

# INTÉGRATION AUX MARCHÉS FINANCIERS INTERNATIONAUX ET LISSAGE DE LA CONSOMMATION : OBSERVATIONS RÉCENTES EN AMÉRIQUE LATINE

GUILLERMO LARRAIN \*

MARIEL SIRAVEGNA \*\*

GUILLERMO YAÑEZ \*\*\*

87

**A**u cours des trente dernières années, les pays d'Amérique latine ont réalisé d'importants progrès dans le domaine de l'intégration à l'économie mondiale. Cependant, la route n'a été ni simple, ni directe. Dans les années 1970, il y avait deux conceptions de l'intégration aux marchés mondiaux, personnifiées par l'Argentine et le Chili. Dans les grandes lignes, on peut dire que l'Argentine a préféré l'intégration financière aux marchés de capitaux mondiaux, alors que le Chili a donné la priorité au commerce<sup>1</sup>.

La crise de la dette des années 1980 a modifié les efforts d'intégration. Pour ce qui est du commerce, le protectionnisme a fait sa réapparition dans presque tous les pays et l'intégration financière a pratiquement été inversée. L'Argentine et le Brésil ont instauré un marché commun, mais avec des barrières tarifaires élevées à l'encontre du reste du monde. Après une période de droits de douane élevés qui s'est prolongée jusqu'en 1985, le Chili a renoué avec sa stratégie d'ouverture au commerce, d'abord unilatéralement jusqu'en 1990 et fondée sur des accords commerciaux par la suite.

---

\* Président, Commission de surveillance des valeurs mobilières et des assurances, Chili ; président, Comité des marchés émergents, Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières.

\*\* Professeur assistant, université Santo Tomas, Chili.

\*\*\* Directeur, École de gestion, université Santo Tomas, Chili.

Dans les années 1990, le Mexique a été le premier pays d'Amérique latine à ouvrir une nouvelle période d'intégration aux marchés mondiaux des capitaux. Ce processus fut concomitant à l'accord commercial ALENA (Accord de libre-échange nord-américain) et à l'adhésion du Mexique à l'OCDE. La crise dite « Tequila » a mis en danger ces efforts, mais les autorités mexicaines ont tenu bon. Elles furent les premières en Amérique latine à adopter une politique de taux de change flexibles qui les a aidées par la suite à surmonter la crise asiatique. Le processus d'intégration du Mexique se poursuit désormais sans à-coups.

En 1991, l'Argentine a adopté un directoire monétaire (*currency board*). Dans le contexte des marchés financiers internationaux extrêmement liquides, ce pays a libéralisé considérablement les entrées de capitaux. Comme l'inflation ne s'est que rarement approchée des niveaux mondiaux et a rarement été inférieure à ceux-ci, une substantielle appréciation réelle de la monnaie s'est produite. L'Argentine a connu de graves récessions pendant les crises Tequila et asiatique, mais le directoire monétaire et le processus d'intégration aux marchés financiers internationaux ont été maintenus. Ce n'est que lors de l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques que l'Argentine n'a plus été en mesure de maintenir son directoire monétaire. Depuis, elle n'a pas seulement modifié sa politique de change, mais elle est également revenue sur sa politique antérieure d'intégration financière.

Au contraire, le Brésil et le Chili ont poursuivi leurs efforts vers une intégration ordonnée aux marchés financiers mondiaux. La stabilité et la continuité de la politique au cours des quinze dernières années, de pair avec le potentiel intrinsèque de l'économie brésilienne, ont transformé ce pays en l'un des pays les plus attirants dans le monde pour l'investissement. Le Chili, que nous aborderons avec plus de détail par la suite, après des décennies de progrès modestes mais constants, a commencé à progresser plus franchement au début des années 2000.

Ce douloureux processus d'intégration, avec ses hauts et ses bas, a-t-il été bénéfique pour les économies d'Amérique latine ? Dans cet article, nous nous attachons à un aspect des bénéfices supposés de l'intégration aux marchés financiers internationaux, à savoir sa capacité à lisser la consommation indépendamment de la production.

### *UN CAS DÉTAILLÉ : L'INTÉGRATION AUX MARCHÉS FINANCIERS INTERNATIONAUX DU CHILI*

En principe, l'accès aux marchés financiers<sup>2</sup> devrait permettre de lisser les profils de consommation et de les détacher de la dynamique de la production. Cependant, les expériences internationales de ces trente

dernières années ne confirment pas cette hypothèse. Au début des années 1970, plusieurs pays d'Amérique latine, dont le Chili, le Mexique et l'Argentine, ont libéralisé leurs mouvements de capitaux, mais ont subi d'énormes récessions lorsque ces entrées de capitaux ont brusquement disparu. Par la suite, dans les années 1990, le Mexique, tout en se conformant aux conditions requises pour adhérer à l'OCDE, a libéralisé les mouvements de capitaux et a rapidement connu une grave récession, en raison à la fois d'incertitudes politiques et de déséquilibres macroéconomiques. Les Tigres asiatiques ont également subi une grave récession peu après avoir libéré leurs mouvements de capitaux. Dans la plupart des cas, la production a chuté de manière importante, principalement en raison d'un ajustement des investissements, mais dans tous les cas, la consommation, tant privée que publique, a été l'un des éléments majeurs du processus d'ajustement.

Les raisons de cette incapacité à atteindre « la terre promise » d'une consommation ordonnée peuvent être réduites à trois : des politiques économiques insoutenables, un manque d'institutions domestiques adéquates et une régulation financière insuffisante. En ce qui concerne les politiques macroéconomiques, lorsque des prix comme le taux de change réel ou les taux d'intérêt ne sont pas alignés en raison de politiques monétaires expansionnistes, les capitaux étrangers se dirigent principalement vers des secteurs incapables de générer les ressources nécessaires au remboursement du capital une fois que les prix désalignés convergent vers leur niveau de long terme. De même, des politiques budgétaires laxistes entraînent un excès de dépense globale et des entrées de capitaux dont les variations peuvent également créer des perturbations soit en réduisant les dépenses publiques, soit en augmentant les impôts. Enfin, une régulation nationale insuffisante, lorsque les financements étrangers sont peu coûteux, offre des incitations néfastes aux institutions locales. Ceci est d'autant plus dangereux lorsque les financements étrangers sont bon marché, car les flux extérieurs, intermédiés par les institutions locales, sont mal alloués et entraînent des difficultés lorsque les remboursements viennent à échéance.

Dans ce contexte, l'attitude du Chili à l'égard de l'intégration aux marchés internationaux a été prudente, notamment en ce qui concerne l'intégration financière. En effet, dans les années 1970, dans un contexte de réductions tarifaires agressives et unilatérales et de l'abolition de barrières non tarifaires au commerce extérieur, la libéralisation des comptes de capitaux n'est intervenue qu'après la libéralisation du commerce et fut, en tout cas, plus timide à l'époque que la libéralisation des comptes de capitaux dans des pays comme l'Argentine. La récession de 1982-1983 au Chili a modifié considérablement la régulation et le contrôle financier, en ce sens que le « laisser-faire » qui prévalait

jusque-là a été l'une des causes principales de cette récession. Comme nous le verrons, depuis lors, une attitude prudente concernant la régulation financière a été adoptée. Avec le temps, celle-ci a été progressivement adaptée pour donner plus de latitude au secteur privé pour améliorer la gouvernance d'entreprise et instaurer un contexte d'autorégulation plus crédible.

Dans les années 1990, quand les capitaux étrangers sont revenus après une décennie, le Chili a encore une fois adopté une politique prudente. En effet, le pays a décidé de taxer les entrées de capitaux (une réserve obligatoire, appelée *encaje*), de manière à décourager les entrées de capitaux à court terme au bénéfice de celles à long terme. Apparemment, celle-ci n'a pas eu d'effet sur le volume total des flux entrants, ni sur le taux de change, mais seulement dans leur composition et sur les différentiels de taux d'intérêt (De Gregorio, Edwards et Valdes, 2000 ; Gallego, Hernandez et Schmidt-Hebbel, 2002). L'*encaje* a été abandonné *de facto* une seule fois en 1998, au plus fort de la crise asiatique ; les capitaux étrangers ayant disparu, les circonstances ont justifié son abolition.

En outre, la crise asiatique a provoqué une modeste récession au Chili et ses causes ont mis en relief quelques ajustements des institutions et des politiques qui furent introduits entre 1998 et 2000 et qui ont enfin permis, comme nous le verrons, une intégration financière significative et durable du Chili sur les marchés de capitaux mondiaux.

Premièrement, sur le plan budgétaire, en dépit du fait que le Chili enregistre des excédents sans interruption depuis 1986, il n'a pas été possible en 1998 de s'appuyer sur sa réputation de gestion budgétaire responsable pour mettre en œuvre une politique budgétaire contracyclique. Afin de remédier à cette situation, le gouvernement a adopté en 2000 une nouvelle politique budgétaire, intitulée « Excédents structurels », qui envisageait un engagement explicite et crédible de réaliser un excédent budgétaire d'un point de PIB, mesuré selon des critères de long terme<sup>3</sup>. Ceci a permis la mise en œuvre d'une importante politique budgétaire contracyclique entre 2000 et 2003, sans entamer la crédibilité du pays.

Deuxièmement, pendant les années 1990, la politique de change du Chili a reposé sur des marges de fluctuation. La théorie affirme qu'une telle politique, si elle est considérée comme crédible par les agents en raison d'une détermination forte de la Banque centrale, devrait avoir des effets stabilisateurs (le célèbre « effet lune de miel » de Krugman). Cela ne s'est pas produit au Chili et, au contraire, plusieurs réalignements ont eu lieu au cours des années. Ce qui a conduit le marché à penser que la détermination de la Banque centrale sur les marges et le niveau du cours pivot faiblissait. C'est pourquoi, en 1998, lorsque la crise asiatique a

atteint le Chili, le pays a subi trois attaques spéculatives massives contre les marges de fluctuation. À la fin de l'année, la Banque centrale a confirmé son manque de détermination et les marges de fluctuation ont été abolies (Ffrench-Davis et Larrain, 2002). Depuis, la politique de taux de change du Chili est un régime de taux flottant avec de rares épisodes d'intervention.

Troisièmement, au cours des années 1990, la Banque centrale a entrepris de lutter contre l'inflation « structurelle ». Pour ce faire, elle a adopté une politique informelle de « ciblage de l'inflation » qui consiste à fixer un objectif, en diminution constante, de l'indice des prix à la consommation en décembre de chaque année. En 1999, la Banque centrale a proclamé sa victoire contre l'inflation structurelle et a adopté un objectif officiel d'inflation, fixé à 3 % pour le taux d'inflation sous-jacente à un horizon de douze mois et au même pourcentage pour l'indice des prix total à un horizon de vingt-quatre mois.

Ces trois réformes ont considérablement amélioré la flexibilité et la crédibilité des politiques budgétaire, monétaire et de change. Ceci, combiné à la solide réputation des trois organismes de régulation financière, a jeté les bases d'un processus d'intégration financière réussie du Chili sur les marchés mondiaux pendant la première décennie du nouveau millénaire.

*INTÉGRATION FINANCIÈRE EN AMÉRIQUE LATINE :  
LES ÉVÉNEMENTS RÉCENTS EN ARGENTINE, AU BRÉSIL  
ET AU CHILI*

Au cours des années 2000, à la suite de la crise financière, l'Argentine a réduit son degré d'intégration aux marchés financiers mondiaux. Au contraire, le Brésil, le Chili et le Mexique ont poursuivi leurs processus d'intégration.

En Argentine, toutes les transactions de change (entrées ou sorties) doivent être conduites sur le *Mercado Unico y Libre de Cambios*. Inspiré par l'expérience du Chili dans les années 1990 en matière de contrôle des capitaux, l'Argentine a instauré un régime de réserves obligatoires non rémunérées d'un montant de 30 % des entrées sur une période de 365 jours pour plusieurs types d'opérations, dont les dettes financières contractées par les secteurs financiers et non financiers, les émissions d'actions par des sociétés résidentes, les investissements de portefeuille par des non-résidents, qu'ils soient des particuliers, des entreprises ou des fonds de placement, et toutes les entrées de capitaux supérieures à 2 M\$ correspondant à des rapatriements de capitaux par des agents locaux. Les investisseurs étrangers sont tenus d'avoir une représentation permanente dans le pays.

Pour leur part, les sorties de capitaux connaissent également diverses formes de restrictions dont l'autorisation de la Banque centrale d'Argentine pour toute sortie de plus de 5 000 dollars. Les sorties provenant de la réalisation d'un investissement de portefeuille doivent être approuvées par la Banque centrale s'ils dépassent 500 dollars par mois. Les résidents peuvent acheter des devises jusqu'à 2 M\$ par mois.

Le Brésil, de son côté, a poursuivi sa politique d'ouverture progressive et est désormais considéré comme un secteur financier ayant assez ouvert. Il subsiste cependant encore des restrictions. Par exemple, les banques commerciales ne peuvent pas accorder aux résidents des prêts en devises étrangères et ne peuvent pas prêter aux étrangers. Une taxe de 5 % est imposée à tous les prêts étrangers d'une durée minimale de 90 jours et une taxe de 2 % frappe les paiements par carte de crédit.

Les investisseurs étrangers ne sont pas autorisés à investir dans certaines activités. Les non-résidents ne peuvent émettre des obligations locales qu'à travers des placements privés. Il existe également des restrictions particulières pour les transactions d'actions et d'obligations domestiques à l'étranger. Les étrangers qui voudraient accéder aux produits dérivés doivent être agréés.

Au Chili, s'il n'y a pas de réglementations particulières sur les transactions sur actions et obligations, tous les mouvements de capitaux supérieurs à 10 000 dollars doivent passer par le marché officiel<sup>4</sup> et la Banque centrale du Chili réglemente les crédits étrangers libellés en monnaie locale, mais payables en devises étrangères. Les banques domestiques voient également limiter leur degré d'intégration avec le reste du monde, avec notamment des réserves obligatoires d'un montant de 3,6 % sur les prêts étrangers de moins d'un an. Les prêts aux non-résidents sont autorisés, mais soumis à des règles prudentielles et les prêts en devises aux résidents sont réglementés en ce qui concerne le taux d'intérêt et le risque de change.

*UNE REVUE DE LA LITTÉRATURE  
SUR LES CONSÉQUENCES ATTENDUES  
DE L'INTÉGRATION FINANCIÈRE*

Au cours de l'année écoulée, les marchés financiers mondiaux ont été submergés par un phénomène dynamique de mondialisation financière. Ce phénomène, abondamment décrit, est apparu avec le développement des échanges de produits et de services non financiers. Avec les années, l'évolution de la technologie, en même temps que la mondialisation, a généré divers types de flux de capitaux, ouvrant de nouvelles perspectives de croissance économique liées à une baisse des coûts de financement.

L'intensification des flux de capitaux et l'intégration financière ont permis aux agents économiques de disposer de possibilités variées pour la répartition des risques associés au capital. Cette situation s'est traduite par un rythme de croissance plus accentué des marchés financiers nationaux et internationaux, et donc par une plus grande efficacité de l'intermédiation financière.

Il existe également une littérature empirique qui considère que l'intégration financière doit être accompagnée de politiques budgétaires visant à atténuer le risque. En conséquence, la volatilité de l'économie dépendrait de la plupart des mesures prises pour réduire le degré d'exposition aux chocs extérieurs.

Prasad et *al.* (2003) montrent que la libéralisation des comptes de capitaux est souvent un précurseur important de l'intégration financière. Celle-ci peut également découler d'accords officiels ou de situations de fait qui surviennent dans l'économie. Dans ce sens, des scénarios comme la levée des restrictions sur les opérations financières internationales ou la réglementation des politiques fiscales font partie des situations d'accords officiels mentionnés ci-dessus, étant donné qu'il y a uniformité de traitement pour toutes les parties à de tels accords.

D'un autre côté, une situation de fait pourrait se produire lorsque des banques étrangères commencent à effectuer diverses opérations sur le marché domestique. À ce sujet, Levine (1996) écrit que les flux internationaux dans les portefeuilles d'investissement et l'apparition de contrôleurs étrangers auprès des banques locales peuvent augmenter la liquidité des marchés boursiers domestiques, ce qui facilite l'accès aux marchés financiers internationaux.

Si l'on en vient au marché des capitaux, Edison et Warnock (2001) ont mis au point un indice de libéralisation des actions qui cherche à mesurer les restrictions apportées à la propriété de capitaux nationaux par des investisseurs étrangers. Cet indice est basé sur deux indicateurs : l'un représente l'ensemble du marché envisagé et l'autre la part de ce marché disponible pour les investisseurs étrangers.

Henry (2000) et Stulz (1999) ont testé différents modèles internationaux de calcul du prix des actifs et sont arrivés à la même conclusion : la libéralisation des marchés boursiers améliore la répartition des risques. De cette manière, les flux de capitaux augmentent, la liquidité du marché s'améliore, ce qui contribue à réduire encore la prime de risque sur le capital et donc le coût du financement.

Outre la libéralisation des comptes de capitaux, il existe un certain nombre de facteurs qui influent sur l'intégration financière. Calvo, Leiderman et Reinhart (1993) avancent qu'une augmentation de flux

des capitaux privés vers les économies ayant une plus grande intégration financière peut être divisée entre les facteurs d'attraction (politiques et autres événements) et les facteurs de rejet (modifications sur les marchés financiers mondiaux).

Les premiers portent sur les facteurs qui ont stimulé les influx de capitaux étrangers, comme la libéralisation des banques et la privatisation des entreprises publiques. Bertrand, Shoar et Thesmar (2007) ont analysé en détail la déréglementation bancaire de 1985, après le vote en France d'une loi qui a incité les banques à se porter plus volontiers au secours des entreprises qui dépendaient le plus de ces institutions. Les résultats montrent que l'intégration financière joue un rôle important dans l'amélioration de l'allocation de capitaux entre les entreprises.

Dans le même ordre d'analyses, Mora et Rincón (2006) ont montré qu'il existe une corrélation statistique entre le degré d'intégration financière et la compétitivité du secteur bancaire. Ceci indique que les pays ayant un faible niveau d'intégration financière devraient connaître des *spreads* d'intermédiation financière plus élevés.

Certains auteurs estiment également qu'il existe une relation positive entre la participation au processus de mondialisation financière et le degré de développement économique. Edison et *al.* (2002) ont mesuré le degré d'intégration d'un pays d'après les restrictions qu'un pays impose aux flux des comptes de capitaux. Ils concluent que l'intégration financière n'entraîne pas nécessairement un effet important sur la croissance (Alesina, Grilli et Milesi-Ferretti, 1994 ; Edison et *al.*, 2002 ; Grilli et Milesi-Ferretti, 1995). En ce sens, la relation entre le développement économique et l'intégration financière est, au mieux, ambiguë (Bekaert, Harvey et Lundblad, 2001 ; Klein et Olivei, 2000).

En outre, Wolf (2004) a étudié les divers déterminants de la volatilité de la consommation, en tenant compte de la relation qui existe entre la volatilité de la consommation et la croissance économique. Les résultats montrent surtout que la relation générée par la volatilité causée par les entrées et sorties de capitaux et les mesures mises en œuvre par les gouvernements en faveur du développement économique sont les éléments clés pour expliquer la volatilité de la consommation et ses conséquences sur la croissance de long terme du commerce et sur le degré d'intégration financière.

En outre, la volatilité des revenus au niveau des ménages dépend principalement de leur capacité et de leur volonté à lisser la consommation, résultant de l'ampleur et de la fréquence des crises.

Crucini (1997) a effectué une recherche dans laquelle il compare un échantillon de 68 petits pays avec les économies des pays du G7 et a



établi que l'écart type de la consommation est significativement plus élevé dans le premier groupe.

Leblebicioglu (2008) s'est demandé si les imperfections du marché du crédit interne pouvaient modifier les prédictions sur les possibilités de lissage de la consommation dans une situation d'autarcie financière. Ceci donne à penser qu'en présence d'un certain degré d'intégration financière, les chocs de consommation sont moins sensibles aux chocs de revenus. Jappelli et Pistaferri (2008) ont utilisé un modèle de décomposition de la variance de la consommation en éléments qui dépendent des revenus permanents et des revenus transitoires. Ils ont ainsi montré que l'intégration financière générée par l'introduction de l'euro a permis de lisser la consommation des ménages en Italie. Ces auteurs ont réalisé l'analyse au niveau de cohortes avec des données désagrégées pour la période 1987-2006.

### *COMMENT SAVOIR À QUEL POINT L'INTÉGRATION FINANCIÈRE A ÉTÉ BÉNÉFIQUE ?*

Nous avons développé un modèle économétrique<sup>5</sup> qui montre que le lissage de la consommation est une caractéristique souhaitable en tant que facteur de maximisation des services dans le cadre d'une économie ouverte. Sur la base de ce modèle, nous avons effectué des régressions pour tenter d'identifier l'importance du processus d'intégration pour la volatilité de la consommation. L'approche empirique a pour but de déterminer dans quelle mesure certains changements de politique économique qui ont eu lieu en Argentine, au Brésil, au Chili et au Mexique ont provoqué ou non un changement structurel de la volatilité dans la consommation privée et dans quel sens. Nous voulions savoir si l'intégration aux marchés financiers internationaux a apporté plus de stabilité à la consommation privée, c'est-à-dire si la variance conditionnelle de la consommation privée a chuté à cause des choix politiques qui ont sensiblement augmenté l'intégration aux marchés financiers mondiaux.

Certes, l'intégration ou le détachement des marchés financiers internationaux ne sont jamais absolus. En général, certaines décisions augmentent ou réduisent marginalement le degré d'intégration. C'est pourquoi, nous avons sélectionné ce qui, à notre avis, était la principale décision politique qui, dans chaque pays, a déterminé le degré d'intégration aux marchés financiers internationaux de ce pays. Le tableau 1 (ci-après) reprend les politiques choisies pour chacun des pays étudiés.

**Tableau 1**  
**Politiques influant sur l'intégration financière**  
**dans les pays étudiés**  
 (variables muettes dans les estimations empiriques)

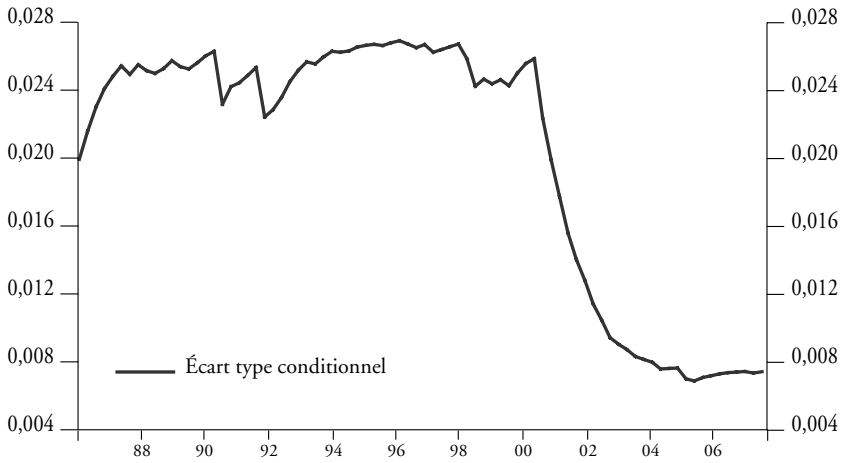
Pays	Politique (variable muette, d (i))
Argentine	d1 : la réforme en 1995 du régime des dépôts privés, visant à augmenter la confiance dans le système financier local. d2 : à la suite du <i>corralito</i> en 2001, modification de la politique de taux de change, stricts contrôles des capitaux, divers conflits avec les investisseurs étrangers, défaut sur la dette extérieure qui a provoqué une baisse de la confiance internationale dans le système financier du pays.
Brésil	Le régime de taux de change flottants de 1999
Chili	La libéralisation des comptes de capitaux en 2001
Mexique	La réglementation de 1994 accroissant les sorties de capitaux.

Il faut noter que dans le cas de l'Argentine, nous prenons en compte deux événements qui correspondent à des « chocs » entièrement différents. L'un concerne le processus d'intégration financière qui a suivi la récession de 1995. L'autre porte sur la période après 2001, lorsque la monnaie s'est effondrée et qu'une politique inverse, à savoir un éloignement croissant des marchés mondiaux de capitaux, a été initiée.

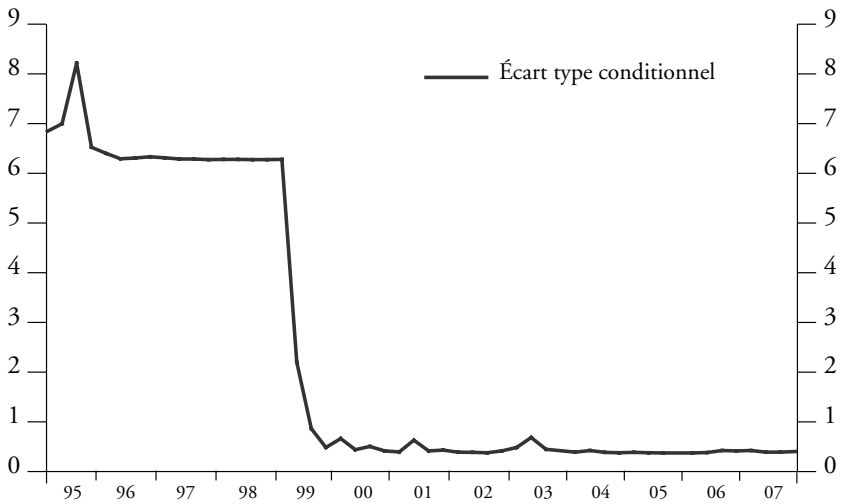
Le cas du Mexique est particulier. Jusqu'en 1994, les politiques étaient tournées vers l'ouverture financière, mais en 1995, est survenue la crise Tequila : l'ouverture financière du Mexique a été suivie par une crise financière aiguë. Dans les années suivantes, non seulement la politique d'intégration financière n'a pas été abandonnée, mais elle a été au contraire améliorée avec constance.

Les résultats de notre analyse empirique sont présentés dans les graphiques 1a, 1b, 1c et 1d (ci-après) qui, dans une certaine mesure, parlent d'eux-mêmes. Dans trois des quatre pays étudiés - Brésil, Chili, Mexique -, on voit que la volatilité de la consommation a été réduite alors qu'en Argentine, la volatilité semble avoir augmenté.

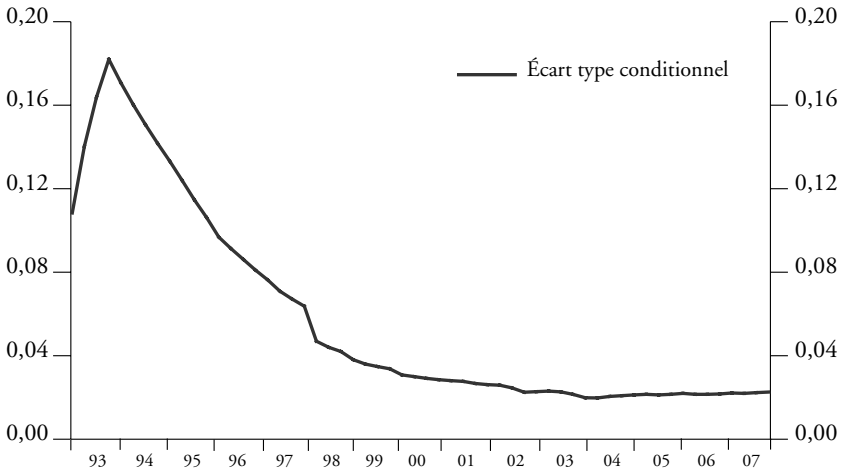
**Graphique 1a**  
**Volatilité de la consommation au Chili**



**Graphique 1b**  
**Volatilité de la consommation au Brésil**

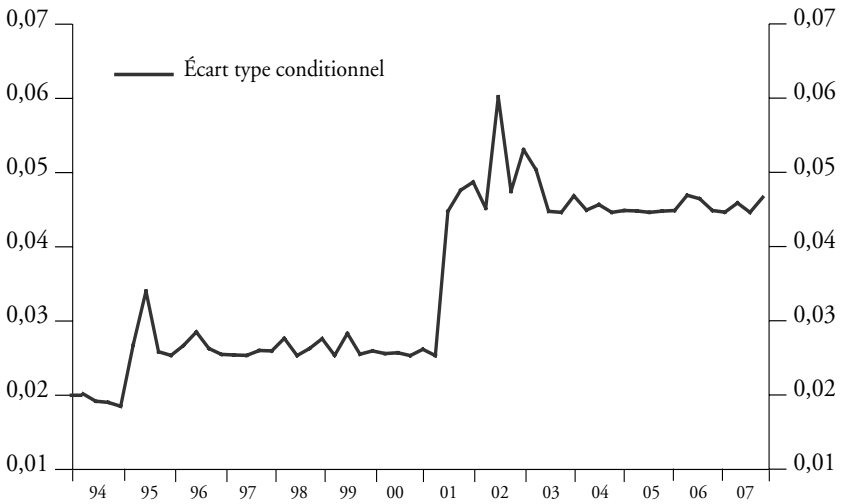


**Graphique 1c**  
**Volatilité de la consommation au Mexique**



98

**Graphique 1d**  
**Volatilité de la consommation en Argentine**



Du point de vue du lissage de la consommation, ces quatre graphiques suggèrent que l'intégration aux marchés financiers internationaux du Brésil, du Chili et du Mexique, a réussi ; l'Argentine, au contraire, semble avoir réduit son degré d'intégration et, conformément à notre modèle, la volatilité de sa consommation a augmenté.

Il est utile de séparer les quatre pays en deux groupes : le Brésil et le Chili, d'un côté ; l'Argentine et le Mexique, de l'autre. Le Brésil et le Chili présentent la même particularité concernant le fait que la baisse de la volatilité de la consommation a été forte après la décision en matière de politique souveraine. Au contraire, tant en Argentine qu'au Mexique, une crise locale importante s'est produite dans chacun de ces pays et a été accompagnée d'une augmentation de la volatilité de la consommation. Cependant, alors que le Mexique persistait dans ses efforts de réformes visant à améliorer la qualité de son intégration, l'Argentine a tourné le dos aux réformes. Alors qu'au Mexique, les gains dans le domaine de la volatilité de la consommation sont apparus lentement, l'amélioration est continue. De l'autre côté, après la grave crise macroéconomique du début des années 2000, l'Argentine s'est éloignée des marchés financiers internationaux et la volatilité conditionnelle de la consommation a augmenté, et il semble que l'augmentation de la volatilité de la consommation persiste.

### *CONSIDÉRATIONS FINALES*

Après des décennies d'expérimentation sur la manière d'intégrer les économies d'Amérique latine aux marchés mondiaux de capitaux, nous avons trouvé des preuves, pour le Brésil, le Chili et le Mexique, que ces efforts produisent des bénéfices dans le domaine du lissage de la consommation, avec pour conséquence une plus grande stabilité macroéconomique. L'Argentine est le pays qui, dans l'échantillon, a choisi de fermer son marché financier, et il est le seul qui affiche une augmentation de la volatilité de sa consommation.

Ce résultat souhaitable de l'intégration financière peut sembler étrange après que le monde a traversé la récente récession et l'agitation des marchés liées à la crise financière de 2008. L'intégration aux marchés financiers est-elle un bon conseil de politique ? Dans quelle mesure l'ouverture des marchés financiers peut-elle être une bonne politique pendant une crise financière ? Alors que beaucoup de gens assimilent l'intégration aux marchés financiers internationaux à la libéralisation des marchés de capitaux, est-il raisonnable d'établir une distinction entre elles ?

L'expérience des quatre pays analysés dans cet article montre que l'intégration financière n'est pas un objectif facile à atteindre. Le cadre

institutionnel et les politiques économiques et financières pèsent lourdement sur la faisabilité de l'intégration. Les expériences de l'Argentine et du Chili dans les années 1970 et du Mexique dans les années 1990 montrent clairement les risques de s'intégrer trop tôt (sans avoir les institutions et les politiques nécessaires) aux marchés mondiaux de capitaux. La progression, lente mais constante, du processus d'intégration dans des pays comme le Brésil, le Chili et le Mexique a, en fin de compte, tenu ses promesses en matière de lissage de la consommation parce que, après des essais et des erreurs, les institutions ont été améliorées et les politiques modifiées pour permettre d'arriver à ce résultat.

Dans cette perspective, il semble que le conseil de politique est clair : la déréglementation-libéralisation des flux de capitaux est risquée. Ce qui importe vraiment, c'est la manière dont la réglementation et les politiques évoluent avec l'objectif de favoriser une intégration ordonnée et soutenable aux marchés internationaux. Ceci peut exiger une certaine dose de libéralisation et des changements de la réglementation et des politiques.

On peut se demander comment ces pays auraient fait face à la crise financière actuelle sans l'intégration financière. L'article indique que, pour un choc donné subi par la production, l'intégration devrait avoir permis un ajustement plus ordonné de la consommation. Ceci restera à prouver lorsque le cycle actuel sera terminé. L'analyse est complexe dans la mesure où les conditions initiales étaient très différentes dans chaque pays et après le choc, les politiques d'ajustement ont également été différentes. En outre, l'article ne tient pas compte des effets de contagion qui peuvent affecter des petites économies ouvertes comme les pays d'Amérique latine de notre échantillon.

Notre hypothèse est que l'ouverture financière reste souhaitable lorsqu'il faut faire face à une crise, mais cela peut toutefois se discuter en fonction de la même nature du choc (réel ou financier, temporaire ou permanent). La réponse peut aussi dépendre de la manière de juger le processus d'ajustement : les autorités vont-elles chercher à stabiliser les effets sur l'économie réelle (par exemple : production, emploi, productivité, investissement) ou chercheront-elles à prévenir les éventuelles défaillances financières ou les augmentations du coût des capitaux dues à une augmentation de l'aversion au risque ?

Dans tous les cas, le lissage de la consommation continue d'apparaître comme un bien souhaitable pour ces économies plus mûres.

## NOTES

1. Dans la littérature des années 1880 sur la chronologie des événements, le Chili et l'Argentine sont devenus les symboles de deux attitudes opposées : alors que l'ouverture commerciale du Chili a précédé la libéralisation des comptes courants, l'Argentine a fait tout le contraire (Edwards, 1992).
2. Cette partie est tirée de Larrain et Lazen (2008).
3. Deux commissions d'experts économiques furent constituées : l'une chargée d'estimer la production à long terme et l'autre le prix à long terme du cuivre. Ces paramètres ont été utilisés pour simuler les ressources fiscales de long terme et les dépenses étaient arrêtees avec une soustraction d'un point de PIB. Les ressources fiscales effectives peuvent évidemment varier et le résultat final pouvait bien être déficitaire, ce qui s'est en effet produit (Marcel *et al.*, 2001).
4. Ce nom découle de circonstances historiques, lorsque le marché des changes n'était pas unifié.
5. Ce modèle et ses conclusions chiffrées sont disponibles sur simple demande à l'Association d'économie financière ([www.aef.asso.fr](http://www.aef.asso.fr)).

## BIBLIOGRAPHIE

- ALESINA B., GRILLI V. et MILESI-FERRETTI G. (1994), « The Political Economy of Capital Controls », in Leiderman L. et Razin A. (éd.), *Capital Mobility : the Impact on Consumption, Investment and Growth*, Cambridge.
- BEKAERT G., HARVEY C. et LUNDBLAD C. (2001), « Does Financial Liberalization Spur Growth ? », *NBER Working Paper*, n° 8245.
- BERTRAND M., SHOAR A. et THESMAR D. (2007), « Banking Deregulation and Industry Structure : Evidence from the French Banking Act of 1985 », *Journal of Finance*, vol. 62.
- CALVO G., LEIDERMAN L. et REINHART C. (1993), « Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America : the Role of External Factors », FMI, *Staff Papers*, n° 40.
- CRUCINI M. (1997), « Country Size and Economic Fluctuations », *Review of International Economics*, vol. 5, n° 2.
- DE GREGORIO J., EDWARDS S. et VALDES R. (2000), « Controls on Capital Inflows : Do They Work ? », *NBER Working Paper*, n° W7645.
- EDISON *et al.* (2002), « International Financial Integration and Economic Growth », *Journal of International Monetary and Finance*, vol. 21.
- EDISON H. et WARNOCK F. (2001), « A Simple Measure of the Intensity of Capital Controls », *International Finance Discussion Paper*, n° 705.
- EDWARDS S. (1992), « The Sequencing of Structural Adjustment and Stabilization », International Center for Economic Growth Publication, Californie, *Occasional Paper*, n° 34.
- FFRENCH-DAVIS R. et LARRAIN G. (2002), « How Optimal Are the Extremes ? Latin American Exchange Rate Policies during the Asian Crisis », UNU/WIDER, *Working Paper*.
- GALLEGO F., HERNANDEZ L. et SCHMIDT-HEBBEL K. (2002), « Capital Controls in Chile : Were They Effective? », in Hernandez L. et Schmidt-Hebbel K. (éd.), *Banking, Financial Integration and International Crisis*, Banque centrale du Chili.
- GRILLI V. et MILESI-FERRETTI G. (1995), « Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls », FMI, *Staff Papers*, vol. 42.
- HENRY P. (2000), « Stock Market Liberalization, Economic Reform and Emerging Market Equity Price », *Journal of Finance*, vol. 55.

- JAPPELLI T. et PISTAFERRI L. (2008), « Financial Integration and Consumption Smoothing », Centre for Studies in Economics and Finance, *Working Paper*, n° 229.
- KLEIN M. et OLIVEI G. (2000), « Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth », Medford Tuft University.
- LARRAIN G. et LAZEN V. (2007), « Financial Convergence and Integration in the Case of Chile », Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, *Working Paper*.
- LEBLEBICIOGLU A. (2008), « Financial Integration, Credit Market Imperfections and Consumption Smoothing », North Carolina State University, Department of Economics, *Working Paper*.
- LEVINE R. (1996), « Foreign Banks, Financial Development and Economics Growth », in Barfield C. E. (éd.), *International Financial Markets : Harmonization versus Competition*, pp. 224-254.
- MARCEL M. et al. (2001), « Balance Estructural : la Base de la Nueva Regla de Política Fiscal Chilena », *Economía Chilena*, vol. 4, n° 3, pp. 5-27.
- MORA H. et RINCÓN H. (2006), « Capital Account Controls, Bank's Efficiency, Growth and Macroeconomic Volatility in the FLAR's Member Countries », Banco de la República, *Borradores de Economía*, n° 364.
- PRASAD E. et al. (2003), « Effects of Financial Globalization on Developing Countries : some Empirical Evidence », FMI, *Occasional Paper*, n° 220.
- STULZ R. (1999), « International Portfolio Flows and Security Markets », in Feldstein M. (éd.), *International Capital Flows*, University of Chicago Press.
- WOLF H. (2004), « Accounting for Consumption Volatility Differences », FMI, *Staff Papers*, vol. 51.