

Puis, l'AP vise à profiter des accords commerciaux déjà existant entre les membres de l'Alliance afin d'approfondir les baisses des tarifs douaniers tout en renforçant l'harmonisation des règles commerciales (règle d'origine, transport aérien et maritime, normes phytosanitaires, règlement des différends etc...). A cela s'ajoute aussi l'intégration de nouveaux thèmes dont la promotion et le traitement des investissements, l'ouverture à la compétition sur les contrats publics ou encore la libre circulation des personnes.

Enfin, cette alliance vise à établir une position diplomatique commune afin que les membres puissent négocier un front commun dans les négociations commerciales entourant le Partenariat Transpacifique (TPP) (SELA, 2013). Un tel positionnement diplomatique survient dans un contexte où l'Amérique latine est éclatée entre trois schémas d'intégration. Un premier bloc, réunissant les pays membres du Mercosur (Brésil, Argentine, Uruguay, Paraguay), est basé sur une union douanière pro-industrielle. Puis, un second impulsé par le Venezuela et Cuba sous l'alliance bolivarienne pour les Amériques (Alba) est de type socialiste et vise un

¹¹ The Economist, *The Pacific players go to the Market, An incipient new club proclaims that Brazil is not South America's only game.* 7 avril 2011

système de troc et qui n'est pas sans rappeler le mode de relations commerciales de l'ancien bloc soviétique. Ce modèle attire plusieurs pays qui ont rejeté, tout comme les membres Mercosur toute négociation de traité de Libre-échange avec les États-Unis, soient la Bolivie, l'Équateur, le Nicaragua. Enfin, le projet d'intégration économique andin connu sous le nom de Communauté andine des nations ou CAN qui, divisé depuis le milieu des années 1990, entre partisan d'une plus grande ouverture économique (Pérou, Colombie) et ceux désireux d'opter pour d'autres modèles d'intégration (Équateur, Bolivie, Venezuela) a, pour ainsi dire, éclaté lors de la signature d'accords bilatéraux de libre-échange entre les États-Unis, le Pérou et la Colombie.

L'annonce, le 22 avril 2011, du départ du Venezuela de la Communauté andine des nations (CAN) a ainsi eu comme impact de stimuler la création de l'AP. Le Président péruvien Alan Garcia, après une série de rencontre entre 2007 à 2009 en Colombie, au Chili et au Mexique a réussi à coaliser, six jours exactement après la sortie de Caracas de la CAN, les futurs membres de l'Alliance du Pacifique autour d'un troisième axe commercial, cette fois-ci de nature plus libre-échangiste.

L'accord d'intégration des bourses est donc chronologiquement conclu avant la mise en place de l'AP puisque, comme nous l'avons vu, les bourses de Colombie et de Lima étaient en discussion depuis 2007 pour intégrer leur marché. C'est la même conclusion que tire l'étude du Secrétariat Permanent du Système Économique Latino-Américain et des Caraïbes (SELA). En fait, l'AP n'a servi, dans un premier temps, que de forum visant à centraliser et regrouper les différentes initiatives d'intégration déjà en place dont le MILA (SELA, 2013, p. 16). Les avancées de l'intégration des marchés des capitaux au niveau régional seront par la suite soulignées dans les divers sommets de l'AP qui reconnaîtra l'importance de son approfondissement¹². L'action des acteurs économiques n'a donc pas été instrumentalisée par l'action des États, ce qui confirme le processus néo-fonctionnaliste.

D'un autre côté, on ne peut ignorer que la volonté récente de la Bourse de Mexico d'accéder au MILA a pu être favorisée par la création de l'AP. Ainsi, c'est bien pendant la deuxième rencontre des pays membres de l'AP, le 15 décembre 2011, que la Bourse de Valeurs de Mexico signait un accord visant son intégration au MILA. Le régulateur mexicain (*Comisión*

¹² Notamment la deuxième conférence de l'Alliance du Pacifique à Merida (SELA, 2013, p. 9)

Nacional Bancaria y de Valores ou CNBV) devra donc intégrer les accords déjà signés par les autres bourses. L'intégration officielle de la bourse de Mexico au MILA devrait être complétée pour la fin de 2014¹³.

Les défis du MILA

Le MILA possède un potentiel certain mais aussi plusieurs défis devant lui. Il existe tout d'abord une série d'enjeux techniques qui limitent sa capacité d'offrir un marché des capitaux intégré au niveau régional. Il n'existe, pour l'instant, qu'une plateforme transactionnelle intégrée représentant un faible volume transactionnel qui lie les courtiers des différents pays entre eux mais sans donner un accès direct aux systèmes électroniques de la bourse de chaque pays. Pour l'heure, un courtier intermédiaire est donc requis, ce qui ne sera plus le cas dans la deuxième phase d'intégration. La plateforme transactionnelle du MILA devra donc remplacer les autres plateformes locales dans une seconde phase. Ensuite, le système actuel de transaction ne permet pas la conversion automatique en devises étrangères. Ceci laisse à l'investisseur le risque de conversion lorsque le règlement final de la transaction arrive quelques jours plus tard (Myles, 2012). Enfin, le MILA est pour l'instant restreint au seul marché des actions. Les opérateurs visent cependant l'intégration des produits de dettes et des produits dérivés ainsi que la possibilité de lever des capitaux dans un contexte réglementaire harmonisé au niveau des pays membres.

Ainsi, comme nous l'avons déjà souligné, il existe des défis d'ordre réglementaire qui encore une fois pourraient permettre des *effets de débordement*. Ces derniers pourraient toucher l'harmonisation des systèmes fiscaux pour les marchés des capitaux (KPMG, 2012)¹⁴. Mais aussi l'uniformisation des normes comptables alors que les grandes sociétés péruviennes et chiliennes utilisent les normes IFRS (*International Financial Reporting Standard*) ce qui n'est pas le cas des entreprises colombiennes (Myles, 2012). Enfin, l'approfondissement du MILA

¹³ El Economista, *México, al Mila este mismo año*, 14/01/2014

<http://eleconomista.com.mx/mercados-estadisticas/2014/01/14/mexico-mila-mismo-ano>

¹⁴ Ceci touchant, notamment, l'harmonisation notamment du traitement du gain en capital et des dividendes ainsi que de son application en fonction du statut de l'investisseur (société, étrangers versus résidents).

demandera la mise en place d'un cadre réglementaire régional ce qui impliquera de renforcer la coopération entre les différents régulateurs nationaux. Cet effort pourrait du coup renforcer la qualité de l'encadrement règlementaire au niveau régional (Mendoza, 2014).

En terminant, notons que certains observateurs de l'intégration régionale latino-américaine ont récemment souligné l'essoufflement des projets d'intégration considérant que le MILA ne serait qu'une expérience basée sur des intérêts communs marginaux entre États de la région (Malamud et Gardini, 2012). Ceci nous semble être discutable. Premièrement, parce qu'il ne s'agit justement pas d'un projet initialement initié par les États mais bien d'un processus néo-fonctionnaliste enclenché par les acteurs privés. Ensuite, parce que le renforcement du projet d'intégration devra dorénavant, en partie, passer par un approfondissement de la coopération entre les États et les régulateurs financiers. Enfin thèmes de coopération à venir sont loin d'être marginaux. Ils sont cependant différents de ceux des processus d'intégration déjà à l'œuvre en Amérique latine qui ce sont principalement concentrés sur les barrières tarifaires et non tarifaires au commerce et à l'investissement. A ce niveau, l'utilisation de l'AP comme forum politique semble déjà servir de véritable *courroie de transmission*. Il n'en demeure pas moins que le MILA est une première et qu'elle pourrait relancer l'intégration régionale sous d'autres formes aux risques de décevoir divers acteurs financiers régionaux et internationaux.



Bibliographie

- Autorité des marchés financiers (2013), *Cartographie 2013 des risques et tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne*, Paris, Juillet, 159 p.
- Aggarwal, Reena, Sandeep Dahiya et Leora Klapper (2005), *ADR holdings of US Based Emerging Market Funds*, Policy Research Working Paper Series 3538. World Bank. 50 p.
- Aggarwal, Reena, (2002). «Demutualisation and Corporate Governance of Stock Exchanges». *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.15, no.1 , pp.105-113.
- Ares, Mathieu, Christian Deblock & Ting-Sheng Lin (2011). «La Chine et l'Amérique latine: Le grand chambardement ». *Revue Tiers Monde*, no.208, pp.65-82.
- Banque Interaméricaine de Développement (BID) (2002), «Chapter 5 : Financial Integration» in *Beyond Borders : The new regionalism in Latin America*, pp.101-124
- BNYM. (2013). The depositary Receipt Market 2012 Yearbook. 39 p.
<http://www.adrbnymellon.com/files/MS36751.pdf>

- BNYM. (2008), *1st Annual Deposit Receipt Issuers' Latin America*. 2008. <http://www.dricworld.com/regions/latin/archive/>
- Christiansen, Hans & Alissa Koldertsova, (2008). *The Role of Stock Exchange in Corporate Governance*, OCDE, 2008, 32 p.
- Clark, Dennis Mark.(2010) «South American Capital Markets Performance» in Alberto R. Masalem (dir.) *Capital Markets in the Southern Cone of Latin America*. Center for Financial Stability. Pearson Education, pp. 20-46.
- Hass, B. Ernst (1961). «International integration: The European and the Universal Process». *International Organization*. Vol.15 no.3, pp. 336-392.
- Hurrell, Andrew (1995), «Regionalism in Theoretical Perspective» In Louise Fawcett et Andrew Hurrell (Eds.), *Regionalism in World Politics*, Oxford University Press. pp. 37-73.
- Jiménez, Luis Felipe y Sandra Manuelito (2011), «América latina : sistemas financieros y financiamiento de la inversión : Diagnósticos y propuestas», *Revista de la CEPAL*, no.103 Avril, pp.47-75.
- Karolyi, G. Andrew (2004), «The role of American Depositary Receipts in The Development of Emerging Equity Markets», *The Review of Economics and Statistics*. Vol. 86, no.3, pp. 670-690.
- Korczak, AK et P. Korczak, (2013), «The development of Emerging Stock Markets and the Demand for Cross Listing». *Journal of Empirical Finance*. Vol.24, pp.63-77.
- KPMG (2012), *Efectos tributarios: Mercado integrado de valores: MILA*. 28 p.
- Krugman, Paul. (2000), *Pourquoi les crises reviennent toujours*, Seuil. 213 p.
- Malamud Andrés & Gian Luca Gardini (2012), «Has regionalism Peaked ? The Latin American Quagmire and its lessons». *The Italian Spectator: Italian Journal of International Affairs*, Vol.47 no.1, pp. 116-133.
- Mattli, Walter (1999), «Introduction» in *The Logic of Regional Integration: Europe and Beyond Integration*, pp. 1-18.
- Mendolia, Alfredo, (2010), «ADR effects on Domestic Latin American Financial Market», *Journal of Economics, Finance and administrative Science*. Vol.15 no.28, pp.45-64.
- Mendoza, José Miguel (2014). *The Political Economy of capital markets in Latin America*, Working Paper, Universidad de los Andes. 60 p
- Moel, Alberto, (2001), «The Role of American Depositary Receipt in the Developments of Emerging Markets», *Economia*, Vol.2, no.1, pp.209-273.

- Moravcsik, Andrew et Frank Schimmelfenning (2009). *Liberal Intergovernmentalism* in Wiener, Antje et Thomas Diez (Eds), «European Integration Theory», Oxford University Press, Seconde édition pp.45-66.
- Myles, Danielle (2012), «How to make LatAm's Mila Exchange Work», *International Financial Law Review*, Vol. 31, Issue 3. P.30-31.
- Niemann, Arne et Philippe C. Schmitter (2009). *Neofunctionalism* in Wiener, Antje et Thomas Diez (Eds), «European Integration Theory», Oxford University Press, Seconde édition pp.45-66.
- Pasquini, A. Ricardo (2010). «Securities Regulations and Evaluations on the Degree of Implementation» in Alberto R. Masalem (Eds) *Capital Markets in the Southern Cone of Latin America*. Center for Financial Stability. Pearson Education, 2010, pp.79-119.
- PWC (2011). *Trading Blocks What next for the stock exchanges*, Août, 28 p.
- Ruiz, José Briceño, (2010). «La Iniciativa del Arco del Pacífico Latinoamericano», *Revista Nueva Sociedad*, no.228, Juillet-Aout, pp.44-59
- SELA (2013), *La Alianza del Pacífico en la Integración Latinoamericana y Caribeña, Relaciones intrarregionales*, Secretaría Permanente. Caracas. Mai, 26 p.
- Stallings, Barbara (2003), *Domestic Capital Markets in Latin America and East Asia : An alternative to Foreign Capital*. Working Paper. LAEBA. No.15, 28 p.
- Superintendencia Financiera de Colombia (2011). *Actualidad en el sistema financiero Colombiano*, Juin, 138 p.
- Sylva, Cristina Ana & Gonzalo A Chávez. (2008), «Cross-listing and liquidity in emerging market stocks», *Journal of Banking and Finance*, no.32, pp. 420-43

Direction
Mathieu Arès, professeur
adjoint, Université de Sherbrooke
Hugo Loiseau, professeur
agrégé, Université de Sherbrooke

Abonnez-vous
[À la liste de diffusion](#) 
[Au fil RSS](#) 

**Centre d'études
sur l'intégration
et la mondialisation**

Adresse civique :
UQAM, 400, rue Sainte-Catherine Est
Pavillon Hubert-Aquin, bureau A-1560
Montréal (Québec) H2L 2C5 CANADA

Adresse postale :
Université du Québec à Montréal
Case postale 8888, succ. Centre-Ville
Montréal (Québec) H3C 3P8 CANADA

Courriel : ceim@uqam.ca
Site web : www.ceim.uqam.ca

Téléphone : 514 987-3000, poste 3910
Télécopieur : 514 987-0397
Courriel : oda@uqam.ca
Site web : www.ameriques.uqam.ca



Rédaction

Jean-Paul Calero

Chercheur associé au CEIM