

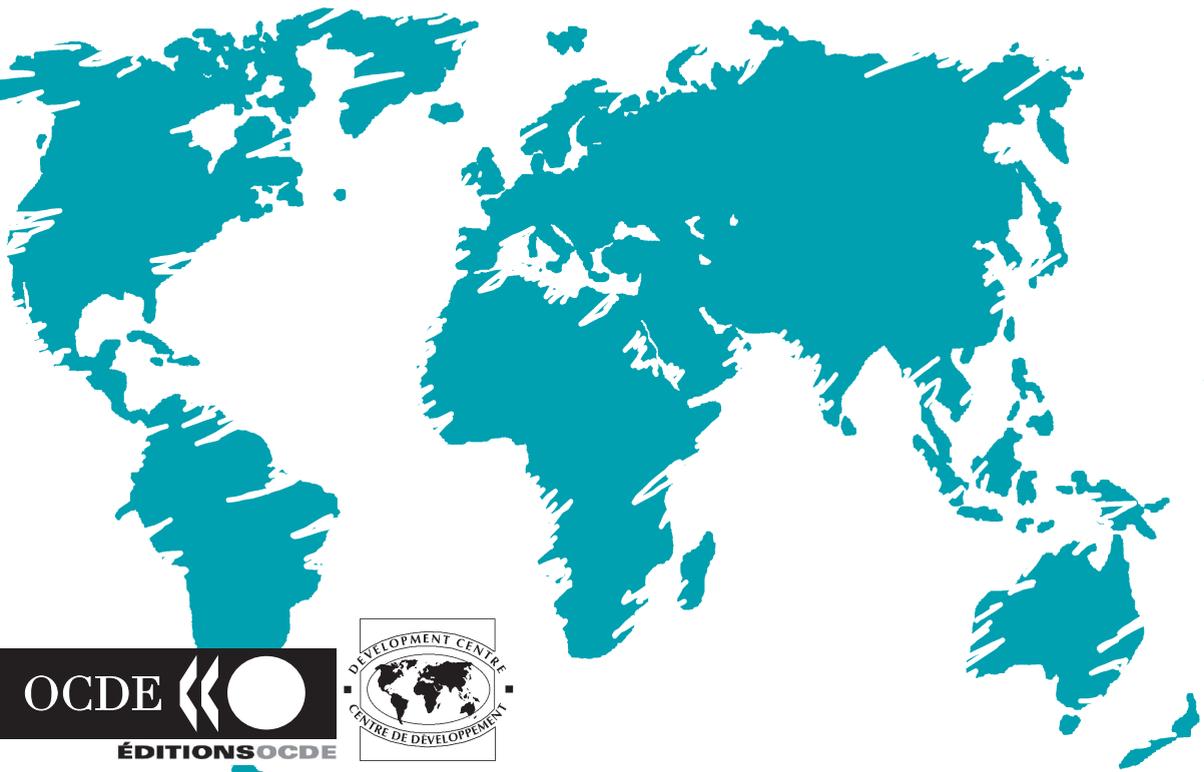


Études du Centre de développement

# Garantir le développement ?

L'IMPACT DES GARANTIES  
FINANCIÈRES

Par James Winpenny



Études du Centre de Développement

# Garantir le développement?

L'IMPACT DES GARANTIES FINANCIÈRES

*par*  
James Winpenny



CENTRE DE DÉVELOPPEMENT DE L'ORGANISATION  
DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES

# ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES

L'OCDE est un forum unique en son genre où les gouvernements de 30 démocraties œuvrent ensemble pour relever les défis économiques, sociaux et environnementaux, que pose la mondialisation. L'OCDE est aussi à l'avant-garde des efforts entrepris pour comprendre les évolutions du monde actuel et les préoccupations qu'elles font naître. Elle aide les gouvernements à faire face à des situations nouvelles en examinant des thèmes tels que le gouvernement d'entreprise, l'économie de l'information et les défis posés par le vieillissement de la population. L'Organisation offre aux gouvernements un cadre leur permettant de comparer leurs expériences en matière de politiques, de chercher des réponses à des problèmes communs, d'identifier les bonnes pratiques et de travailler à la coordination des politiques nationales et internationales.

Les pays membres de l'OCDE sont : l'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Canada, la Corée, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Finlande, la France, la Grèce, la Hongrie, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Japon, le Luxembourg, le Mexique, la Norvège, la Nouvelle-Zélande, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal, la République slovaque, la République tchèque, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse et la Turquie. La Commission des Communautés européennes participe aux travaux de l'OCDE.

Les Éditions OCDE assurent une large diffusion aux travaux de l'Organisation. Ces derniers comprennent les résultats de l'activité de collecte de statistiques, les travaux de recherche menés sur des questions économiques, sociales et environnementales, ainsi que les conventions, les principes directeurs et les modèles développés par les pays membres.

*Also available in English under the title:*

## **Guaranteeing Development?**

The Impact of Financial Guarantees

© OCDE 2005

---

Toute reproduction, copie, transmission ou traduction de cette publication doit faire l'objet d'une autorisation écrite. Les demandes doivent être adressées aux Éditions OCDE [rights@oecd.org](mailto:rights@oecd.org) ou par fax (33 1) 45 24 13 91. Les demandes d'autorisation de photocopie partielle doivent être adressées directement au Centre français d'exploitation du droit de copie, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris, France ([contact@cfcopies.com](mailto:contact@cfcopies.com)).

---

## LE CENTRE DE DÉVELOPPEMENT

Le Centre de Développement de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques a été créé par décision du Conseil de l'OCDE, en date du 23 octobre 1962, et regroupe vingt pays membres de l'OCDE : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, la Corée, la Finlande, l'Espagne, la France, la Grèce, l'Islande, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, le Mexique, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, la République slovaque, la République tchèque, la Suède, la Suisse ainsi que le Brésil depuis mars 1994, le Chili depuis novembre 1998, l'Inde depuis février 2001, la Roumanie depuis octobre 2004 et la Thaïlande depuis mars 2005. La Commission des Communautés européennes participe également au Comité Directeur du Centre.

Le Centre a pour objet de rassembler les connaissances et données d'expériences disponibles dans les pays membres, tant en matière de développement économique qu'en ce qui concerne l'élaboration et la mise en œuvre de politiques économiques générales; d'adapter ces connaissances et ces données d'expériences aux besoins concrets des pays et régions en développement et de les mettre à la disposition des pays intéressés, par des moyens appropriés.

Le Centre fait partie du « Pôle développement » de l'OCDE et bénéficie d'une indépendance scientifique dans l'exécution de ses tâches. En tant que membre du « Pôle développement », avec le Centre de Coopération avec les Non-Membres, la Direction de la Coopération pour le Développement et le Club du Sahel et de l'Afrique de l'Ouest, le Centre de Développement peut pleinement tirer parti de l'expérience et des connaissances déjà acquises par l'OCDE dans le domaine du développement.



LES IDÉES EXPRIMÉES ET LES ARGUMENTS AVANCÉS DANS CETTE PUBLICATION SONT CEUX DE L'AUTEUR ET NE REFLÈTENT PAS NÉCESSAIREMENT CEUX DE L'OCDE, DE SON CENTRE DE DÉVELOPPEMENT, OU DES GOUVERNEMENTS DE LEURS PAYS MEMBRES.

*Also available in English under the title:*

**Guaranteeing Development? The Impact of Financial Guarantees**

## **Avant-propos**

*Garantir le développement? L'impact des garanties financières* a été réalisé dans le cadre des travaux sur le thème « Finance pour le développement » du programme de travail 2003-2004 du Centre de développement.

## Table des matières

Abréviations .....	9
Remerciements .....	11
Préface .....	13
<b>Chapitre 1. Objectifs et justification de l'étude</b> .....	15
Vue d'ensemble : objectifs et portée .....	15
Les risques liés à l'investissement suscitent des inquiétudes grandissantes ...	21
L'eau – un dossier difficile .....	24
<b>Chapitre 2. De l'utilité des garanties</b> .....	31
Le partage des risques dans le secteur des infrastructures .....	31
La question des entités non souveraines .....	34
Types de garanties .....	35
Adapter les instruments aux risques – résumé.....	54
Principales sources de garanties à l'appui du développement : le contexte...	56
<b>Chapitre 3. Garanties : coûts et distorsions éventuelles</b> .....	63
Le coût des garanties pour les bailleurs de fonds et les garants .....	63
Coût des garanties pour les bénéficiaires et les pays d'accueil .....	66
Objections théoriques .....	71

<i>Chapitre 4. Impact des garanties sur le développement</i> .....	79
L'ordre du jour du développement .....	80
Défaillances du marché et de l'État .....	81
Distorsions des marchés financiers et des capitaux .....	83
Garanties et réforme des marchés financiers : les cas du Mexique, de l'Inde et de l'Afrique du Sud .....	86
Impact sur la qualité des investissements .....	95
Impact quantitatif .....	97
Mieux adapter les produits aux besoins .....	99
Des stades de développement différents .....	102
Renforcer l'impact des garanties .....	107
Inclusion des garanties dans les statistiques de l'aide du CAD/OCDE .....	108
 <i>Chapitre 5. Conclusions, questions et problèmes en suspens</i> .....	 113
Qu'entend-on par « garanties pour le développement » ? .....	113
Des motivations évolutives .....	114
Problèmes de mesure .....	115
Importance relative des garanties .....	116
Obstacles à la généralisation des garanties .....	116
Créneau à saisir ou concurrence déloyale ? .....	117
Sécurité, appui ou incitation ? .....	118
Du pouvoir des agences de notation .....	119
Instruments de distorsion ou de correction ? .....	120
De l'intérêt des garanties pour les pays pauvres .....	121
Garanties en monnaie nationale – la solution d'avenir ? .....	121
Effet de levier .....	122
 <b>Bibliographie</b> .....	 125

## Liste des encadrés, des figures et des tableaux

### Encadrés

1.1.	Définition des termes de base .....	17
1.2.	Le rapport Camdessus : conclusions générales .....	25
1.3.	La conférence de Vienne .....	27
2.1.	Équateur : couverture du risque politique pour une concession d'eau à Guayaquil .....	37
2.2.	Le statut de créancier privilégié et les participations .....	38
2.3.	Incidence des garanties partielles contre le risque de crédit sur les conditions financières des prêts .....	42
2.4.	Afrique du Sud : garantie partielle contre le risque de crédit pour la ville de Johannesburg .....	43
2.5.	GuarantCo .....	46
2.6.	États-Unis : fonds renouvelables des États pour la distribution d'eau non contaminée .....	47
2.7.	Les programmes de la Development Credit Agency (USAID).....	48
2.8.	Kenya et Afrique du Sud : programmes de micro-finance et de prêts aux étudiants .....	49
2.9.	L'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA) .....	50
2.10.	La facilité de trésorerie en cas de dévaluation (DLBF) .....	53
2.11.	Brésil : la facilité de trésorerie en devises de l'OPIC pour le projet d'AES Tiete .....	54
2.12.	La garantie de la BEI pour la Banque ouest-africaine de développement (BOAD) .....	58

2.13.	Utilisation de garanties par la FMO.....	59
4.1.	Les crises bancaires dans les pays d'Afrique subsaharienne .....	85
4.2.	Mexique : le projet municipal d'adduction d'eau de Tlalnepantla .....	91

## **Figures**

1.1.	Champ de l'étude .....	19
1.2.	Privé ou public ? .....	20
2.1.	Secteur des infrastructures : les risques et les instruments permettant de les atténuer .....	55

## **Tableaux**

1.1.	Flux internationaux de capitaux privés en direction des pays en développement, 1995-2003 .....	22
2.1.	Apports nets de ressources des pays membres du CAD/OCDE et des organismes multilatéraux aux bénéficiaires de l'aide .....	56
2.2.	Garanties émises par les principales IFI, janvier 2001-juin 2003 .....	57
4.1.	Comparaison des systèmes d'assurance des IFI : emprunts ou fonds propres ? .....	101
4.2.	Garanties des IFI en faveur des infrastructures, 2001-mi-2003 .....	104

## Abréviations

AFD	Agence française de développement
APD	Aide publique au développement
BAfD	Banque africaine de développement
BAAsD	Banque asiatique de développement
BEI	Banque européenne d'investissement
BERD	Banque européenne pour la reconstruction et le développement
BID	Banque interaméricaine de développement
BIsD	Banque islamique de développement
BMD	Banque multilatérale de développement (voir IFM, IFI)
CAD/OCDE	Comité d'aide au développement (OCDE)
CET	Construction-exploitation-transfert
CPET	Construction-propriété-exploitation-transfert
CPT	Construction-propriété-transfert
CRG	Garanties contre le risque de crédit
DCA	Development Credit Agency (USAID)
DEG	Société allemande d'investissement et de développement
DfID	Département pour le développement international (Royaume-Uni)
DLBF	Facilité de trésorerie en cas de dévaluation
ECGD	Export Credit Guarantee Department (Royaume-Uni)
FMO	Agence de financement du développement (Pays-Bas)
IFI	Institution financière internationale (voir BMD, IFM)
IFM	Institution financière multilatérale (voir BMD, IFI)
IPP	Producteurs indépendants (secteur de l'énergie)
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW consortium de banques) (Allemagne)
MENA	Pays du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord
MIGA	Agence multilatérale de garantie des investissements (Banque mondiale)
MSA	Accords de soutien aux collectivités locales
OPIC	Overseas Private Investment Corporation (États-Unis)

OUL	Organismes urbains locaux
PCG	Garantie partielle contre les risques de crédit
PIDG	Groupe de développement des infrastructures privées
PPI	Participation du secteur privé dans les projets d'infrastructure
PPP	Partenariat public-privé
PRG	Garantie partielle contre les risques
PRI	Instrument de couverture du risque politique
PSP	Participation du secteur privé
S&P	Standard and Poor's
SFI	Société financière internationale
USAID	Agence des États-Unis pour le développement international

## Remerciements

Cette étude a été préparée pour le Centre de développement de l'OCDE. L'auteur remercie le professeur Louka Katseli, directrice du Centre, Helmut Reisen, conseiller, et Morag Soranna, administrateur, pour leurs nombreux conseils et leur précieuse aide qui ont rendu possible la réalisation de cette étude.

Le projet a été financé par le ministère français des Affaires étrangères. Des remerciements tout particuliers sont adressés à Pierre Jacquet, directeur exécutif et économiste en chef de l'Agence française de développement (AFD), à Jean-Pierre Barral, chargé des investissements à l'AFD, ainsi qu'à leurs collègues pour leur coopération, leurs conseils et leurs commentaires constructifs.

Plusieurs personnes ont apporté une contribution très appréciable. L'auteur tient à rendre hommage à Peter Borkey, Michel Camdessus, Jeff Delmon, Declan Duff, Valpy Fitzgerald, Brendan Gillespie, Brian Hammond, John Hodges, Linda Kemeny, Jean Le Cocguic, Charles Lutyens, Charles-Louis de Maud'Huy, Jack Moss, Gérard Payen, Pierre-Louis Petrique, John Toye, Robert Welford et Janet West. Il assume toutefois la pleine responsabilité des opinions exprimées dans ce rapport et des erreurs factuelles qu'il pourrait encore contenir. L'étude ne reflète pas nécessairement les opinions des pays membres ou du secrétariat de l'OCDE.

L'analyse s'appuie sur un certain nombre de documents écrits, qui sont dûment cités dans le texte et dont la liste figure dans la bibliographie. Deux d'entre eux en particulier se distinguent par leur actualité et leur pertinence pour cette étude : le rapport de PricewaterhouseCoopers pour la Banque mondiale (2003) et le rapport de Michael Jordan pour le Groupe de développement des infrastructures privées (PIDG, 2004). Ces documents ont été d'une grande utilité pour la conduite de l'étude.

Les données de l'étude de cas sur le Mexique, au chapitre 4, sont tirées d'un rapport de la Banque mondiale et du Mécanisme de conseil pour les projets d'infrastructures en partenariat public-privé (Banque mondiale/PPIAF, 2003b) ; d'autres nous ont été communiquées par la société financière mexicaine PROTEGO, avec l'aimable autorisation de Luis Videgaray et Charles Nottebohm. Les renseignements sur les garanties de la SFI ont été aimablement fournis par Toshiya Masuoka, Sumeet Thakur, Dianne Garama et Peter Cashion.

Au cours des douze derniers mois, l'auteur a profité de diverses manières de son appartenance au groupe de travail « Finances » de l'initiative de l'Union européenne sur l'eau ; il tient à en remercier les membres pour leurs points de vues stimulants et pour avoir généreusement partagé les documents susceptibles de contribuer à cette étude.

Pour la préparation de cette étude, enfin, l'auteur a grandement bénéficié de sa position de secrétaire du Panel mondial sur le financement des infrastructures de l'eau présidé par Michel Camdessus. Il tient à rendre hommage au président, aux membres et aux promoteurs de ce panel, ainsi qu'aux nombreux intervenants qui lui ont présenté des exposés. Le rapport du panel – *Financer l'eau pour tous* – a été une source d'inspiration pour la présente étude.

## Préface

La communauté internationale s'est engagée à financer d'importants investissements d'infrastructures afin d'atteindre les objectifs du Millénaire pour le développement. Les sources habituelles de financement du développement ne suffiront probablement pas pour combler les besoins importants qu'impliquent ces objectifs, qu'il faudra compléter par des moyens non traditionnels. Par ailleurs, les investisseurs, les opérateurs et les prêteurs – locaux ou internationaux – sont moins disposés à assumer des risques qu'ils ne l'étaient il y a dix ans. Les garanties peuvent apporter une partie de la solution financière et permettre de mobiliser les flux nécessaires en réduisant les risques que supportent les parties directement concernées. Le panel Camdessus a récemment approuvé le principe d'un recours plus important à ces instruments dans le secteur de l'eau et, lors de la réunion du G8 à Évian en 2003, les chefs d'État et de gouvernement ont demandé à la Banque mondiale d'entreprendre un examen par les pairs des produits et pratiques potentiellement intéressants des principaux organismes multilatéraux de développement.

Depuis quelques années, les grandes institutions financières internationales, les gouvernements et les compagnies privées d'assurance offrent divers types de garanties et ces produits sont bien acceptés sur les marchés. Leur utilisation en tant qu'instruments de *développement* plutôt que comme *atout commercial* est plus récente et suscite différentes considérations, dont certaines sont examinées ici.

Si les garanties et les produits d'assurance sont des instruments familiers sur les marchés financiers spécialisés, ils sont moins bien connus dans la communauté du développement. De fait, certains milieux redoutent – et cette étude cherche à dissiper ces craintes – que la valeur des garanties en tant qu'instrument de développement n'acquière un statut plus large aux côtés de l'aide publique traditionnelle. L'étude plaide pour une évaluation

de ces instruments qui les replacerait dans le contexte général de l'évolution des marchés financiers et des capitaux locaux. Si les garanties peuvent introduire des distorsions, celles-ci sont justifiées dans la mesure où elles compensent les défaillances graves des marchés et de l'action gouvernementale sur les marchés des capitaux, qui sont un frein à la croissance. Mais elles ne peuvent « aller à contre-courant » tant que d'autres conditions préalables ne sont pas réunies.

Le Centre de développement est à mon avis particulièrement bien placé pour promouvoir une analyse et des échanges de vues plus approfondis sur la question en raison même de son appartenance à l'OCDE et de son aptitude à jeter des ponts entre les différents acteurs qui évoluent dans les cercles de l'aide et des politiques de développement ainsi que dans les milieux commerciaux et financiers privés.

Nous tenons à remercier le gouvernement français pour le soutien financier qu'il a apporté à cette étude.

Louka T. Katseli  
Directrice, Centre de développement de l'OCDE

août 2005

## Chapitre 1

# Objectifs et justification de l'étude

### Vue d'ensemble : objectifs et portée

*Face à la nécessité de réduire les risques perçus par les prêteurs et les investisseurs dans les pays en développement, cette étude entend analyser les instruments dont disposent les organismes extérieurs pour atténuer ces risques.*

*Plus spécifiquement, cette étude a pour ambition de décrire les instruments financiers employés dans les garanties publiques, de fournir une évaluation statistique de la fréquence de leur utilisation, d'analyser leur potentiel et d'apprécier leur impact probable sur le développement, en se basant autant que possible sur des études de cas menées dans les pays où ils sont utilisés.*

Les investisseurs sont confrontés à de nombreux risques<sup>1</sup>. Certains sont propres à un pays donné – c'est le cas par exemple de l'instabilité politique, du terrorisme, de l'expropriation et d'autres interventions de l'État telles que la dévaluation monétaire ou les restrictions à la conversion et aux transferts de devises. D'autres sont de nature plus commerciale, étant liés à des activités particulières et aux organismes spécifiques avec lesquels on traite. Il s'agit notamment des retards ou des défauts de paiement, des décisions préjudiciables prises par un organisme de surveillance économique, des erreurs de jugement sur la demande ou les coûts d'un projet, etc. Certains secteurs, plus exposés que d'autres à ces problèmes, sont perçus comme plus risqués.

Plusieurs méthodes permettent de réduire le risque. On peut *diminuer la probabilité* d'un événement porteur de risques – en créant par exemple un organisme de surveillance indépendant et compétent. Cela devrait réduire la probabilité d'une prise de décision arbitraire ou politiquement biaisée. L'investisseur peut aussi constituer un *portefeuille d'actifs équilibré*, en pariant sur un effet de compensation entre actifs évoluant différemment. Certains projets peuvent se *contrebalancer* délibérément, de sorte qu'un événement donné qui pénalise l'un devrait normalement favoriser l'autre. Passant de « l'économie réelle » au monde de l'ingénierie financière, les prêteurs et les investisseurs peuvent souscrire, contre paiement d'une prime ou d'une commission, une *assurance* pour se prémunir contre des risques spécifiés.

Cette étude est centrée sur la dernière des stratégies décrites ci-dessus. Elle examine les systèmes d'assurance et de garantie<sup>2</sup> utilisés par les banques et agences bilatérales et multilatérales de développement afin de stimuler les marchés financiers locaux et les investissements dans les infrastructures. Le principe d'organisation de l'étude est le *type de risque* à atténuer, les quatre principaux étant *les risques politiques, les risques contractuels/réglementaires, le risque de crédit et le risque de change*. Certaines garanties ont pour objet de promouvoir des projets particuliers, d'autres concernent des programmes de prêts multiples tels que la micro-finance et les prêts en faveur de l'éducation. Une autre catégorie, qui couvre le risque de crédit, vise à *améliorer la qualité des créances* d'institutions (banques, sociétés ou collectivités locales par exemple) qui émettent des obligations ou d'autres titres. Lorsque ce type de garantie remplit efficacement son rôle, il permet de stimuler le développement des marchés financiers grâce à la création de nouveaux instruments d'épargne et de crédit.

Les garanties doivent profiter aux deux parties à une transaction de prêt ou d'investissement. Les prêteurs bénéficient d'une sécurité accrue pour le prêt qu'ils consentent et les emprunteurs peuvent de leur côté obtenir des capitaux à des conditions plus favorables. Les investisseurs en fonds propres et de portefeuille réduisent le risque de baisse des cours et peuvent élargir leurs possibilités d'investissement, tandis que les entreprises qui accueillent l'investissement peuvent obtenir davantage de capitaux extérieurs et à de meilleures conditions. Les investisseurs en fonds propres peuvent aussi être des emprunteurs, ce qui est le cas lorsqu'une société emprunte pour financer une partie de son investissement ou de son acquisition.

Commençons par régler certains problèmes de terminologie : que signifient ici les termes « investissement » et « garantie » ? Le terme *investissement* est souvent synonyme de financement de biens d'équipement, quel qu'il soit, ainsi que des dépenses consacrées à l'usine, au matériel, etc. qu'elles impliquent. C'est confondre l'acte d'investissement avec les moyens de son financement. Utilisé dans cette acception, le terme mêle une série d'activités différentes engagées par des acteurs différents motivés par des raisons différentes et exposés à des risques différents.

#### Encadré 1.1. Définition des termes de base

Les termes utilisés ici auront les acceptions suivantes :

*Investissement* : addition à la valeur d'un bien d'équipement<sup>3</sup>. De façon plus générale, désigne la formation de capital correspondant aux dépenses concernant la terre, des bâtiments, des machines et d'autres actifs physiques et humains, ou l'achat de ces actifs à leur propriétaire antérieur.

*Investisseur* : toute entreprise ou agence publique et privée ou tout individu effectuant un investissement « réel » au sens indiqué ci-dessus.

*Prêteur* : tout individu, banque, entreprise ou autre institution financière accordant un prêt à un autre individu ou entité en vertu d'un contrat transparent, assorti de clauses juridiques pour le remboursement.

*Investisseur en fonds propres ou actionnaire* : toute personne ou institution achetant ou détenant une action d'une société.

*Investissement direct étranger* : situation dans laquelle un investisseur étranger détient au moins 10 pour cent des actions ordinaires ou des droits de vote d'une société (OCDE, 1999).

*Investisseur de portefeuille* : toute personne ou institution détenant un titre à taux fixe (une obligation par exemple) dont le rendement est déterminé à l'avance et dont les créances sur la société sont prioritaires par rapport à celles d'un actionnaire. Il peut s'agir aussi d'un actionnaire minoritaire détenant moins de 10 pour cent des actions ordinaires ou des droits de vote d'une société.

*Participation privée* : situation dans laquelle une entreprise ou un investisseur privé supportent une partie du risque d'exploitation d'un projet. Une entreprise publique étrangère est considérée comme une entité privée (Banque mondiale/PPIAF, 2003a).

Les *garanties* et l'assurance contre le risque politique, les risques contractuels/réglementaires, le risque de crédit et le risque de change. Ce terme couvre les garanties partielles de crédit, les garanties partielles contre les risques, les produits d'assurance de l'Agence multilatérale de garantie des investissements (MIGA) et les systèmes à finalité analogue proposés par des agences bilatérales de développement.

« L'investissement » effectué dans une usine ou des installations hydrauliques par une société qui construit, acquiert et/ou exploite l'usine ou les installations est très différent de « l'investissement » consenti par une banque commerciale à cette société ou encore de « l'investissement » effectué par quelqu'un qui achète une obligation émise par une société, un État ou une collectivité locale. Le premier est un acte de formation de capital physique ou un transfert de propriété d'actif, tandis que les autres reviennent à financer d'une manière ou d'une autre la transaction. « L'investissement » au sens financier du terme a aussi des implications très différentes selon qu'il s'agit d'une prise de participation, de financement par emprunt ou d'achat de titres à taux fixe, ou encore de toutes les variantes de ces formes d'investissement. L'encadré 1.1 propose certaines définitions de base.

Cette étude est essentiellement axée sur les garanties à vocation de développement et dont l'objectif est d'améliorer l'accès des collectivités locales, des entreprises et d'autres institutions à des financements en vue d'effectuer des investissements à long terme. Par définition, cela inclut tous les produits offerts par les institutions financières internationales (IFI) ainsi que certains systèmes de garanties proposés par les agences bilatérales de développement. Le critère d'intégration est le suivant : si l'opération avait été financée directement par des bailleurs de fonds, *via* des crédits assortis de conditions préférentielles, elle aurait été considérée comme relevant de l'aide publique au développement (APD).

*L'assurance des crédits à l'exportation est exclue* puisqu'elle ne couvre normalement que les risques de paiement afférents à l'exportation de biens et de services par des entreprises résidentes du pays de l'organisme concerné. Ces systèmes d'assurance, mis en place par tous les grands pays exportateurs, répondent surtout à des considérations commerciales et s'appliquent aux *crédits-fournisseurs*, tandis que les garanties offertes au titre du développement à des fins comparables et qui sont examinées dans le cadre de cette étude s'appliquent en général aux *crédits-acheteurs*.

La figure 1.1 délimite le champ de l'étude, tandis que la figure 2.1 (chapitre 2) proposera des exemples de systèmes relevant des différentes catégories.

Figure 1.1. **Champ de l'étude**  
Partie ombrée = risques exclus du champ de l'étude

Type de risque	A vocation de développement		A vocation commerciale	
	IFI	Agence bilatérale	Organisme officiel	Entité privée
Risques politiques	x	x	x	x
Risques contractuels/réglementaires	x	x		x
Risques de crédit	x	x	x	x
Risques de change	x	x	x	

IFI = institutions financières internationales (Banque mondiale, BID) ;

Agence bilatérale = organisme public bilatéral (AFD, DFID, USAID) ;

Organisme officiel = organisme public de crédit à l'exportation (COFACE, ECGD, EximBank, Hermes) ;

Entité privée = compagnie d'assurance privée.

Pratiquement tous les États fournissent des garanties (*souveraines*) à des organismes publics et à des entités non souveraines telles que les entreprises para-étatiques et les collectivités locales, afin de faciliter leurs émissions d'obligations et d'autres emprunts. Toutefois, cette étude est circonscrite aux garanties fournies par des *organismes de développement multilatéraux et bilatéraux* et n'inclut pas les garanties *nationales*, malgré l'importance qu'elles peuvent avoir dans de nombreux pays. Cela ne signifie pas que l'étude est circonscrite aux garanties accordées uniquement en soutien à des prêts et des flux d'investissements *internationaux*. Elles peuvent aussi contribuer à promouvoir le développement de marchés financiers locaux, afin de permettre aux entités non souveraines de lever plus facilement des fonds sur les marchés locaux et d'encourager les opérations de micro-finance – le principal groupe cible étant alors constitué par les entreprises locales.

Cette étude examine aussi les garanties dans le contexte d'autres méthodes de réduction des risques liés aux investissements et aux prêts dans les pays en développement. C'est le cas par exemple de la participation à des prêts consortiaux proposés par les IFI (prêts B) et des divers moyens qui permettent de réduire le risque de change en particulier. L'étude porte essentiellement sur les incitations au développement des infrastructures publiques et des marchés locaux des capitaux, et notamment la micro-finance. Les données des études de cas incluent des exemples tirés du secteur de l'eau, à la suite des préoccupations formulées dans le rapport Camdessus (encadré 1.2), mais elles s'appuient également sur les données d'expérience d'autres secteurs.

Figure 1.2. Privé ou public ?

Cette figure entend matérialiser l'éventail des différentes parties à un prêt ou à une transaction d'investissement sur tout le spectre des intervenants publics-privés, plus d'autres catégories qui défient cette simple dichotomie. Une garantie peut en principe présenter des avantages pour **n'importe laquelle** des parties énumérées. La liste n'est donnée qu'à titre indicatif et n'entend pas être exhaustive.

Prêteur/investisseur	Instrument	Emprunteur/pays d'accueil/ bénéficiaire
<b>Privé</b>	Prêts	<b>Privé</b>
Banques	Investissements directs	Entreprises
Particuliers	Acquisition d'actifs	Banques
Détenteurs d'obligations	Obligations	Fondations
Sociétés	Titres à taux fixes	
Investisseurs institutionnels	Investissements de portefeuille	
	Prises de participation	
	Accords de concession	<b>Public</b>
<b>Public</b>	CET, CPET, etc.	Entreprises para-étatiques
Banques d'État		Sociétés à capitaux publics
Banques commerciales à capitaux publics		Banques d'État
Fonds de pension publics		Services d'utilité publique
Entreprises para-étatiques		Administrations centrales
		Collectivités locales
		Autres entités décentralisées
<b>Mixte/hybride</b>		<b>Mixte/hybride</b>
Banques et entreprises à capitaux publics et privés		Banques et entreprises à capitaux publics et privés
<b>Entités internationales publiques</b>		<b>Instruments à finalité spéciale</b>
IFI		CET, CPET
Organismes bilatéraux		Fondations
<b>Organismes caritatifs</b>		<b>Organismes à but non lucratif</b>
Fondations		Coopératives
Organismes caritatifs		Organismes caritatifs
ONG		Fondations
		ONG

Les garanties peuvent être avantageuses à la fois pour les parties publiques et les parties privées aux décisions d'investissement et de financement, des deux côtés de la transaction. L'utilisation sans discernement de l'expression financement/investissement *privé* ne donne pas une idée de tout le spectre des formes hybrides évoquées ici (figure 1.2).

Les prêteurs peuvent être soit privés soit publics. Les prêts consentis aux taux du marché ou à des taux liés à ceux du marché peuvent être octroyés par des banques publiques ou privées, des banques internationales de développement à capitaux publics ou d'autres intermédiaires financiers. Les investisseurs de portefeuille tels que les détenteurs d'obligations et les investisseurs en fonds propres peuvent de même relever de la sphère publique ou privée. Les choses se compliquent encore un peu plus lorsque les banques sont des établissements publics mais agissent comme des banques commerciales (c'est le cas avec les entreprises à capitaux mixtes ou publics qui investissent ou empruntent, mais qui ont une philosophie très commerciale).

Les emprunteurs aussi peuvent provenir de n'importe quelle composante du spectre public-privé, que ce soit pour des prêts consentis par des banques commerciales ou pour l'émission de titres à taux fixes, comme les obligations non garanties des sociétés<sup>4</sup> ou les obligations des collectivités locales. La vogue des systèmes axés sur la *participation du secteur privé* (PSP) et les *partenariats publics-privés* (PPP) a aussi contribué à estomper la distinction fondamentale entre les deux sphères. Dans les concessions d'infrastructures, les actifs restent officiellement détenus par l'État bien que, sous d'autres aspects fondamentaux, l'exploitation puisse être considérée comme privée, tandis que dans les CPT et les CPET, les actifs sont d'abord privés, mais ils sont ensuite transférés dans le domaine public.

## Les risques liés à l'investissement suscitent des inquiétudes grandissantes

Les garanties peuvent être bénéfiques pour tout type d'investissement et de financement – public<sup>5</sup> et privé, national et international. Pour diverses raisons toutefois, les flux de capitaux internationaux sont devenus des indicateurs avancés de l'état des investissements et des marchés de capitaux dans le monde en développement. Ces flux sont relativement transparents et réagissent rapidement aux changements perçus du climat politique et économique. Le tableau 1.1 illustre la tendance des flux de capitaux internationaux.

Tableau 1.1. Flux internationaux de capitaux privés en direction  
des pays en développement, 1995-2003  
milliards de dollars

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
IDE	105.3	127.6	171.1	175.6	181.7	162.2	175.0	147.1	135.2
Dettes	76.1	84.6	93.9	107.2	38.4	9.9	2.2	-8.1	4.34
Investissements de portefeuille	17.3	32.9	22.6	6.6	12.6	12.6	4.4	4.9	14.3
Total	176.3	242.2	277.9	269.2	216.8	180.0	174.2	153.8	168.2

IDE = investissements directs étrangers, net ;

Dettes = dette à long terme, net ;

Investissement de portefeuille = investissements étrangers de portefeuille.

Source : Base de données en ligne de la Banque mondiale sur le financement du développement dans le monde 2003. Citée dans Jordan (2004).

Les flux de capitaux privés sont fortement concentrés dans certaines régions. En 2003 par exemple, l'Europe et l'Asie centrale représentaient 27 pour cent du total, l'Asie de l'Est et le Pacifique 35 pour cent et la région Amérique latine et Caraïbes 27 pour cent. En revanche, l'Asie du Sud, les pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord (MENA) et l'Afrique subsaharienne n'entraient que pour 19 pour cent seulement dans ces flux.

Les apports nets de capitaux privés aux pays en développement n'ont cessé de progresser dans les années 1990 pour atteindre un niveau record en 1997/98, les investissements directs étrangers (IDE) représentant la principale composante de ces flux. Le recul qui a suivi s'explique principalement par la chute brutale des financements par emprunt, qui sont en fait devenus négatifs en 2002. Ce repli a été déclenché par les crises financières qui ont affecté les principaux marchés émergents (Argentine, Asie de l'Est et Russie) et se sont accompagnées d'importantes dévaluations (comme en Argentine, en Indonésie et aux Philippines). Le pessimisme des investisseurs a été renforcé par le ralentissement de l'activité économique dans les grands pays industrialisés en 2001/02, ralentissement qui a réduit la rentabilité de plusieurs compagnies multinationales actives dans le secteur des IDE. Cette époque a aussi été marquée par un certain nombre de scandales majeurs dans le monde des entreprises, les événements du 11 septembre 2001, l'intensification subséquente des alertes terroristes, etc.

Par rapport aux fluctuations des financements par emprunt, les IDE sont assez robustes. Cela s'explique notamment par l'évolution des mentalités vis-à-vis de la participation du secteur privé dans les projets d'infrastructures (PPI). La base de données PPI de la Banque mondiale enregistre les fluctuations des investissements dans les projets d'infrastructures qui appartiennent ou sont gérés depuis peu par des entreprises privées dans les pays en développement<sup>6</sup>. Pendant la période 1990-2001, les pays en développement ont transféré au secteur privé le risque d'exploitation pour quelque 2 500 projets d'infrastructures, qui représentent des engagements d'investissement de 750 milliards de dollars. Les investissements dans les projets PPI ont rapidement progressé à partir de 1990 pour atteindre un montant record de 130 milliards de dollars en 1997. Depuis, les flux annuels ont diminué de plus de la moitié (Banque mondiale/PPIAF, 2003a ; Harris, 2003).

De nombreux projets ont été renégociés, annulés ou nationalisés et, dans certains cas, les privatisations ont suscité des réactions populaires brutales. Dans le secteur de l'énergie électrique, qui est à l'origine de la forte expansion de la période précédente, les producteurs indépendants (IPP) ont connu d'énormes problèmes. Dans le secteur de l'eau, quelques-unes des concessions les plus importantes ont elles aussi eu de graves difficultés, imputables pour l'essentiel aux fortes dévaluations intervenues dans les pays d'accueil. D'autres raisons spécifiques expliquent pourquoi les niveaux antérieurs ont été difficiles à maintenir – comme la vague de privatisations exceptionnelles dans les secteurs de l'électricité et des télécommunications au Brésil.

Si les investissements dans les projets PPI sont moins élevés qu'auparavant, ils n'en demeurent pas moins nettement plus importants qu'avant 1995. En outre, des signes de reprise ont été enregistrés en 2003, avec l'expansion des secteurs de l'énergie et des transports (Jordan, 2004).

Nous l'avons vu, les prêts des banques commerciales aux pays en développement sont retombés à un niveau plancher. Cette évolution est en partie attribuable à une plus grande sensibilisation aux risques et à une réaction au sentiment général du marché, influencé par les événements que nous avons évoqués plus haut. Ce marché a connu certains changements structurels, qui ont amené les principales banques à mettre davantage l'accent sur les activités génératrices de commissions en évitant les risques de crédit dans leurs bilans.

Les financements de projets sont de plus en plus rares du fait que le nombre de banques internationales offrant ce type de financements a diminué et qu'elles sont moins disposées à prendre des risques. Certaines banques, auparavant actives dans ces domaines, ont connu des problèmes de liquidité et, aux termes du nouvel accord de Bâle sur les fonds propres<sup>7</sup>, toutes sont désormais tenues de constituer des provisions suffisantes en fonds propres pour leurs engagements dans les marchés émergents. Cette règle a refroidi l'enthousiasme de nombreuses banques, qui hésitent désormais à accorder de nouveaux prêts aux pays en développement.

### **L'eau – un dossier difficile**

Le secteur de l'eau illustre un grand nombre de ces problèmes. Il n'a jamais attiré plus qu'une modeste proportion (autour de 5 pour cent) des flux internationaux de capitaux dans les infrastructures et reste dans la plupart des cas très dépendant, pour les capitaux d'investissement, des subventions gouvernementales. Outre les problèmes généraux décrits plus haut, le secteur de l'eau souffre de problèmes spécifiques : forte intensité capitalistique, faible rentabilité des projets, rentrées tardives, forte ingérence politique et problèmes contractuels et réglementaires particulièrement difficiles, entre autres handicaps. Plusieurs grands opérateurs internationaux du secteur de l'eau ont dû faire face à une réaction brutale de leurs actionnaires, mécontents des pertes subies sur les marchés extérieurs, et la plupart de ces entreprises se recentrent désormais sur leurs activités de base, au détriment de nouvelles opérations à l'étranger.

Sur cette toile de fond peu prometteuse, les objectifs du Millénaire pour le développement (ODM) des Nations unies relatifs à l'eau, qui ont été par la suite élargis aux installations sanitaires ménagères, devraient probablement nécessiter un doublement des flux financiers dans ces domaines.

Le Panel mondial sur le financement des infrastructures de l'eau, présidé par Michel Camdessus, avait pour mission d'étudier ce problème et de formuler des propositions afin de pourvoir aux besoins de financement du secteur. Parmi ses propositions (encadré 1.2) figure une série de recommandations à l'intention des organismes concernés et visant à faciliter l'utilisation des garanties à cette fin (Winpenny, 2003).

### Encadré 1.2. Le rapport Camdessus : conclusions générales

- La réalisation des OMD relatifs à l'eau et à l'assainissement devrait constituer le principal objectif et la principale ambition des gouvernements, des bailleurs de fonds, des IFI, des ONG et des autres parties concernées.
- Les financements publics nationaux sont et resteront dans un avenir prévisible la principale source de financement des investissements dans ce secteur dans un grand nombre de pays. Les gouvernements nationaux devraient accorder une priorité plus grande au secteur de l'eau dans leurs stratégies nationales d'investissement et rendre les dotations financières en faveur de ce secteur plus fiables.
- Les bailleurs de fonds et les organismes d'aide extérieure devraient s'attacher à augmenter de manière substantielle la part de l'eau dans le total de leurs engagements, améliorer la coordination de leurs activités dans ce secteur et utiliser leurs fonds comme catalyseurs pour mobiliser d'autres moyens.
- Les entités publiques non souveraines, telles que les collectivités locales, les offices régionaux de l'eau et les compagnies de distribution d'eau ont joué un rôle déterminant dans la campagne lancée pour mobiliser de nouveaux financements. Ces entités devraient engager des réformes pour générer davantage de fonds par elles-mêmes et devenir plus efficaces et plus solvables. Les administrations centrales devraient revoir les relations budgétaires et financières qui les lient aux entités non souveraines et rendre les transferts en leur faveur plus prévisibles et plus transparents ; elles devraient également aider ces entités à solliciter directement les marchés des capitaux. De leur côté, les IFI devraient lever les obstacles qui freinent l'octroi de prêts aux entités non souveraines.
- Les projets concernant le secteur de l'eau, parfois complexes et difficiles, sont souvent trop petits pour attirer les financements habituels pour des projets, d'autant que leurs coûts de transaction sont élevés. Pour surmonter ces obstacles, il faudrait créer des fonds renouvelables destinés à financer les coûts de préparation publique et de structuration des projets complexes. Des clauses de « bonnes pratiques » et des clauses « types » devraient être prévues dans les accords juridiques, notamment lorsqu'ils impliquent une PSP.
- Le risque de change est l'un des éléments qui dissuadent le plus de faire appel à des financements extérieurs pour l'eau et contre lequel il est difficile de se prémunir avec les dispositions actuelles. Il faudrait donc encourager le développement des marchés locaux de capitaux en tant que source de financements locaux. Diverses mesures pourront être utiles, telles que le recours aux agences de notation pour les emprunteurs locaux, l'émission d'obligations en monnaie nationale par les IFI, l'utilisation de garanties et d'autres instruments d'atténuation des risques par les IFI, le renforcement des banques de développement et d'autres intermédiaires financiers locaux, etc. Une nouvelle facilité de trésorerie en cas de dévaluation (DLBF) devrait être instituée à titre expérimental.
- Il est capital d'améliorer le recouvrement des coûts auprès des usagers. Un recouvrement intégral n'est toutefois guère envisageable à court terme dans tous les cas et, entre-temps, de nombreux pays continueront de subventionner leurs services publics de distribution. Le panel a approuvé le concept de « recouvrement durable des coûts », qui consiste à faire davantage d'efforts pour augmenter les recettes liées à la facturation des usagers et à accorder des subventions résiduelles de manière prévisible, transparente et ciblée.

*(suite page suivante)*

### Le rapport Camdessus (*suite*)

- Le secteur de l'eau manque d'institutions crédibles et efficaces. Les gouvernements, les bailleurs de fonds, les agences et autres parties prenantes devraient encourager le renforcement des capacités des institutions du secteur par des moyens tels que le financement direct de partenariats (tant publics-privés que publics-publics), la création de fonds fiduciaires pour financer des services d'experts, des activités de formation, des échanges professionnels, des examens par des groupes de pairs, etc.
- Le choix du modèle organisationnel pour le secteur de l'eau relève des autorités locales et le panel n'avait pas d'idées préconçues sur la question. Lorsque les pays souhaitent exploiter les compétences techniques et les capitaux des opérateurs privés, les diverses parties devraient s'appuyer sur un cadre de politique clairement défini et transparent, y compris pour la réglementation. Des normes d'intégrité devraient être élaborées par les parties intéressées et l'attribution des marchés et leur exécution devraient être totalement transparentes. L'apport de fonds publics complémentaires aux fonds privés devrait se faire de manière transparente et acceptable. Un effort particulier devrait être fait pour encourager la participation des entreprises privées locales, et notamment celle des petites entreprises.
- Il faudra étudier l'instauration de fonds décentralisés pour faciliter le financement des initiatives locales au niveau des communautés et utiliser des sources locales de crédit.
- Les gouvernements, les agences et autres acteurs clés devraient être comptables de leurs engagements et de leurs résultats au regard des critères fixés pour les OMD. Les bailleurs et les IFI devraient rendre compte de leurs résultats face à leurs engagements. Une « tour de contrôle » et un groupe de « sages » devraient assurer le suivi au plan international.

Source : Winpenny (2003).

La question a été reprise par les pays du G8, réunis à Évian en juin 2003 : ils ont demandé à la Banque mondiale de convoquer les banques régionales de développement afin d'examiner leurs pratiques au niveau de l'émission des garanties et, plus largement, des prêts aux entités non souveraines et ce, afin de donner une suite aux propositions Camdessus. Organisée en septembre 2003, cette réunion a donné lieu à un rapport qui offre une masse d'informations sur les garanties ainsi qu'une évaluation de leur fréquence d'utilisation et propose des solutions pour augmenter la demande de garanties (PricewaterhouseCoopers, 2003). Entre-temps, plusieurs IFI ont pris des dispositions pour offrir davantage de garanties, et elles ont réexaminé la question connexe de leurs capacités d'intervention au niveau des entités non souveraines (chapitre 2).

### Encadré 1.3. La conférence de Vienne

Les principaux points du rapport sont les suivants :

- Les projets « faciles » sont déjà concédés et les entreprises privées exploitent les marchés évidents de la région.
- Sauf pour les pays qui viennent d'adhérer à l'Union européenne, les entreprises privées font appel à des organismes internationaux pour les aider à développer et à créer de nouveaux marchés. Plus à l'Est encore, il faudra des réformes et une évolution de la culture d'entreprise et des comportements commerciaux, d'où la nécessité de mettre en place des programmes à long terme soutenus par les organismes internationaux.
- Malgré les succès obtenus dans de nombreux domaines, la PSP reste mal perçue et mal acceptée du public.
- Les actionnaires du secteur privé ont une plus forte aversion pour le risque qu'auparavant et obligent les entreprises à renoncer à d'importants engagements financiers pris à l'étranger.
- Les entreprises ont besoin d'un soutien plus important de la part des organismes d'aide pour atténuer les risques non directement liés aux opérations (risques relatifs aux taux de change, à la réglementation, aux paiements, aux entités non souveraines et à l'insuffisance de moyens financiers). Elles s'intéressent peu aux contrats de concession, aux projets nécessitant d'importantes injections de capitaux ou même à l'affermage. Les contrats de gestion devraient connaître davantage de succès à l'avenir.
- De leur côté, les agences ont des ressources restreintes et ne peuvent atténuer les risques et fournir un soutien institutionnel tous azimuts. Une certaine sélectivité est indispensable.
- Les opérateurs privés devraient être utilisés comme instruments de changement et les organismes tels que la Banque mondiale devraient intervenir davantage en tant que médiateurs impartiaux pour aplanir les différends entre les entreprises et les pays d'accueil.

Source : OCDE/Banque mondiale 2003.

En juillet 2003, la Banque mondiale et l'OCDE ont parrainé une conférence à Vienne sur « la participation du secteur privé dans la fourniture de services municipaux d'eau dans les pays d'Europe centrale et orientale et en Asie centrale ». Cette réunion a rassemblé la plupart des compagnies privées internationales de distribution d'eau, petites et grandes, ainsi que les organismes de développement et d'autres parties intéressées. Le titre du rapport de la conférence est révélateur : « Faire face à la crise de confiance que suscite la participation du secteur privé dans le secteur de l'eau : comment surmonter les obstacles pour parvenir à une PSP plus efficace » (encadré 1.3).

La conférence de Vienne a eu ceci d'important qu'elle a révélé les comportements habituels des opérateurs privés internationaux du secteur. La communauté internationale du développement, représentée par la Banque mondiale, l'OCDE, l'Union européenne et d'autres organisations, a affronté les grandes entreprises privées, leur a demandé de révéler leurs projets d'investissement dans une grande région du monde et les a invitées à discuter de leur expérience et de leurs difficultés. Les entreprises ont reconnu leur grande nervosité et leur grande circonspection face à l'avenir et demandé aux organisations de leur apporter davantage de soutien et d'encouragements.

*Dans ce contexte, on note à l'heure actuelle que les milieux internationaux sont très désireux d'accroître le recours aux garanties pour compenser les risques que supportent les prêteurs, les investisseurs en fonds propres et les opérateurs privés pour les investissements dans les infrastructures des pays en développement. Le panel Camdessus a plaidé de façon convaincante pour l'utilisation de ces instruments dans le secteur de l'eau – et le même type d'arguments vaut pour d'autres infrastructures.*

*Notre étude s'efforce de replacer les garanties dans le contexte plus large du développement, à côté des méthodes de financement classiques et d'autres solutions d'atténuation des risques. Elle entend fournir un cadre d'analyse critique pour évaluer le rôle des garanties dans des pays dont les marchés financiers et les marchés des capitaux se trouvent à des stades de développement différents.*

## Notes

1. Le risque est défini comme une incertitude quantifiable, la probabilité qu'un événement se produise. S'il est impossible ou peu plausible d'attribuer une probabilité quelconque à un événement, alors on ne peut faire jouer une assurance normale.
2. Dans la suite de ce texte, le terme « garanties » couvrira aussi les systèmes d'assurance.
3. Keynes (1936, p. 62).
4. Titres à long terme et à taux fixe émis par une société et normalement garantis par les actifs de la société.
5. Certaines garanties sont utilisées par des organismes dont la mission est de promouvoir l'investissement privé, à l'instar de la SFI par exemple.
6. Les données concernent le volume total des investissements dans ces projets, et non pas seulement la contribution des partenaires privés. Les définitions, ainsi qu'un bilan complet des résultats, sont présentés dans Banque mondiale/PPIAF (2003a).
7. Convention négociée par la Banque des règlements internationaux (BRI), qui exige que les banques assurent une couverture suffisante en fonds propres pour les prêts qu'elles accordent.



## Chapitre 2

# De l'utilité des garanties

*L'expansion de l'économie internationale est subordonnée aux mouvements appropriés des capitaux et des compétences de gestion, qui interagissent avec le développement des entreprises et des marchés financiers locaux. La fourniture de garanties visant à atténuer les risques d'investissement est l'un des moyens permettant aux organismes internationaux de faciliter ces processus dans les pays en développement. Ce chapitre étudie les arguments qui militent en faveur de ces garanties, en se plaçant plus particulièrement du point de vue du financement des projets d'infrastructures et du développement des marchés locaux des capitaux.*

*L'intérêt des garanties ne se limite pas aux arguments présentés ici, qui mettent surtout l'accent sur la réduction des risques. Pour l'entité ou le pays qui les émet, elles permettent de mobiliser des ressources X fois plus importantes que les flux d'investissements possibles avec un prêt direct. Du point de vue du pays d'accueil, les garanties peuvent être adaptées aux besoins précis du bénéficiaire et lui permettre d'être en prise directe avec les marchés de capitaux – expérience qui devrait normalement avoir une vertu pédagogique (Magnusson, 1999).*

## Le partage des risques dans le secteur des infrastructures

Les projets d'infrastructures sont confrontés aux risques que connaissent tous les types de projets dans les pays d'accueil ainsi qu'à des risques propres au secteur concerné ou supérieurs à ceux d'autres secteurs. La plupart des risques affectent aussi bien les entreprises et les capitaux locaux qu'internationaux, mais de manière inégale.

## Risques génériques

La première catégorie de risques s'applique à tous les types d'investissements, quel que soit le secteur concerné.

Les *risques politiques* concernent tout un ensemble d'événements politiques imprévus qui affectent la viabilité d'un projet. Il y a tout d'abord les dangers physiques, les dégâts et les bouleversements qu'entraînent une guerre et des troubles civils, le terrorisme, l'enlèvement de personnels, etc. Deuxième catégorie : la nationalisation et l'expropriation sans indemnisation appropriée. Quant aux restrictions de convertibilité de la monnaie nationale et de transferts de devises pour payer les importations, les dividendes et le service de la dette, elles constituent la troisième catégorie. De façon plus générale, ce type de risques inclut toute action imprévue de la part d'un État ayant une incidence majeure sur le projet considéré.

Le *risque de crédit* désigne la possibilité d'un arriéré ou d'un défaut de paiement afférent à un prêt accordé ou aux biens et services fournis dans le cadre d'un investissement ou d'un contrat de gestion.

Le *risque de change* se matérialise lorsque des paiements doivent être réglés en devises avec le produit de recettes libellées dans la monnaie nationale. Ces paiements peuvent concerner des biens et services, le service de la dette ou le versement de dividendes. Les projets d'infrastructures sont particulièrement exposés à ce risque, parce leurs recettes sont généralement en monnaie nationale (à l'exception des aéroports, des télécommunications, des ventes transnationales d'électricité et d'eau, etc.).

Les *risques commerciaux* sont très divers. La demande peut être plus faible que prévu, les prix inférieurs aux projections, l'achèvement du projet retardé, les coûts d'investissement et d'exploitation supérieurs aux budget, les taux d'intérêt en augmentation, etc. La principale différence entre les risques commerciaux et les risques non commerciaux tient au fait que les premiers sont considérés comme inhérents à toute activité commerciale et que les prêteurs et investisseurs concernés sont les mieux placés pour les traiter. L'atténuation des risques commerciaux est principalement l'affaire des prêteurs, des opérateurs ou des investisseurs, à leurs dépens dans un premier temps, mais avec l'espoir que les profits dégagés permettront à la longue de couvrir ces dépenses.

## *Risques spécifiques et risques disproportionnés*

*Profil défavorable des projets.* Dans la plupart des cas, les projets d'infrastructures sont gourmands en capitaux, impliquent des coûts initiaux importants et produisent des bénéfices à un horizon assez lointain. Le délai précédant le retour sur investissements est long. Cela vaut pour la plupart des projets concernant l'hydro-électricité, l'eau et l'assainissement, qui comptent parmi les types d'infrastructures les plus intensifs en capital. Comme ces investissements sont à « fonds perdus » et ne peuvent être déplacés facilement, leur rentabilité financière dépend entièrement des recettes futures – et comme ces recettes s'échelonnent sur le long terme, les prêteurs et les investisseurs sont à la merci de tout événement futur imprévu.

*Faiblesse du taux de rentabilité du secteur.* Les taux de rentabilité financière que l'on peut espérer sont de l'ordre de 5 à 10 pour cent dans le secteur de l'eau, de 17 à 25 pour cent dans le secteur de l'électricité (thermo-électricité et hydro-électricité), et de 25 à 30 pour cent dans les télécommunications<sup>1</sup>. Les rendements du secteur de l'eau souffrent de ce que les services d'utilité publique ne peuvent appliquer des tarifs correspondant au niveau de rentabilité, en raison de pressions politiques<sup>2</sup> et d'interdits dus au caractère « social » des services de distribution d'eau. Dans ces conditions, il est difficile par exemple de couper l'eau des consommateurs qui accumulent des arriérés de paiement. Il n'est généralement pas possible de compenser les risques supérieurs considérés comme inhérents aux projets d'eau par des taux supérieurs de rentabilité *ex ante*. La faiblesse des tarifs supprime une option possible pour compenser d'autres types de risques.

*Le risque non souverain.* Au cours des dernières décennies, on a assisté à un mouvement généralisé de transfert des responsabilités des services de distribution de l'eau, des autorités centrales aux administrations locales, puis à des services d'utilité publique et des agences jouissant d'une certaine autonomie d'exploitation. Toutefois, rares sont les cas où il y a eu des transferts proportionnés de pouvoirs financiers ou de cadres expérimentés, et les entités chargées de ces nouvelles responsabilités ne disposaient pas d'une totale liberté de manœuvre pour fonctionner efficacement, surtout sur le plan financier. Les prêteurs, les investisseurs et les opérateurs traitent de plus en plus avec les agences des collectivités locales et autres organismes locaux et cherchent à contourner les garanties souveraines totales pour les engagements financiers qu'ils ont pris. Mais il leur faut alors traiter avec des interlocuteurs qui manquent d'expérience et de ressources financières, et ils s'exposent à différents types de risques non souverains. Ce point est analysé ci-après.

*Le risque contractuel et réglementaire.* Les secteurs qui fournissent un service public à caractère localement monopolistique (comme l'eau et l'électricité) sont en général étroitement réglementés afin de préserver l'intérêt public. Cette réglementation peut être appliquée par un organisme public spécialisé ou par le biais d'un contrat qui énonce les droits et devoirs de l'opérateur/investisseur et qui peut prévoir une possibilité de recours auprès d'un médiateur. Certains contrats, tels que les CPT, sont fondés sur un accord d'achat ferme avec un preneur public. Ces différents types de contrats ou réglementations sont l'objet d'ingérences politiques, au détriment éventuel de l'investisseur. De nombreux investisseurs concluent des contrats sans bien connaître le contexte local, leur clientèle ou l'état des actifs avec lesquels ils travaillent (tels que les réseaux souterrains). Mais il est parfois difficile de remédier à cette ignorance (c'est un cas d'« asymétrie de l'information ») en renégociant le contrat. Dès lors que l'investissement principal est achevé, les investisseurs et les opérateurs sont à la merci de leur hôte et sont par la suite tributaires du pouvoir de l'autorité de contrôle, de la solidité de leur contrat et des possibilités d'arbitrage indépendant, quelles qu'elles soient, stipulées dans leur contrat.

## La question des entités non souveraines

Les garanties ont acquis une importance nouvelle du fait de l'intérêt croissant porté au financement d'entités situées en deçà des niveaux souverains de l'État et qui ne peuvent bénéficier d'une garantie (souveraine) de l'administration centrale. Comme on l'a vu, pour un grand nombre de services, municipaux et autres, le mode opérationnel approprié se trouve au-dessous des échelons de l'administration centrale et, pour remplir efficacement sa mission, l'entité responsable doit disposer d'une autonomie financière et de ressources suffisantes et avoir accès à des sources de financement. Les organismes internationaux, et les IFI en particulier, sont en train de réévaluer les politiques et pratiques qu'ils appliquent pour les prêts à des entités non souveraines afin d'accroître leur capacité de crédit à ce niveau (PriceWaterhouseCoopers, 2003). L'offre de garanties à des entités non souveraines est un élément important de cet arsenal.

## Types de garanties

Les différentes garanties disponibles sont décrites ci-après. Elles sont classées en quatre catégories, qui traitent respectivement des risques politiques, des risques réglementaires et contractuels, des risques de crédit et des risques de change.

### *Risques politiques*

Les instruments de couverture des risques politiques (PRI) datent des années 1960 et sont désormais solidement établis et largement utilisés sur les marchés financiers. Ils couvrent la guerre et les troubles civils, l'expropriation et la confiscation, et la convertibilité et la transférabilité des monnaies. Ces dernières années, certaines institutions ont ajouté le terrorisme, qui n'est en général pas couvert par les assureurs privés. Les dispositifs publics les plus importants sont gérés par des organismes bilatéraux chargés de promouvoir les exportations nationales et les investissements à l'étranger, comme l'OPIC, l'EximBank, l'ECGD, Hermes, la COFACE, etc. Ces dispositifs à vocation commerciale sont exclus du champ de cette étude.

Un certain nombre d'organismes multilatéraux et bilatéraux offrent des PRI dans le cadre d'une couverture plus large, avec des garanties de crédit par exemple. Certaines IFI offrent également des PRI lorsqu'elles accordent des prêts. Sur la période 2001-03, les IFI ont émis 46 garanties PRI pour des projets d'infrastructure, d'une valeur globale de plus de 2 milliards de dollars, dont 39 étaient le fait de la MIGA (*infra*).

La MIGA, institution appartenant au Groupe de la Banque mondiale<sup>3</sup>, offre l'instrument multilatéral exclusivement axé sur les risques politiques le plus connu. Elle n'a pas besoin de garantie souveraine pour intervenir et propose des couvertures pour les investissements sous forme de prise de participation, les prêts d'actionnaires et les garanties de prêts d'actionnaires. En principe, la couverture qu'elle propose ne concerne que les *nouveaux* investissements transnationaux (prises de participation ou prêts à plus de trois ans), mais les investissements dans des projets existants à des fins d'expansion, de modernisation ou de restructuration financière peuvent aussi en bénéficier.

Les acquisitions impliquant la privatisation d'entreprises publiques peuvent aussi être couvertes. Si l'investisseur transnational est la cible privilégiée de cette police, les investissements effectués par les résidents du pays d'accueil peuvent aussi y prétendre. Les sociétés d'État peuvent également être couvertes si leur exploitation est basée sur des principes commerciaux.

Les garanties couvrent au maximum 90 pour cent des investissements sous forme de prises de participation et 95 pour cent des emprunts, pendant une période qui peut aller jusqu'à 15 ans et parfois même 20. La limite de couverture est normalement fixée à 200 millions de dollars, mais il est possible de dépasser ce montant par le biais de la syndication. Le prix de la police dépend à la fois du pays et du risque du projet considéré, les primes atteignant en moyenne 2-3 pour cent par an pour une couverture multirisque. Les projets doivent être financièrement et économiquement viables et conformes aux normes du travail et autres objectifs de développement du pays d'accueil. La MIGA demande l'accord du pays d'accueil avant d'émettre un contrat.

Bien que l'Agence ait émis plus de 11 milliards de dollars de garanties pour plus de 600 projets, ses engagements dans le secteur de l'eau ne portent que sur six projets, dont cinq centrales hydro-électriques au fil de l'eau, le sixième concernant la concession de l'eau à Guayaquil, en Équateur (encadré 2.1). Mais plusieurs autres projets sont à l'étude.

Au milieu des années 1990, des assureurs privés ont pris pied sur le marché des PRI afin de répondre à la demande des banques et des investisseurs pour les importantes transactions concernant les projets PPI, demande que les organismes publics était incapables de satisfaire. Les principaux assureurs privés sont American International Group, Sovereign Risk Ltd, Zurich Emerging Market Solutions et plusieurs syndicats Lloyds. Ils représentent aujourd'hui entre 35 et 40 milliards de dollars de couverture des risques politiques, sur un total de quelque 80 milliards de dollars. Par rapport aux polices offertes par ces organismes publics et de développement, celles du secteur privé sont en général de plus courte durée et peuvent être adaptées de façon plus flexible à des risques spécifiques. Les primes dépendent des conditions du marché, mais elles sont généralement plus chères que celles des assureurs publics. Cela tient au fait que les compagnies privées sont à même d'assurer des montants plus importants, en partie parce qu'elles ont accès à la réassurance, mais aussi parce que leur couverture est inconditionnelle, qu'elles traitent rapidement les dossiers et que beaucoup de dispositifs publics bénéficient d'une subvention implicite. Certains assureurs privés n'offrent pas de garantie PRI parce qu'ils s'estiment victimes d'une concurrence non économique de la part des organismes publics (Jordan, 2004).

### Encadré 2.1. Équateur : couverture du risque politique pour une concession d'eau à Guayaquil

En 2001 la ville côtière de Guayaquil, conurbation de quelque 2 millions d'habitants, a attribué une concession de 30 ans à International Water Services (Guayaquil) BV, des Pays-Bas, pour l'expansion et la réhabilitation des services d'eau municipaux.

Cette décision a été prise dans le but de remédier à la dégradation sérieuse du niveau des services et de l'état des infrastructures, imputable à la croissance rapide de la population et à l'insuffisance des investissements pendant de nombreuses années. Dans les quartiers pauvres, une forte proportion de la population n'avait pas accès à l'eau potable ou à des équipements d'assainissement appropriés, et le service fourni aux ménages raccordés au réseau manquait de fiabilité et de qualité. La moitié seulement des factures était effectivement recouvrée.

La MIGA a fourni une police de 18 millions de dollars pour l'assurance contre le risque politique, l'expropriation, la guerre et les troubles civils. Cette police incluait explicitement l'appel injustifié de la garantie de bonne fin que la compagnie était tenue de déposer pour garantir l'exécution du contrat de concession. Ce contrat lie l'augmentation des tarifs à l'amélioration de la qualité de l'eau et de la fourniture des services ainsi qu'à une augmentation spécifiée du nombre de raccordements aux réseaux d'eau et d'assainissement. Le non-respect de ces conditions peut déclencher l'appel de la garantie de bonne fin à n'importe quel moment.

Source : MIGA.

La coopération plus étroite qui s'est établie depuis quelques années entre les assureurs publics et les assureurs privés s'est traduite par une augmentation de l'offre de PRI, les assureurs privés bénéficiant du partage des risques avec des organismes publics ayant un « statut de créancier privilégié ». En règle générale, les assureurs privés disposent d'un avantage lié à la gamme des risques qu'ils couvrent, à la flexibilité de leurs produits, à la rapidité de traitement des dossiers et à leurs compétences en matière de gestion des risques, tandis que la MIGA s'impose pour la longueur de ses couvertures, son bilan dans le domaine de l'assurance et ses relations avec les pays d'accueil. Les assureurs privés sont en général plus engagés dans des pays à haut risque, comme en Amérique latine (Jordan, 2004).

Plusieurs organismes multilatéraux offrent aussi le *statut de créancier privilégié* (encadré 2.2) aux prêteurs qui participent à leurs syndicats de prêt. Le système du prêt B donne aux banques participantes le statut de créancier privilégié, qui correspond à celui des prêts A accordés par l'organisme multilatéral. Cet « effet de halo » apporte aux banques participantes le réconfort de savoir qu'elles ont derrière elles tout le poids des organisations multilatérales en cas de difficultés de remboursement de la dette<sup>4</sup>.

### Encadré 2.2. Le statut de créancier privilégié et les participations

Les institutions multilatérales de développement telles que la Banque mondiale, la SFI et les grandes banques régionales de développement (BAfD, BAsD et BID), bénéficient *de facto* du statut de créancier privilégié. Cela signifie que :

- les pays qui ont une relation de traité avec telle ou telle institution accordent aux prêts de cette dernière un accès préférentiel à des devises en cas de crise de change ;
- ces prêts sont exempts des provisions automatiques de risques-pays qu'exigent les autorités bancaires ;
- l'intérêt appliqué aux prêts est exonéré d'impôt et, en particulier, de retenue à la source ;
- les prêts sont exclus des rééchelonnements généraux de la dette des pays dans le cadre du Club de Londres et sont exemptés de l'obligation de fournir de l'argent frais dans le cadre d'un rééchelonnement général de la dette d'un pays.

Un organisme international qui accorde un prêt peut ouvrir à d'autres banques la possibilité de *participer* à ce prêt dans le cadre d'une *syndication*. Le cas de la SFI en est un bon exemple, qui a lancé l'utilisation des prêts B dans les années 1970. Les prêts accordés pour son propre compte sont appelés prêts A, tandis que ceux accordés pour le compte de banques qui participent à la syndication sont appelés prêts B. Ceux-ci ont le même statut que les prêts A sur les plans suivants :

- la SFI est le « prêteur en titre » : elle administre la totalité du prêt et assure le recouvrement de tous les remboursements auprès de l'emprunteur ;
- la SFI s'engage à répartir au prorata les remboursements entre elle et les banques participantes ;
- la SFI ne peut être remboursée en totalité tant que tous les participants n'ont pas été remboursés en totalité ;
- tout manquement aux obligations à l'égard d'un participant est considéré comme un manquement aux obligations à l'égard de la SFI.

D'autres organismes proposent un système similaire, avec de légères variantes dans la terminologie des prêts syndiqués.

Sources : IFC Syndications (publication périodique non datée) ; Banque mondiale (2002) ; [www.ifc.org/syndications](http://www.ifc.org/syndications).

Avant la crise financière asiatique de 1998, le taux de défaillances et d'arriérés (*prêts improductifs*) sur le portefeuille des prêts B de la SFI était inférieur à 1 pour cent, mais il avait atteint 17 pour cent en juin 2003. Le système a été testé en Russie lors du moratoire de 1998 sur les remboursements de la dette extérieure et le statut de créancier privilégié a été maintenu pour les détenteurs de prêts B, lorsque les emprunteurs disposaient de ressources en monnaie nationale. La même année, le Pakistan a cessé de rembourser sa dette extérieure et accumulé des arriérés à l'égard du Groupe de la Banque mondiale. Le gouvernement a confirmé le statut de créancier privilégié pour les prêts A et B mais indiqué qu'il n'avait pas de réserves disponibles même pour satisfaire les créanciers privilégiés.

Comme le montre l'exemple pakistanais, et le confirme l'expérience plus récente de l'Argentine, le statut des prêts B ne garantit pas le remboursement de façon absolue. En dernière analyse, le remboursement des prêts B n'est effectué que dans la mesure où le pays emprunteur dispose de réserves suffisantes en devises pour honorer ses obligations à l'égard des créanciers privilégiés. Le système des prêts B complète plutôt qu'il ne remplace les PRI, il couvre les prêteurs plutôt que les investisseurs en fonds propres et il est surtout valable pour les pays à revenu intermédiaire (Jordan, 2004).

Les prêts B offrent une alternative aux polices d'assurance contre le risque politique, qui couvrent le risque de transfert et de convertibilité, et présentent plusieurs avantages par rapport aux PRI. La formule des prêts B couvre la totalité du service de la dette alors que les PRI ne peuvent en couvrir qu'une partie. Les prêteurs multilatéraux sont en général plus soucieux que les assureurs de la réussite commerciale des emprunteurs et ils font tout ce qui est en leur pouvoir pour maintenir la solvabilité de ces derniers. Lorsque l'emprunteur dispose de ressources suffisantes en monnaie nationale, la fourniture de devises dépend alors du bon vouloir et des moyens financiers de l'État, tandis que le paiement des PRI est de la responsabilité de l'assureur, dont le consentement et la capacité à payer en temps voulu sont variables (surtout s'il s'agit d'un assureur « multilignes »<sup>5</sup>). Le PRI implique habituellement une documentation complexe et nécessite parfois de longues arguties juridiques au sujet des textes en petits caractères qui figurent dans les polices.

### *Risques réglementaires et contractuels*

Telle qu'elle est offerte par les IFI, la couverture contre ce type de risques inclut la rupture de contrat, la modification de la législation, les prescriptions relatives aux licences, les agréments et accords, l'entrave au processus d'arbitrage, la sentence arbitrale à la suite d'un manquement couvert et le non-paiement d'un montant dû pour résiliation. Ce produit est apparu sur le marché au début des années 1990 avec l'expansion des projets PPI. La couverture est plus difficile à organiser qu'avec le PRI parce qu'elle s'appuie sur la légalité de transactions spécifiques et les engagements réglementaires pris par les États. Les événements qui déclencheront l'appel de la garantie doivent être clairement définis et les recours stipulés dans l'accord doivent être épuisés avant qu'un règlement ne soit effectué. En résumé, la couverture est étroitement adaptée aux caractéristiques du projet, les coûts de transaction sont très élevés et les processus qui déclenchent une réclamation peuvent être très longs (c'est pourquoi certains organismes proposent des paiements provisoires lorsque la réclamation est légitime).

La majorité des IFI offre maintenant une couverture contre ces risques, sous une forme ou une autre. La garantie partielle contre les risques (PRG) de la Banque mondiale est la plus complète, encore que la couverture contre le risque de rupture de contrat soit une garantie standard. Mais la MIGA a récemment introduit une garantie spéciale contre le risque de rupture de contrat. Dans la pratique, la couverture du risque de rupture de contrat peut être élargie à toute une série de risques connexes, notamment la dévaluation dans le cas où le contrat comprend une clause de révision des prix. Seules la MIGA et la Banque islamique de développement (BIsD) couvrent les fonds propres ainsi que les dettes et, dans les deux cas, une contre-garantie souveraine est nécessaire.

Depuis le début des années 1990, la PRG de la Banque mondiale couvre les prêts commerciaux à des projets d'infrastructures contre le risque spécifique que le pays d'accueil manque à ses engagements contractuels. Tous les règlements effectués au titre de ces polices sont remboursés par le pays d'accueil. Toutefois, les PRG ne sont encore pas vraiment utilisées. Elles sont proposées aux pays admis à bénéficier de financement aux conditions de la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD), ce qui exclut les pays à faible revenu. Elles sont aussi circonscrites aux prêts et excluent les prises de participation (bien que, contrairement aux autres garanties qui ne couvrent que les prêteurs, les PRG sécurisent efficacement les

investisseurs en fonds propres puisqu'elles dissuadent les gouvernements de violer les contrats). Pour le pays d'accueil, les garanties fournies viennent en déduction de son plafond d'emprunt et elles sont moins intéressantes qu'un prêt direct. En outre, de nombreux prêteurs commerciaux considèrent que les procédures des IFI sont lentes et bureaucratiques (Jordan, 2004).

Pendant la période 2001-03, les IFI ont couvert 14 projets d'infrastructures contre ce type de risque, pour une valeur de 976 millions de dollars. La plupart ont été émises par la MIGA.

### *Risque de crédit*

La garantie partielle contre les risques de crédit (PCG) est la forme la plus courante de couverture contre ce type de risque – mais elle ne couvre qu'un pourcentage donné du montant emprunté. En dehors de cette réserve, elle peut couvrir le non-paiement de la part du service de la dette qui dépasse l'échéance (teneur) normale des prêts qu'offrent les prêteurs commerciaux ; elle peut aussi garantir une portion des paiements au titre du service de la dette arrivée à échéance. En fait, elle peut allonger la durée des prêts pour les investissements d'infrastructures qui ont une longue période de gestation et un long temps de retour et/ou elle peut permettre d'obtenir un crédit à de meilleures conditions. Les PCG couvrent tous les événements qui provoquent un défaut de paiement, et notamment le risque commercial. En ce sens, ce sont des garanties complètes.

La garantie partielle contre les risques de crédit de la SFI a été introduite en 1999 ; c'est l'un des instruments les plus connus du genre. Elle est offerte aux clients de la SFI pour améliorer la notation attribuée aux emprunts sous forme d'obligations ou de prêts et elle couvre les créanciers, quelle que soit la cause du défaut de paiement. Le montant garanti est plafonné sur la base d'un indicateur donné (par exemple une proportion du principal initial ou une année de service de la dette). Il peut varier pendant la vie du prêt (en étant par exemple lié au montant non remboursé du principal à n'importe quelle date). Les emprunteurs qui sont confrontés à des problèmes temporaires de trésorerie peuvent faire jouer la garantie par anticipation afin d'éviter un défaut de paiement et rembourser la SFI dans un délai donné sans subir de pénalité lourde.

La PCG vise à améliorer l'accès des entreprises et des entités non souveraines aux sources de financement en améliorant la qualité des créances. Sur la plupart des marchés, les échéances des prêts sont très courtes et la PCG permet de les rallonger en fonction des besoins de l'emprunteur. Les organismes bilatéraux tels que la SFI appliquent les mêmes procédures et la même diligence raisonnable, en particulier en ce qui concerne la supervision, pour les propositions de garanties que pour les prêts directs, ce qui rassure les prêteurs et les investisseurs. La création d'actifs de grande qualité à longue échéance contribue à établir des données de référence sur les marchés locaux de capitaux, ce qui aide d'autres emprunteurs à obtenir des emprunts à long terme.

L'encadré 2.3 illustre les avantages que peuvent procurer les PCG des IFI (la plupart des exemples concernent des prêts en devises).

**Encadré 2.3. Incidence des garanties partielles contre le risque de crédit sur les conditions financières des prêts**

	Sans garantie	Avec garantie
Colombie		
taux d'intérêt	6.5 pour cent	5 pour cent
échéance	5 ans	10 ans
Philippines		
taux d'intérêt	3 pour cent	2.5 pour cent
échéance	7 ans	15 ans
Ouganda		
taux d'intérêt	8 pour cent	3.1 pour cent
échéance	n.d.	16 ans
Bangladesh		
taux d'intérêt	3 pour cent	2 pour cent
échéance	1 an	13 ans
Côte d'Ivoire		
taux d'intérêt	3 pour cent	2.75 pour cent
échéance	1 an	12 ans
Chine : échéance	7 ans	15 ans
Pakistan : échéance	3 ans	15 ans
Jordanie : échéance	2 ans	7 ans
Liban : échéance	5 ans	10 ans
Maroc : échéance	5 ans	15 ans
Russie et Ukraine : échéance	7 ans	10 ans
Thaïlande : échéance	n.d.	10 ans
Argentine : échéance	3 ans	5 ans

Sources : interventions de la Banque mondiale et données internes.  
n.d. = désigne un prêt non disponible sans garantie.

Malgré ces avantages potentiels, l'intérêt du marché pour les PCG multilatérales est faible. En 2001-03, six garanties seulement ont été émises en faveur des infrastructures, pour une valeur totale 800 millions de dollars. Deux des quatre projets de la SFI intéressent le secteur de l'eau.

Il est moins courant que les IFI offrent des garanties pour les opérations en monnaie locale, parce que cela implique de conclure des accords de *swap*, qui sont relativement coûteux. En outre, l'amélioration du crédit fourni par une IFI, qui se reflète dans le prix de la garantie, est dans un certain sens « excessive » puisque l'échelle de notation des émissions locales est normalement plus basse et le crédit des émetteurs moins solide. Il y a toutefois des exemples d'institutions internationales qui utilisent les PCG pour relever la cote des emprunts en monnaie nationale (encadré 2.4).

#### Encadré 2.4. Afrique du Sud : garantie partielle contre le risque de crédit pour la ville de Johannesburg

La SFI fournit une PCG d'une contre-valeur en rands de 30.4 millions de dollars pour l'émission par la ville de Johannesburg d'obligations à 12 ans sur le marché local. L'émission porte sur un montant de 150 millions de dollars. Elle est aussi soutenue par une PCG en monnaie nationale émise par la Banque de développement de l'Afrique du Sud (DBSA), ce qui porte la garantie à 40 pour cent du montant total de l'émission.

Le produit de l'émission d'obligations servira à financer des investissements d'infrastructures essentielles, en particulier dans les secteurs de l'eau, de l'électricité et des routes. Une partie des fonds levés sera aussi utilisée pour restructurer la dette existante de la ville et améliorer son profil d'endettement.

La double PCG aidera la ville à diversifier sa base d'investisseurs en relevant la notation locale des obligations de trois crans sur l'échelle de Fitch, de A- à AA-.

Source : SFI.

Depuis les années 1970, les compagnies privées d'assurance sont elles aussi actives sur le marché du risque de crédit et font maintenant une vraie concurrence aux organismes internationaux. Les compagnies privées dites « mono-ligne » offrent des produits intégrés de gestion des risques, qui incluent le risque de crédit. Toutefois, ces compagnies exigent que les investissements aient la qualité *investment grade* (placement sans risque) avant d'accorder une garantie, tandis que les compagnies multilignes peuvent accepter des transactions moins cotées et préfèrent des transactions ayant un label *high non-investment grade* (placement de nature spéculative ou incertaine) (Kotecha, 2004).

## *Risque de change et développement des marchés locaux de capitaux*

En tant qu'instrument commercial réaliste et abordable, la couverture de risque de change n'est offerte ni par les assureurs privés ni par les organismes publics. Dans la pratique, d'autres moyens permettant d'éviter ou de réduire ce risque sont utilisés. Il existe en gros cinq approches différentes (Matsukawa *et al.*, 2002 ; Haddon, 2004) : le recours aux financements en monnaie nationale, la couverture du risque de change, les garanties de taux de change fournies par l'État, l'indexation des tarifs sur une devise et les mécanismes de crédit exceptionnel en cas de dévaluation.

### Les financements en monnaie nationale

A terme, la solution la plus satisfaisante en matière de risque de change consiste à solliciter plus souvent les sources locales de financement, qui fournissent des fonds dans la même monnaie que les recettes des projets. Pour cela, il faut que ces financements soient disponibles à des taux d'intérêt et à des échéances qui, après prise en compte du risque de dévaluation, sont supérieurs aux conditions appliquées aux financements en devises. Les organismes de développement ont commencé à élaborer de nouveaux produits pour garantir les emprunts levés en monnaie nationale<sup>6</sup>. Cette méthode présente un réel potentiel en ce qu'elle permet de mobiliser l'épargne locale en faveur des équipements d'infrastructures là où les banques et les fonds institutionnels locaux sont liquides et cherchent des placements sûrs pour leurs dépôts, mais où la législation les empêche d'investir dans des titres qui ne sont pas des valeurs de premier ordre.

Dans certains cas récents, une PCG internationale a permis de porter la notation d'un titre à la qualité *investment grade* et, par là même, de mobiliser une nouvelle strate d'épargne locale pour le financement des infrastructures. Il est utile de rappeler que la participation à un projet d'un opérateur international fiable devrait aussi améliorer l'accès aux sources locales de financement, tant parce qu'elle implique en principe une amélioration de l'efficacité et de la situation financière du projet, que parce que le *risque de réputation* est supporté par l'opérateur.

Jusqu'à présent, cette technique a été circonscrite aux pays en développement à revenu intermédiaire de la tranche supérieure ou à d'autres pays dotés d'institutions financières bien développées et de marchés de capitaux fonctionnels. Elle a été utilisée plusieurs fois en Amérique latine, qui remplit ces conditions préalables et où il existe en particulier des fonds de pension relativement importants (Vives, 1999). Le projet du Tlalnepantla au Mexique,

dont on trouvera une description à l'encadré 4.2, est un cas d'espèce. Une autre exemple est celui de l'autoroute à péage de Costanera Norte au Chili : le projet a pu lever 260 millions de dollars avec une garantie de 100 pour cent sur l'intérêt et le principal fournie par la BID, dont 85 pour cent ont été transférés à un assureur « mono-ligne ». La garantie a relevé la note nationale de crédit de l'émission au point qu'elle a pu attirer des investisseurs institutionnels locaux, peu expérimentés dans l'évaluation des prêts-projets et juridiquement contraints de souscrire à des titres moins cotés (Haddon, 2004).

La garantie en monnaie nationale est un instrument prometteur, mais comportant certaines limitations :

- i)* elle couvre le crédit, mais pas le risque d'inflation. Ce risque peut être couvert par le recours à un emprunt à taux variable ou à des prêts indexés sur le taux d'inflation locale (formule couramment utilisée en Amérique latine), adossés à un contrat de prélèvement ou à un accord de concession, qui permet à l'emprunteur d'augmenter les prix en fonction de l'inflation locale ;
- ii)* elle ne couvre pas le risque de performance du pays d'accueil, où la solvabilité de la transaction dépend des mesures convenues avec les autorités nationales. D'autres types d'assurance (comme les PRG) peuvent être offerts pour atténuer ce risque ;
- iii)* les emprunts en monnaie nationale à long terme sont souvent plus coûteux que les emprunts en euros ou en dollars, même avec une garantie ;
- iv)* dans de nombreux pays, il n'existe ni ressources financières suffisantes, ni institutions capables d'accorder des prêts d'un montant et d'une durée suffisants. Les banques commerciales locales ne sont pas toujours disposées à utiliser leurs dépôts à court terme pour accorder des prêts à long terme, ou en mesure de le faire, même avec une garantie en monnaie nationale (Haddon, 2004). D'où la nécessité de développer le marché local des capitaux pour que les garanties en monnaie nationale soient efficaces.

Certains organismes élaborent des produits spécialement conçus à l'intention des pays à faible revenu. GuarantCo est un nouveau fonds constitué à l'initiative de plusieurs organismes bailleurs de fonds du Groupe du développement des infrastructures privées (PIDG), qui a aussi pour objet de garantir les financements d'infrastructures en monnaie nationale fournis par des investisseurs locaux, institutionnels et autres (encadré 2.5). Du point de vue du bailleur, ce type de fonds de garantie présente l'avantage supplémentaire d'être considéré comme entrant dans l'aide publique au développement (APD), aux termes des conventions du Comité d'aide au développement de l'OCDE (CAD/OCDE) sur les statistiques de l'aide.

### Encadré 2.5. **GuarantCo**

GuarantCo est une facilité de garantie en monnaie nationale pour les infrastructures, lancée à l'initiative du DfID (Royaume-Uni), de l'Agence suédoise pour le développement international (ASDI) et d'autres partenaires du PIDG dans le but d'atténuer les risques liés aux financements des infrastructures en monnaie locale par les investisseurs locaux, institutionnels et autres. Particulièrement conçue pour l'Afrique subsaharienne, cette facilité concentrera ses activités dans les pays pauvres, conformément à ce qui a été défini par le CAD/OCDE.

GuarantCo a été constituée en 2003, avec un statut de société à responsabilité limitée avec pour seul actionnaire le trust PIDG. Son objectif est d'améliorer la qualité des obligations et d'autres papiers commerciaux émis par les projets d'infrastructure PSP, ainsi que la qualité de certaines obligations des collectivités locales. Elle contre-garantira les garanties partielles fournies par les banques locales pour les émissions d'obligations des projets d'infrastructures. Les investisseurs resteront exposés à certains risques résiduels et les contre-garanties offertes aux banques locales ne couvriront pas la totalité de leurs engagements.

Parmi les projets à l'étude, citons l'amélioration de la qualité d'une émission d'obligations de collectivités locales, le refinancement d'une compagnie d'électricité, la garantie d'un portefeuille de prêts hypothécaires, le rehaussement du crédit pour une émission d'obligations pour une route à péage et l'octroi de garanties pour la commercialisation d'une compagnie de distribution d'eau. Le capital de cette facilité ne devrait pas excéder 100 millions de dollars, lorsqu'elle sera pleinement opérationnelle, avec un levier financier égal au triple de ce montant.

Source : DfID.

La Development Credit Agency (DCA) de l'USAID a pour mission de mobiliser des capitaux locaux grâce à ses garanties partielles de prêts, qui permettent de partager les risques. Les modalités précises varient d'un cas à l'autre, mais l'idée générale est d'utiliser les injections initiales de dons/fonds propres pour créer des fonds renouvelables en combinaison avec des garanties de prêts de 50 pour cent afin de mobiliser des capitaux locaux *via* l'émission d'emprunts ou d'obligations. Le modèle suit celui qui a été utilisé avec succès aux États-Unis, où l'Agence de protection de l'environnement (EPA) fournit des prêts (« capital de départ ») à des États pour créer des fonds renouvelables destinés à financer les projets locaux d'infrastructures dans le secteur de l'eau. Ces fonds permettent de lever des capitaux sur le marché local, avec la garantie que représente le don initial, et ils sont reconstitués par le remboursement des prêts (encadré 2.6).

### Encadré 2.6. États-Unis : fonds renouvelables des États pour la distribution d'eau non contaminée

Après la loi sur l'eau de 1972, qui établissait des normes fédérales contraignantes pour le traitement des eaux usées, les États américains ont pu financer leurs nouvelles stations d'épuration par des subventions fédérales, à hauteur de 80 pour cent, le reste étant pris en charge sur leur budget. Mais avec l'adoption de la loi sur la salubrité de l'eau en 1987 et de la loi sur l'eau potable en 1996, les méthodes de financement ont changé et un modèle plus viable a été adopté.

Avec la méthode actuelle, l'administration fédérale fournit aux États des subventions pour financer les collectivités locales qui construisent des stations d'épuration, à condition que les sommes fournies servent à mettre en place un programme financièrement viable. Tous les États ont créé des fonds renouvelables divers et variés, leur caractéristique commune étant qu'ils utilisent les subventions fédérales et les contributions des États comme capitalisation initiale et qu'ils se servent de ce fonds de réserve pour garantir les emprunts contractés auprès des banques commerciales. Ces fonds sont reconstitués avec le remboursement des prêts et les intérêts perçus sur les soldes non dépensés.

Chaque prêt octroyé pour un investissement donné doit impérativement être remboursé *via* les redevances des usagers, les recettes fiscales, la cession de titres ou d'autres moyens. Grâce ces « mécanismes de soutien au crédit », les fonds renouvelables peuvent emprunter (ou émettre des obligations) à des conditions favorables sans garantie souveraine et obtenir des bonifications d'intérêts pour les projets valables. Le regroupement des différents prêts permet de constituer un « pool de prêts », dont la notation est plus élevée que celle de chaque emprunteur considéré individuellement. L'administration fédérale subordonne ses subventions à la condition que les États protègent strictement le fonds de réserve contre toute appropriation à d'autres fins. C'est un élément crucial pour maintenir la qualité de la signature du fonds de réserve sur les marchés d'obligations et auprès des agences de notation.

Source : Baker (2001).

Cette approche a été reprise par plusieurs programmes de l'USAID dans les pays en développement (encadré 2.7) et au profit de divers secteurs – agriculture, eau, logement, énergie, santé, développement et micro-finance des petites entreprises, etc. Dans chaque cas, la DCA est en mesure de mobiliser des fonds d'un montant plusieurs fois supérieur au coût supporté par son propre budget. Dans le secteur de l'eau, le modèle semble particulièrement efficace lorsque les consommateurs ont une bonne capacité de remboursement et qu'il existe localement des infrastructures financières relativement solides et disposant de ressources « prêtables ». Ces conditions sont habituellement réunies dans les zones urbaines d'une certaine taille et dans les pays qui ont dépassé les premiers stades du développement.

### Encadré 2.7. Les programmes de la Development Credit Agency (USAID)

Dans l'État du *Tamil Nadu*, en *Inde*, les programmes d'investissement pour l'alimentation en eau et l'assainissement de 14 organismes urbains locaux sont regroupés dans un fonds commun d'eau et d'assainissement, dont la qualité des créances a été améliorée par une garantie de 50 pour cent de la DCA. Le fonds a émis pour un montant de 7 millions de dollars d'obligations à 15 ans assorties d'un coupon de 9.2 pour cent, qui ont été initialement souscrites par cinq grandes institutions financières, puis vendues au-dessus du pair sur le marché secondaire. La majorité des investissements est financée par emprunt ; ils permettront d'améliorer l'alimentation en eau des communautés urbaines très défavorisées.

En *Afrique du Sud*, la DCA a lancé un programme (avec le DfID et une ONG locale) afin d'améliorer les services d'alimentation en eau et d'assainissement qui servent un million de citoyens pauvres de cinq collectivités locales. L'investissement total s'élève à plus de 17 millions de dollars, dont l'essentiel est financé par des prêts locaux qui ont bénéficié d'un rehaussement du crédit grâce à la DCA.

Dans neuf centres du *Sud Sinäï*, en *Égypte*, la DCA propose des accords de partage des risques pour encourager l'octroi de prêts en monnaie nationale afin de faciliter la participation du secteur privé dans l'externalisation de l'exploitation et de l'entretien des réseaux d'alimentation en eau dans le cadre de contrats basés sur les résultats.

*Sources* : Documents d'information et interventions de la DCA.

Les garanties sont aussi utilisées pour promouvoir la micro-finance en monnaie nationale et les programmes de prêts aux étudiants (encadré 2.8).

### Encadré 2.8. Kenya et Afrique du Sud : programmes de micro-finance et de prêts aux étudiants

Au Kenya, l'Agence française de développement (AFD) a fourni une garantie de crédit à la FAULU, société locale de micro-finance dont le principal actionnaire est une organisation caritative américaine. La FAULU fonctionne depuis 1991 et propose des crédits à des groupes et des associations pour toute une palette d'activités productives. Le changement d'équipe gouvernementale en 2003 a été marqué par le retour de capitaux expatriés dans le pays et une amélioration très relative des anticipations des entreprises. Les banques sont liquides et les taux d'intérêt ont baissé. Les autorités, conscientes de la place prépondérante du secteur informel dans l'économie, sont déterminées à promouvoir les petites et moyennes entreprises (PME). Toutefois, les banques commerciales n'accordent pas de prêts aux institutions de micro-finance.

Or, la demande de micro-finance chez les PME est importante et non satisfaite et la FAULU est bien placée sur ce marché. Elle a des méthodes rationnelles de distribution du crédit et, pendant plus de 10 ans, elle a régulièrement développé ses activités et amélioré son bilan et son niveau d'autofinancement. Son taux de rentabilité net s'établit actuellement à 36 pour cent.

La FAULU a lancé une émission de 500 millions de shillings kenyans (environ 8 millions d'euros) d'obligations à cinq ans sur le marché local avec une garantie de l'AFD couvrant 75 pour cent du principal et des intérêts.

En Afrique du Sud, l'AFD garantit un prêt en faveur d'Edu-Loan, institution privée de micro-finance spécialisée dans la fourniture de prêts à l'enseignement et à la formation à des salariés très modestes. Cette institution a été créée en 1996 et, depuis, elle finance des programmes de formation, principalement des cours par correspondance, qui touchent plus de 200 000 étudiants, dont la plupart sont des salariés. Les prêts qu'elle accorde s'élèvent généralement à 300 euros, soit l'équivalent d'un mois de salaire. Elle peut appliquer des taux d'intérêt inférieurs à ceux du marché grâce aux accords passés avec les universités afin de réduire les droits de scolarité des étudiants solvables. Edu-Loan est en mesure d'assurer le recouvrement des prêts grâce à un système de retenue sur les salaires des agents de la fonction publique, dispositif qui est maintenant élargi à ses clients du secteur privé.

Edu-Loan bénéficie d'une facilité de crédit à court terme auprès d'une banque commerciale et d'un accès à des financements à long terme équivalant à 3.6 millions d'euros fournis par la DEG (agence de développement allemande) et la SFI.

L'AFD a mis au point une garantie payable à première demande, qui couvre le prêt en rands accordé par une banque d'Afrique du Sud à Edu-Loan. Le prêt, qui comprend deux éléments – une ligne de crédit à court terme pour le fonds de roulement et un crédit à plus long terme pour le développement stratégique – porte sur un montant global de 7.5 millions d'euros.

Source : AFD.

Plusieurs organismes bilatéraux, dont ceux cités plus haut, proposent désormais des systèmes de garanties en monnaie nationale pour lesquels, du fait de leur domaine de compétence, ils disposent d'une plus grande liberté opérationnelle. Il existe aussi un cas (encadré 2.9.) de garanties utilisées pour promouvoir un marché obligataire *régional*, qui est une forme intermédiaire entre les émissions locales et les émissions en « devises fortes ».

#### Encadré 2.9. L'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA)

Les huit pays de l'UEMOA (Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal et Togo) ont une monnaie commune (le franc CFA, arrimé à l'euro au taux fixe de 1 euro = 656 francs CFA) et une banque centrale commune (la Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest – BCEAO). Créé en 1996, le marché financier de l'UEMOA est un exemple significatif d'une stratégie d'intégration régionale basée sur la coordination des politiques économiques et monétaires.

Créé il y a cinq ans, le marché obligataire régional s'est bien développé, avec 50 émissions lancées jusqu'à présent pour un montant de 400 milliards de francs CFA (610 millions d'euros) de titres dont l'échéance moyenne est de cinq ans. La demande excède la capacité du marché : la liquidité des banques de la région est estimée à quelque 800 milliards de francs CFA (1.2 milliard d'euro). Le marché obligataire offre l'une des rares possibilités d'obtenir des financements à long terme dans la région.

L'AFD encourage la mobilisation des ressources sur le marché financier local, en offrant des garanties aux émetteurs locaux. Elle a récemment aidé la Banque nationale du Mali pour le développement de l'agriculture (BNDA) à lancer sa première émission d'obligations pour un montant de 3.5 milliards de francs CFA (5.3 millions d'euros). Cela permet à la BNDA d'être moins tributaire des financements concessionnels en euros, en sollicitant le marché financier local, et de réduire son risque de change.

Le marché financier de l'UEMOA a un potentiel de quelque 300 milliards de francs CFA (457 millions d'euros) d'émissions obligataires par an. Toutefois, des obstacles majeurs entravent le développement du marché obligataire : il n'y a ni de prix de référence ni agence de notation spécialisée sur ce marché, les garanties sont obligatoires pour les émetteurs non souverains, leur coût est élevé (entre 9 et 10 pour cent) comparativement aux euros et les échéances sont limitées. La Banque mondiale, en partenariat avec l'AFD et l'Agence canadienne de développement international (ACDI), a récemment lancé un projet qui vise à développer ce marché des capitaux et à faciliter la mobilisation de ressources en monnaie nationale pour les projets d'infrastructure.

Source : AFD.

## Couverture du risque de change

Il est possible de neutraliser le risque d'une dévaluation future en ouvrant des contrats à terme pour l'achat, en monnaie nationale pour remise à une date ultérieure du montant en devises nécessaire pour couvrir de futurs engagements de paiement. Le coût de ces contrats en monnaie nationale sera déterminé par le taux de change à terme indiqué à la clôture de la transaction d'investissement. Il va sans dire qu'ils seront d'autant moins intéressants que le risque d'une future dévaluation semble élevé. De fait, seul un groupe restreint de pays, et pratiquement aucun pays à faible revenu à part l'Inde, est doté de marchés pour les contrats à terme en devises de la durée voulue pour les investisseurs dans des projets d'infrastructures. Dans la pratique, la couverture n'est pas utilisée pour le financement de ce type de projets dans les pays en développement.

## Garanties de taux de change fournies par les États

Les pays d'accueil peuvent assumer le risque de change d'un prêt ou d'un investissement. Ce risque peut être la conséquence d'un régime de changes fixes, dont l'histoire nous apprend qu'ils ne survivent pas à des tensions macro-économiques sévères. Parfois aussi, la garantie ne peut s'appliquer qu'aux prêteurs et investisseurs en fonds propres étrangers : dans les années 1950 par exemple, le Brésil a autorisé que les envois de fonds des travailleurs expatriés et le service de la dette se voient appliquer le même taux de change que celui qui était en vigueur au moment de l'entrée initiale des capitaux<sup>7</sup>.

Une autre variante consiste à n'appliquer la garantie qu'à des projets déterminés. L'exemple le plus connu est le système d'assurance contre le risque de change (FERIS) utilisé par le Pakistan au milieu des années 1990 pour HUBCO, premier producteur indépendant d'électricité. Dans son contrat, HUBCO était autorisé à répercuter les coûts de la dévaluation sur le client, en l'occurrence l'Office public de mise en valeur des ressources en eau et de l'énergie (WAPDA). La banque d'État du Pakistan et, en dernier ressort, l'État garantissaient le paiement à HUBCO de devises à un taux de change fixé lors de l'achèvement du projet, en 1997. La crise de change que le pays a connue cette année-là a mis en évidence le coût de cet arrangement et d'autres formules analogues<sup>8</sup>, et le système a été abandonné.

Pour les investisseurs qui empruntent sur le marché local, le pays d'accueil ou ses institutions de crédit peuvent aussi offrir des prêts en monnaie nationale. Lorsque ces prêts servent à acheter des importations, ils permettent à l'investisseur d'éviter d'assumer le risque de change qu'implique un prêt en devises.

### Indexation des tarifs

Le tarif de l'eau ou de l'électricité peut être indexé sur une devise de façon à ce qu'il s'ajuste dans le temps pour garder un niveau constant par rapport à la devise en question. Si le raisonnement est poussé jusqu'à sa conclusion logique, le tarif local peut en fait être exprimé en dollars ou en toute autre devise. L'indexation des tarifs sur le coût d'un bien échangeable important, tel que l'énergie, aura un effet analogue. Les clauses d'indexation n'apportent pas de protection totale contre la dévaluation lorsqu'il y a des retards dans l'ajustement ou lorsque l'ajustement est subordonné à des seuils minimums de hausse des prix. En outre, ce système d'indexation est en général abandonné lorsque les dévaluations sont tellement importantes qu'elles impliquent une hausse des tarifs domestiques peu vraisemblable.

Le contrat pourrait aussi prévoir l'ouverture de comptes spéciaux alimentés par la facturation des services, qui seraient utilisés comme fonds de réserve en cas de choc de dévaluation ; il pourrait aussi inclure des procédures de révision des tarifs si les fluctuations de change excèdent une marge déterminée.

### Facilités de trésorerie

Une autre solution consiste à fournir des liquidités aux projets qui ne peuvent honorer leurs obligations en devises à la suite d'une dévaluation soudaine et importante. Les fonds sont alors remboursés progressivement, au fur et à mesure que les tarifs atteignent un niveau abordable. Le panel Camdessus a proposé qu'une variante de cette formule fasse l'objet d'un examen plus approfondi et d'un test expérimental (encadré 2.10).

**Encadré 2.10. La facilité de trésorerie en cas de dévaluation (DLBF)**

Le panel Camdessus a proposé d'instituer un mécanisme qui s'appliquerait aux projets exploités par des promoteurs du secteur privé ou public, lorsque le service de l'eau est assujéti à des objectifs et à une réglementation établis par les autorités nationales et que le prestataire n'a pas d'autre moyen d'atténuer les effets de la dévaluation et que les partenaires du projet ne peuvent l'éviter.

La DLBF serait une facilité contingente fournie par une entité publique internationale d'une solvabilité incontestable et capable de supporter la charge financière du jour de la dévaluation jusqu'à la fin de la période de redressement des recettes. Cette entité internationale garantirait les prêts libellés en devises accordés dans ce contexte et financerait l'alourdissement du service de la dette consécutif à la dévaluation. La garantie serait contre-garantie par le pays d'accueil et les déboursements effectués à ce titre génèreraient une dette souveraine. Les autorités nationales se rembourseraient de leurs dépenses en appliquant une surtaxe « acceptable » sur l'eau, surtaxe qui serait recouvrée par l'entité normalement chargée de la facturation pendant une période de temps appropriée.

Au moment où l'emprunt en devises serait contracté, un modèle financier initial de référence serait élaboré afin de prévoir le ratio du service de la dette sur les recettes dans des conditions d'exploitation « normales ». L'application de ce ratio s'exprimerait par un montant nominal en monnaie nationale qui, divisé par le paiement dû en devises, donnerait le taux de change « acceptable ». Ce taux de change est le seuil au-delà duquel la DLBF doit intervenir.

Entre autres caractéristiques, le projet verserait des primes annuelles à la DLBF et supporterait un niveau minimum de dévaluation. Toute variation positive des taux de change après la dévaluation réduirait les montants compensatoires.

*Source* : Winpenny (2003).

A ce jour, le seul cas d'utilisation de ce mécanisme à des fins commerciales est celui de la facilité créée par l'OPIIC (États-Unis) pour soutenir le projet d'électricité d'AES Tiete au Brésil (encadré 2.11).

### Encadré 2.11. Brésil : la facilité de trésorerie en devises de l'OPIC pour le projet d'AES Tiete

AES Tiete est une compagnie hydro-électrique complexe de Sao Paulo, au Brésil, qui a été privatisée en 1999 et qui vend de l'électricité à l'État à un prix indexé sur l'inflation. Les propriétaires de la compagnie ont émis des titres à taux fixe pour une valeur de 300 millions de dollars, assortie d'une couverture contre le risque de dévaluation offerte par l'OPIC sous forme d'une facilité de trésorerie de 30 millions de dollars.

Le règlement est déclenché par la chute du taux de change en deçà d'une valeur plancher fixée lors de la transaction, si le projet n'est pas en mesure d'honorer ses obligations au titre du service de la dette. Le risque de change est isolé des risques opérationnels. La facilité est renouvelable en ce sens que les avances sont remboursées, avec intérêt, lorsque le projet dégage des flux de trésorerie positifs après paiement du service de la dette de premier rang, par exemple après une appréciation sensible du taux de change réel.

L'utilisation de cette facilité a permis aux titres d'obtenir le label *investment grade* lors de leur émission (ils ont été déclassés par la suite, essentiellement en raison de problèmes sur le marché local et de la situation du client de la compagnie). Le mécanisme s'appuie sur plusieurs facteurs clés pour assurer sa viabilité : l'existence d'une mesure fiable et transparente de l'inflation locale ; un marché des changes sensible aux forces du marché ; une monnaie convertible qui n'est pas trop surévaluée au départ ; et un risque qui est relativement peu important et quantifiable au regard des tendances passées. Cela restreint *ipso facto* son application éventuelle à un petit nombre de marchés émergents.

Sources : interventions de l'OPIC ; Matsukawa *et al.*, 2002.

## Adapter les instruments aux risques – résumé

De nombreux instruments couvrent plus d'une catégorie de risques et les produits offerts diffèrent d'un organisme à l'autre. Cela étant dit, la figure 2.1 propose un récapitulatif général des instruments disponibles.

**Figure 2.1. Secteur des infrastructures : les risques et les instruments permettant de les atténuer**

Type de risque	Instruments disponibles	Exemples
Risque politique, disponibilité des devises	Couverture du risque politique – soit spécifique, dans le cadre d’une couverture globale, soit avec une garantie de crédit ; statut de créancier privilégié	Couverture contre le risque politique offerte de la MIGA ; participations (prêts B par exemple)
Crédit	Garanties partielles contre le risque de crédit (PCG)	Garanties partielles contre le risque de crédit de la SFI ; garanties partielles de prêt de la DCA (USAID)
Dévaluation	Aucun en tant que tel. Selon le pays, des garanties contre le risque de change et des facilités de trésorerie en cas de dévaluation peuvent être offertes	Garantie partielle en monnaie nationale contre le risque de crédit de la SFI ; facilité de trésorerie en devises de l’OPIC ; GuarantCo
Risque commercial	Aucun instrument spécifique ; mais les PCG incluent ce risque parmi d’autres	
Profil du projet	Les PCG peuvent allonger la durée des prêts pour qu’elle concorde avec les flux de trésorerie	PCG
Taux de rentabilité	La couverture contre le risque de rupture du contrat peut protéger les clauses tarifaires ; les facilités de trésorerie en cas de dévaluation protègent les liquidités dans ce cas	Couverture de la MIGA contre le risque de rupture de contrat
Risque non souverain	Certains instruments peuvent être offerts sans contre-garantie souveraine ; d’autres nécessitent une garantie souveraine. Le choix de l’instrument dépend du risque à couvrir	Instruments ne nécessitant pas de garantie souveraine : PCG de la SFI PRI de la MIGA Garanties du secteur privé de la BID, la BAfD, la BASD, etc. Instruments nécessitant une garantie souveraine : PRG de la BIRD PCG de la BIRD Prêts au secteur public de la BID, BASD
Risques contractuels et réglementaires	Couverture contre le risque de rupture de contrat	Garantie partielle de la Banque mondiale contre les risques ; couverture de la MIGA contre le risque de rupture de contrat

## Principales sources de garanties à l'appui du développement : le contexte

Il est difficile d'obtenir une description détaillée et précise de la valeur des garanties par rapport aux instruments d'aide classiques. Des données sur les garanties offertes par les IFI ont récemment été rassemblées par la Banque mondiale dans le cadre d'une opération spécifique coordonnée par cette institution. L'analyse qui suit s'appuie sur ces données (PricewaterhouseCoopers, 2003). Toutefois, la plupart des garanties des organismes bilatéraux ne sont pas notifiées actuellement au CAD/OCDE et ne sont pas incluses dans les totaux de *l'aide publique au développement* utilisés pour comparer les résultats des pays. Pour que ces comparaisons deviennent possibles, certains problèmes méthodologiques doivent être résolus. Il faut aussi fixer des conventions pour la notification des statistiques (CAD/OCDE, 2004).

Ces réserves une fois faites, il est clair que la valeur des garanties émises au cours des dernières années est faible au regard des apports classiques de l'APD et des financements privés. Le tableau 2.1 récapitule les principales catégories d'apports financiers aux pays en développement.

**Tableau 2.1. Apports nets de ressources des pays membres du CAD/OCDE et des organismes multilatéraux aux bénéficiaires de l'aide**  
milliards de dollars, valeur courante. Moyenne annuelle 2000-02

---

Aide publique au développement	
Total	65.7
Aide bilatérale	42.3
Aide multilatérale	23.4
Crédit à l'exportation	3.0
Investissements directs	120.9
Prêts des banques internationales	(-14.0)
Achats d'obligations	15.6
Autres apports privés (y compris prises de participation)	(-17.5)
Dons des ONG	10.7

---

Source : CAD/OCDE (2004).

Entre 2001 et la mi-2003, les principales IFI ont émis 124 garanties (tous secteurs confondus) d'une valeur nominale globale de 5 milliards de dollars. Cinquante deux d'entre elles (52), représentant 36 pour cent de la valeur totale, concernaient des infrastructures. Premier fournisseur de garanties, la MIGA a émis depuis sa création 680 polices (jusqu'à la mi-2003) axées pour la plupart sur le risque politique et intéressant 85 pays en développement, pour une valeur totale de plus de 11 milliards de dollars et un encours total actuel d'environ 5.1 milliards de dollars. Les émissions de garanties partielles contre le risque de crédit de la SFI, qui ont été introduites en 1998, ont atteint un total de 1.53 milliard de dollars pour la période allant de 2000 à mi-2004<sup>9</sup>. Le tableau 2.2 présente des données comparatives pour les principales IFI. Ce volume de garanties équivaut à un niveau annuel d'environ 2 milliards de dollars.

Le tableau 2.2 n'inclut pas les garanties émises par la Banque européenne d'investissement (BEI) et la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD), dont les données ne sont pas calculées sur les mêmes bases. La BEI a un important programme de garanties pour les membres de l'Union européenne et peut aussi offrir des garanties pour les prêts qu'elle octroie aux pays d'Afrique, des Caraïbes et du Pacifique dans le cadre du mandat confié par la Commission européenne et, plus spécifiquement, par le biais de la facilité d'investissement de l'accord de Cotonou. L'encadré 2.12 en fournit un exemple

Tableau 2.2. Garanties émises par les principales IFI, janvier 2001-juin 2003

	Nombre	Valeur en millions de dollars (chiffres arrondis)
BAfD	1	14
BAsD	3	560
BID	1	150
BIRD	4	451
BIsD	1	6
MIGA	95	3 406
SFI	19	424
Total	124	5 011

Source : PricewaterhouseCoopers (2003).

**Encadré 2.12. La garantie de la BEI pour la Banque ouest-africaine de développement (BOAD)**

La BOAD intervient dans les secteurs de l'industrie, de l'agro-industrie, des mines, du tourisme et des services de ses pays membres. En juillet 2004, la BEI a conclu un accord de soutien en faveur de la BOAD, qui comprend un prêt international de 25 millions d'euros, une facilité de garantie de 25 millions d'euros et une participation à l'augmentation de capital de 4.5 millions d'euros. Cet accord avait pour ambition de soutenir les opérations de la banque en faveur du secteur privé, de promouvoir une gamme plus large d'instruments financiers et de développer le marché régional des capitaux.

La facilité de garantie comprend une garantie partielle des prêts consentis par la BOAD aux entreprises et une contre-garantie partielle pour les garanties fournies par la BOAD pour des émissions d'obligations ou d'autres titres d'entreprises.

Source : Site web de la BEI.

L'important programme de prêts non souverains de la BERD comprend à la fois des garanties explicites et le recours à des accords de soutien aux collectivités locales (MSA) qui visent à fournir une aide par d'autres moyens. Les MSA sont examinés au chapitre 4. A titre d'exemple de garantie à part entière dans le secteur de l'agro-industrie, la garantie partielle de 7.5 millions d'euros émise par la BERD en faveur d'une banque commerciale ouzbèke (UzJilSberbank) pour un prêt à Nestlé Ouzbékistan, afin de lui permettre d'augmenter ses achats de lait et de produits laitiers aux agriculteurs locaux<sup>10</sup>.

Plusieurs organismes *bilatéraux* de développement offrent des garanties dans le cadre de leurs programmes d'aide au développement. Nous en avons déjà évoqué quelques exemples avec la promotion des obligations des collectivités locales par l'USAID (encadré 2.6), les projets de l'AFD dans le secteur des micro-entreprises (encadré 2.7) et l'initiative du DfID pour garantir les prêts en monnaie nationale (encadré 2.8). L'agence néerlandaise FMO (encadré 2.13) et l'agence allemande KfW conduisent aussi un certain nombre de projets intéressants. Ce catalogue est donné à titre indicatif et ne prétend pas à l'exhaustivité.

### Encadré 2.13. Utilisation de garanties par la FMO

Dans le *secteur agricole russe*, la FMO et Rabobank International ont mis en place une facilité de garantie de 15 millions d'euros afin de permettre à la Russie de financer ses importations de matières premières agricoles essentielles. La facilité s'appuie sur le principe du « prêt basé sur l'appropriation », selon lequel Rabo Invest importe des produits de base tels que du sucre de canne brut, du blé, du malt et des graines de tournesol destinés au marché russe dont il devient *de facto* le propriétaire temporaire. Ces produits sont ensuite vendus aux consommateurs éventuels à un prix qui inclut une commission de financement. La participation de la FMO crée un point d'entrée qui permet à d'autres banques néerlandaises d'intervenir dans ce domaine.

Au *Bangladesh*, la FMO s'est associée à la Standard Chartered Bank (SCB) et la SFI pour mettre en place une facilité de garantie de 52 millions de dollars pour six banques privées locales. La garantie permettra à la SCB d'émettre des confirmations pour des lettres de crédit ouvertes par les six banques. Le projet permettra aux banques locales de s'engager dans le financement du commerce extérieur ; il comporte également un volet d'assistance technique pour aider les banques à se familiariser avec la politique du crédit, l'application des normes comptables internationales et le gouvernement d'entreprise.

Au *Mexique*, la FMO a fourni une garantie partielle de 4.8 millions de dollars pour le placement d'une émission d'obligations hypothécaires sur le marché local des capitaux par deux banques mexicaines de crédit hypothécaire. Le produit de l'émission servira à financer la construction de logements destinés à des ménages à revenu faible et intermédiaire. L'émission devrait être souscrite par les épargnants et les fonds d'investissement locaux. Selon toute probabilité, elle sera appelée à faire école et laisse prévoir une explosion d'émissions de titres hypothécaires. Les principales agences de notation ont attribué à la transaction la note AAA sur l'échelle de notation locale.

Au *Pérou*, la FMO et la BID ont garanti l'émission de 50 millions de dollars d'obligations sur le marché local par Grana y Montero, le premier groupe de BTP et de services d'infrastructures du pays. La garantie partielle des deux organismes a permis de porter la note de l'émission à AA+, qui est le minimum nécessaire pour assurer le placement des titres. Cette note a permis aux fonds de pension locaux de souscrire.

Enfin, dans un projet au *Kenya*, la FMO participe à un montage financier dans lequel entrent également la SFI et la BEI. La FMO offre un prêt et des garanties d'une valeur globale de 13 millions de dollars à la Magadi Soda Co, qui est synonyme d'entreprise citoyenne. Les fonds levés grâce à ces deux instruments permettront de construire une nouvelle usine qui fabriquera des produits de meilleure qualité pour les verriers.

Source : Site web de la FMO.

Le volume des garanties bilatérales se situe officiellement autour de 200 à 300 millions de dollars depuis quelques années. Dernièrement, les garanties émises par les IFI ont atteint l'équivalent de 9 pour cent environ de leurs programmes considérés globalement, les garanties des organismes bilatéraux ne représentent guère plus que 0.005 pour cent de l'aide bilatérale. Le volume des garanties est encore plus modeste en proportion des investissements directs, mais potentiellement plus important lorsqu'il est rapporté aux prêts obligataires. Pendant cette période, les prêts et les investissements de portefeuille des banques internationales sont restés négatifs, ce qui signifie que le volume net des remboursements et des capitaux rapatriés a atteint des proportions non négligeables.

## Notes

1. Données de la Banque mondiale.
2. La décentralisation des responsabilités d'exploitation des services de distribution conduit souvent à laisser aux autorités locales élues le soin de fixer les tarifs. L'auteur se souvient à cet égard de la remarque d'un industriel qui restera anonyme : « Les dindes ne votent pas pour Noël : les maires n'approuvent pas les augmentations de tarifs ».
3. Des informations détaillées et à jour sur les politiques de la MIGA sont disponibles sur son site : [www.miga.org](http://www.miga.org)
4. Certaines IFI vont plus loin dans les efforts qu'elles font pour rassurer les co-prêteurs, par exemple en acceptant des dettes de rang inférieur (dettes subordonnées), qui sont remboursées après que la créance privilégiée – offerte aux partenaires de la syndication – a été amortie.
5. Compagnies commerciales qui offrent des garanties financières. Certaines ne régleront une demande d'indemnisation qu'une fois la décision rendue. Elles diffèrent des assureurs « mono-ligne », dont l'activité est exclusivement centrée sur les garanties financières et qui, en général, règlent rapidement les demandes d'indemnisation, pour contester au besoin plus tard la réclamation.
6. Ces produits ont pour effet accessoire de réduire le risque encouru par le garant en cas de dévaluation.
7. Aux termes de l'instruction 113 de la *Superintendencia da Moeda e do Credito*. Le lecteur trouvera des éléments d'information sur ce système et d'autres références dans Winpenny (1972).
8. Début 2003 par exemple, le taux de change au comptant de la roupie pakistanaise était de 58.2 roupies pour 1 dollar, contre 34 lors de l'achèvement du projet.
9. Statistiques de la MIGA, de la SFI et de Jordan (2004).
10. Communiqué de presse de la BERD, 24 juillet 2003.



### Chapitre 3

## Garanties : coûts et distorsions éventuelles

*Ce chapitre examine certaines caractéristiques des garanties qui pourraient avoir une incidence négative, en particulier leurs coûts pour les bailleurs de fonds et les garants ainsi que les coûts et distorsions qu'elles induisent pour les pays d'accueil et les organismes bénéficiaires. Il conclut en évoquant certaines objections théoriques tirées d'ouvrages traitant de « l'aléa de moralité » et de la « recherche de rente ».*

### Le coût des garanties pour les bailleurs de fonds et les garants

Du côté des émetteurs, le coût des garanties se décompose comme suit :

- ◆ le coût d'opportunité de l'engagement conditionnel – l'engagement de ressources qui pourraient être utilisées à d'autres fins ;
- ◆ le niveau élevé des coûts de transaction liés à la création du produit – les coûts monétaires et le travail qu'impliquent la mise au point et la commercialisation des garanties ;
- ◆ la diversion et la dilution de l'effort d'aide – la vogue de mécanismes d'aide encore mal compris et qui vont à l'encontre de l'idéal de transparence.

## *Coût d'opportunité*

En principe, l'assurance et les garanties ne sont pas offertes gratuitement aux utilisateurs. Des efforts sont normalement faits pour trouver un équilibre actuariel et des primes sont perçues pour recouvrer une partie des dépenses prévues. Les marchés – c'est-à-dire en fait les agences de notation – calculent une valeur pour des garanties spécifiques (en fonction par exemple de l'incidence qu'elles ont sur la qualité de la créance pour les émetteurs d'obligations), ce qui peut servir de base pour déterminer le prix de la garantie. Si les agences fixent le prix de la garantie à un « bon » niveau, il n'y a pas de subvention incluse, les remboursements peuvent être financés avec le produit des primes et il n'y a pas de coût d'opportunité lié à ce système.

Toutefois, la plupart des systèmes de garantie sont encore récents et les risques qu'ils couvrent sont souvent sans limite de montant. La période couverte par les données relatives aux événements porteurs de risque n'est pas suffisamment longue pour servir de base au calcul des primes déterminées de façon actuarielle. Il est rare qu'il existe un marché privé étroitement comparable pour la couverture des risques dans ces cas, de sorte qu'il n'y a pas de critère fiable pour établir les prix. Il est par ailleurs difficile, voire impossible, de déterminer la probabilité de risques aussi mal définis que le risque politique ou les risques réglementaires et contractuels. Pour assurer le risque de crédit, il faut disposer d'un nombre important de dossiers afin de créer un portefeuille équilibré ; et, dans les pays en développement qui sont la cible des programmes de garantie, les dossiers sont encore peu nombreux en termes statistiques.

En résumé, rien ne permet de penser que le prix des garanties offertes dans les pays en développement par les organismes d'aide et les IFI est correctement établi, au sens strict du marché de l'assurance. En principe, ce prix peut être soit trop élevé, soit trop faible. Les organismes qui ont pour strict mandat de s'autofinancer et de se conformer aux règles du marché devraient normalement pécher par excès en fixant des prix trop élevés, tandis que les organismes qui utilisent des dons et qui ont pour mission d'opérer dans les pays pauvres pourraient pécher par excès de modération.

Si le prix de la garantie est fixé à un niveau trop bas, il y a subvention – égale à la différence entre les primes demandées et les primes nécessaires pour couvrir la totalité du risque actuariel. Les systèmes subventionnés supportent un coût d'opportunité, représenté par une réduction des dépenses

publiques ailleurs (ou par une augmentation de la fiscalité) afin de créer la provision pour risques nécessaire en tant que couverture du programme de garantie. Selon la nature des conventions budgétaires nationales, les pays devraient constituer une provision dans leurs programmes de dépenses publiques pour couvrir les engagements conditionnels non financés. Le montant mis de côté devrait être égal à la valeur actuelle (actualisée) de la valeur probable de l'engagement, déduction faite des primes encaissées<sup>1</sup>.

Lorsque les déclarations de dommages sont faites et que les garanties sont appelées, les règlements entrent dans les comptes de l'État comme n'importe quelle autre dépense. En réalité, peu de déclarations, si tant est qu'il y en ait eu, ont été enregistrées jusqu'ici<sup>2</sup>. Il convient de garder à l'esprit que les IFI et les organismes bilatéraux ont une relation de traité avec les gouvernements nationaux, de sorte que ces derniers répugnent à manquer à leurs obligations à cause des répercussions plus larges qu'impliquerait d'un tel manquement. La perte de solvabilité qui en découle est un autre facteur à prendre en ligne de compte. Toutefois, ce n'est pas parce que les garanties offertes par les IFI et les organismes bilatéraux sont rarement appelées qu'il faut en conclure qu'elles ne coûtent rien. Le véritable coût d'opportunité de ces produits est représenté par les provisions constituées à cette fin dans les bilans des organismes considérés. Dans un certain nombre d'organismes, les garanties sont « comptées » à leur pleine valeur nominale, ce qui implique de constituer une provision équivalente à celle d'un prêt d'un même montant.

### *Coûts de transaction élevés*

À l'exception de la couverture contre le risque politique, qui est un produit bien établi et dont le bilan est connu sur une longue période de temps, les garanties sont récentes et continuent d'évoluer en fonction de la demande. La couverture contre le risque de rupture de contrat et le risque réglementaire exige pour chaque dossier l'implication massive de juristes, tandis que le risque de crédit nécessite un examen approfondi et sérieux des clients, dont beaucoup sont relativement mal connus sur le marché.

Le problème est encore plus difficile pour la couverture du risque de change, et c'est l'une des raisons pour lesquelles aucun marché n'a développé ce produit. Le seul dossier constitué jusqu'à présent s'est traduit pour l'OPIC par un coût de préparation très important<sup>3</sup>.

### ***Diversification et dilution de l'effort d'aide***

Certains bailleurs officiels sont préoccupés par l'expansion des garanties offertes par les organismes de développement dans la mesure où elles conduisent, apparemment, à détourner la coopération au développement vers des domaines moins prioritaires et qui intéressent surtout les pays à revenu intermédiaire. Ces bailleurs de fonds font valoir que la tendance récente à inclure des garanties dans la notification de l'aide au CAD/OCDE<sup>4</sup> dresse un tableau dénaturé des contributions nationales au titre de l'aide.

Depuis quelques années, le CAD/OCDE joue de son influence pour persuader les bailleurs d'inclure une proportion plus importante de dons purs dans la notification des montants totaux de leur aide. Les dons ne créent pas d'endettement pour les bénéficiaires de l'aide ; ils sont en outre un indicateur totalement transparent du coût assumé par les ministères des Finances des bailleurs et de la subvention fournie aux bénéficiaires. Les prêts à taux privilégié sont moins transparents (le coût pour le bailleur étant l'élément don<sup>5</sup> du prêt). Dans cette gamme, le coût des garanties est encore plus obscur du fait que la valeur et la probabilité des événements porteurs de risque sont très difficiles à quantifier et que l'on manque de données d'expérience sur leur utilisation et encore moins sur les appels de garantie débouchant sur des décaissements effectifs. Les bailleurs de fonds ne savent pas trop comment traiter la provision des garanties. La convention du CAD/OCDE prévoit quant à elle d'autoriser les bailleurs à notifier les contributions à la création de fonds de garanties comme faisant partie de l'aide, de même que les règlements effectués au titre des systèmes de garantie. Les débats récents au sein du CAD/OCDE concernant les changements éventuels à apporter aux conventions de notification n'ont pas abouti<sup>6</sup>.

### **Coût des garanties pour les bénéficiaires et les pays d'accueil**

Pour dresser le bilan des garanties, il convient aussi de tenir compte de leur coût pour les pays d'accueil et les marchés locaux de capitaux. Ces coûts incluent :

- ◆ les frais financiers – commissions et primes à payer pour l'utilisation des garanties ;
- ◆ la concurrence avec la dette souveraine, qui complique les choses pour les pays d'accueil qui cherchent à lever des fonds ;

- ◆ la création de distorsions sur les marchés des capitaux, avec l'éviction « inéquitable » d'autres sources de capitaux et la perturbation des relations qui existent sur le marché des capitaux ;
- ◆ l'apparition de problèmes macro-économiques liés à l'accumulation de dettes d'un poids insupportable et à l'inflation du crédit.

### *Coûts financiers*

Les garanties ne sont pas gratuites et leur coût est normalement répercuté sur l'investisseur ou l'emprunteur. Les assureurs privés doivent prélever des commissions et des primes, qui sont déterminées par calcul actuariel de façon à recouvrer les coûts probables des événements assurés. Les organismes publics d'assurance et de garantie aspirent eux aussi à appliquer des commissions « liées à celles du marché » mais, comme nous l'avons vu, le principe est difficile à établir pour des risques (politiques par exemple) pour lesquels on ne dispose pas des séries statistiques habituelles.

Il serait erroné de conclure automatiquement que les organismes publics subventionnent leurs primes. Dans la plupart des cas, il s'agit de produits récemment introduits sur le marché, dont la valorisation relève d'un art qui évolue avec l'expérience et les réactions du marché. Mais il est difficile à l'heure actuelle de lever les suspicions de subvention de la part des assureurs publics qui, en tout état de cause, ne sont normalement pas nécessaires pour que l'opération soit rentable, sans compter que le faible nombre de demandes d'indemnisation influe sur le niveau des primes. Le taux des primes d'assurance pour les investissements n'est pas couvert par les règles du consensus de l'OCDE, lesquelles sont conçues pour limiter les subventions des organismes nationaux. Une grande compagnie d'assurance privée et internationale a apparemment décidé de ne pas offrir d'assurance contre le risque politique en raison du niveau « non économique » des taux proposés par les organismes publics (Jordan, 2004).

Le coût de l'assurance et des garanties varie en fonction des conditions du marché, du risque à couvrir et de la nature de la couverture. Il peut prendre la forme d'une commission indépendante, qui représente un pourcentage de la transaction, ou il peut s'ajouter au coût d'un prêt. Pour donner une idée des ordres de grandeur, les primes demandées par la MIGA et les assureurs privés en 2003 pour couvrir le risque politique ont convergé aux alentours de 1 pour cent, contre 0,8 pour cent environ pour les assureurs bilatéraux publics (Jordan, 2004).

Les prêts assurés sont généralement classés parmi les financements à moindre risque pour le calcul de l'adéquation des fonds propres. Cela conduit de nombreuses banques à considérer comme allant de soi de prendre une assurance pour les prêts accordés aux marchés émergents, quelle que soit la notation du risque-pays donnée à l'emprunteur (Jordan, 2004). Ce coût est supporté par tous les emprunteurs et ceux qui présentent un risque moindre se plaignent à juste titre de payer des primes excessives.

### *Perturbation des relations existantes*

Les garanties rehaussent le crédit des emprunteurs et réduisent le risque qu'impliquent les prêts qui leur sont accordés, ce qui leur permet d'emprunter à des conditions plus favorables. L'État, qui est généralement le principal emprunteur sur le marché local des capitaux en émettant des obligations et des bons du Trésor devra offrir de meilleures conditions aux bailleurs de fonds pour obtenir le volume de financements dont il a besoin. Dans les marchés de capitaux immatures, l'État occupe une position protégée et privilégiée en ce qu'il représente la principale possibilité de placement pour l'épargne locale et qu'il peut offrir un havre sûr pour les dépôts des institutions financières. Cette position est souvent confortée par la réglementation ou une coercition informelle. Les garanties élargissent le marché des possibilités de placement pour l'épargne, ce qui signifie que l'État doit payer un prix supérieur pour lever des fonds sur les marchés locaux. C'est la raison pour laquelle les administrations centrales sont, comme on le sait, opposées au développement des opérations de rehaussement du crédit en faveur des emprunteurs non souverains.

Les garanties peuvent aussi être utilisées pour fournir des moyens financiers à des entités qui devaient auparavant compter sur les banques locales. Dans ce cas, un cartel local de banques risque de ne pas apprécier la présence de nouveaux concurrents. Toutefois, ce que les parties locales intéressées perçoivent comme un « coût » pourra être considéré comme un avantage par le bénéficiaire de la garantie et il y a aura probablement un gain net pour l'économie.

### *Création de « distorsions » sur le marché des capitaux*

L'encadré 2.3 illustre l'impact potentiel des garanties sur des marchés des capitaux naissants. L'offre d'une PCG se traduit souvent par une diminution de moitié du taux d'intérêt et un doublement de la durée des prêts. Dans bien

des cas, elle fait toute la différence entre l'obtention et la non-obtention d'un prêt ou le fait d'investir ou de ne pas investir. Si l'introduction d'une distorsion signifie « changer la forme de... tordre en déformant... pour donner une description ou une impression trompeuse ou erronée... »<sup>7</sup>, alors il est clair que les garanties créent une distorsion puisqu'elles modifient, souvent de façon radicale, les conditions appliquées aux transactions financières et aux investissements.

Toutefois, les garanties sont introduites sur des marchés déjà en proie à des distorsions, précisément dans le but de les compenser. Il convient alors de se poser les questions suivantes :

- ◆ les garanties permettent-elles vraiment de supprimer ou de compenser les distorsions existantes ?
- ◆ les garanties introduisent-elles elles-mêmes des distorsions ?
- ◆ les garanties font-elles plus que compenser les distorsions qu'elles ont pour but de corriger ?
- ◆ les nouvelles distorsions induites par les garanties sont-elles justifiées par la gravité des distorsions qu'elles corrigent ? Y a-t-il des circonstances dans lesquelles on peut leur accorder le bénéfice du doute en raison des effets positifs plus importants qu'elles entraînent ?

Ce sont là des questions difficiles, qui seront examinées de façon plus approfondie au chapitre 4. Trois remarques préliminaires peuvent être faites. Premièrement, les garanties contre les risques contractuels et réglementaires visent à corriger une « défaillance de l'État » telle que le manquement des autorités publiques à leurs obligations légales ou la défaillance de l'organe de réglementation compétent/indépendant. Bien que la légalité de ces cas soit rarement aussi tranchée, en principe, les systèmes de garanties et d'assurance qui protègent les parties contre un État qui agit mal peuvent difficilement être assimilés à une distorsion.

Deuxièmement, les garanties peuvent aider à remédier à la « défaillance du marché » observée dans certains services publics, qui les rend moins attrayants pour les capitaux privés. Les garanties peuvent contribuer à corriger ce handicap, en leur permettant par exemple d'obtenir des prêts plus longs à des taux d'intérêt inférieurs ou en couvrant les opérateurs contre les pressions exercées par les pouvoirs publics pour empêcher les hausses de tarifs. Ce genre de défaillance du marché peut se produire parce que la rentabilité financière de ce type d'investissement ne tient pas suffisamment compte des avantages sociaux que procure le service. Les investissements dans les installations

sanitaires des logements en offrent un exemple frappant. Le bilan financier de ces investissements est en effet désastreux, mais leur ratio coûts-avantages sociaux est très élevé si l'on tient dûment compte de leurs effets bénéfiques sur la santé (Evans *et al.*, 2004).

Troisièmement, il n'y a aucun moyen absolu de comparaison ou d'« état idéal » sur lequel on puisse se baser pour évaluer l'impact des garanties. Le contexte dans lequel elles sont utilisées est généralement celui de marchés de capitaux ou d'investissement sous-développés ou tout juste émergents, qui sont souvent gravement affectés par des distorsions (*marchés réprimés*) liées à l'action gouvernementale. Si de nombreux observateurs peuvent s'accorder sur les réformes les plus évidentes à engager, il serait plus difficile de dégager un consensus sur l'environnement porteur « idéal » et les infrastructures les mieux adaptées aux marchés financiers et des capitaux de pays dont la situation et le stade de développement sont différents. En d'autres termes, il n'existe pas de schéma directeur unique du développement des marchés de capitaux qui puisse servir de base pour apprécier l'impact d'un programme de garanties.

L'étude plus détaillée de cette question est reportée au chapitre 4, qui analyse certains travaux récents sur le rôle des marchés financiers en termes de développement, afin d'apprécier l'impact possible des garanties à la lumière de ces travaux. Des exemples de l'effet préjudiciable des politiques gouvernementales sur le développement du secteur bancaire en Afrique sont donnés à titre d'illustration des distorsions que les garanties visent à contrecarrer. Le cas du Mexique montre comment les garanties « suivent le courant » des réformes relatives aux politiques financières et au développement des marchés des capitaux.

### *Apparition d'un endettement excessif et inflation du crédit*

En général, les garanties diminuent le coût de l'emprunt. De ce fait, un volume donné de crédit devient plus abordable, mais l'emprunteur peut aussi être encouragé à s'endetter davantage qu'il ne l'aurait fait autrement, ce qui peut rendre à terme le service de la dette plus difficile à financer. Cela bien évidemment ne s'applique pas aux assurances et garanties fournies pour les investissements sous forme de prise de participation. Par ailleurs, les garanties accordées pour des emprunts locaux réduisent la nécessité de lever des capitaux étrangers, ce qui permet à l'emprunteur d'échapper au risque de change.

Les grandes crises internationales de la dette de ces dernières années (Argentine, Mexique, Philippines, Russie, etc.) sont un sombre avertissement quant aux dangers d'une contraction d'emprunts excessifs en devises. Le mouvement actuel en faveur de l'augmentation des financements directs aux entités non souveraines comporte aussi des risques s'il conduit les entités qui ne sont pas entièrement sous la tutelle du ministère central des Finances à accumuler une dette excessive en devises pour des opérations douteuses. Au Mexique par exemple, des organismes quasi souverains ont lancé des émissions massives d'obligations, qui constituent des engagements conditionnels pour l'administration fédérale. Dûment comptabilisés, ces engagements feraient passer le ratio 1999 de la dette publique sur le PIB de 28 à 44 pour cent (Banque mondiale/PPIAF, 2003*b*). Au Brésil, les emprunts massifs des États entrent pour une large part dans le niveau élevé de la dette publique, qui crée maintenant un problème majeur de gestion macro-économique. Dans le même ordre d'idées, les garanties octroyées à des banques locales peuvent les inciter à accorder des prêts excessifs avec, dans certains cas, un effet inflationniste.

Il est toutefois indispensable de replacer les choses en perspective. Premièrement, le volume des garanties accordées est modeste au regard de la création de dettes, qu'il s'agisse d'une dette nationale ou internationale, souveraine ou non souveraine. Deuxièmement, et ce fait est plus important, ce sont fondamentalement les défaillances de la gestion macro-économique qui sont à l'origine des problèmes évoqués plus haut. Avec de la transparence, des règles du jeu appropriées au plan budgétaire pour les entités non souveraines et une politique monétaire rationnelle, les problèmes graves peuvent être évités ou minimisés. De fait, le recours aux garanties en tant qu'instrument permettant de promouvoir des marchés de capitaux plus solides et plus diversifiés peut faciliter la gestion macro-économique.

## Objections théoriques

Les garanties soulèvent trois objections théoriques :

- ◆ l'aléa de moralité – qui aggrave les risques que les garanties sont censées contrecarrer ;
- ◆ la sélection adverse – qui introduit un biais en faveur des mauvais risques ;
- ◆ la prime à la recherche de rente – qui crée des profits inutiles.

## *L'aléa de moralité*

L'aléa de moralité résulte de toute action qui, alors qu'elle est conçue pour réduire la probabilité d'un événement, peut avoir l'effet pervers de l'accroître. Le concept a fait l'objet d'études abondantes dans les publications traitant de l'assurance et de la fourniture de filets de sécurité pour les institutions financières.

Prenons un exemple banal de police d'assurance, où il existe une possibilité que les individus qui en sont titulaires prennent davantage de risques que s'ils n'avaient pas contracté d'assurance. Ainsi, le titulaire d'une assurance automobile peut être moins vigilant lorsqu'il conduit, se gare, ferme sa voiture, etc., s'il sait qu'il sera financièrement couvert en cas de dommages ou de perte de son véhicule. Dans ce cas, l'assurance conduit les personnes assurées à prendre moins de précautions, avec pour résultat que cela augmente *ex ante* la probabilité des risques assurés. Dans des cas extrêmes, les parties assurées peuvent délibérément et frauduleusement provoquer l'événement contre lequel elles sont assurées si l'indemnisation dépasse la valeur marchande de l'actif plus la prime. C'est une suspicion courante en cas d'incendie volontaire et de cambriolage dans un domicile.

L'assurance de dépôts bancaires peut produire un aléa de moralité en « réduisant la possibilité d'une perte liée à des erreurs de jugement au plan commercial<sup>8</sup> ». Les banques assurées peuvent abuser des systèmes de garantie ou d'assurance en favorisant les prêts et les investissements à haut risque, sachant qu'elles engrangeront les profits si les opérations réussissent et que leurs pertes seront couvertes en cas d'échec. Le problème se pose de manière analogue lorsque des banques centrales ou des prêteurs internationaux en dernier ressort tels que le FMI fournissent des filets de sécurité à des banques ou des États confrontés à des problèmes de liquidité. L'aléa de moralité se produit lorsque la présence d'un filet de sécurité incite celui qui en bénéficie à adopter une conduite plus imprudente qu'en l'absence de ce filet<sup>9</sup>.

Aux États-Unis, le souci de minimiser l'aléa de moralité a fortement influencé la réaction des législateurs aux problèmes de liquidité des banques et des institutions d'épargne et de crédit (« caisses d'épargne ») entre 1982 et 1994. Dans le même ordre d'idées, la question de savoir si les prêts du FMI favorisent les comportements imprudents est un thème qui revient de manière récurrente dans les débats concernant les politiques du Fonds<sup>10</sup>.

La réaction la plus courante des organismes devant une possibilité d'aléa de moralité est de laisser une partie importante du risque à la charge du client. Ainsi, la garantie partielle contre le risque de crédit proposée par les IFI et la garantie partielle des prêts offerte par l'USAID couvrent généralement 50 pour cent du risque. Une autre solution, pour les clients non souverains, consiste à exiger une *contre-garantie* de l'administration centrale. C'est ce que font habituellement la Banque mondiale/BIRD pour ses produits et les autres IFI pour les opérations concernant le secteur public. Dans ce cas, l'hypothèse est que les pressions exercées par l'administration centrale dissuaderont le client non souverain de manquer à ses obligations.

Les parties doivent prendre en compte le coût indirect d'une défaillance, qui équivaut au coût du préjudice causé à leur réputation de solvabilité (à savoir l'augmentation du coût des emprunts qui suit le déclassement des agences de notation)<sup>11</sup>. Les assureurs « mono-ligne » privés ont une approche différente, qui consiste à offrir une couverture intégrale de tous les risques (« police globale »), dont le coût provient de l'application d'une prime plus élevée et de mesures énergiques à l'encontre des assurés qui manquent à leurs obligations.

### *La sélection adverse*

L'existence d'une assurance, de garanties et de filets de sécurité peut accroître le risque lorsqu'elle introduit un biais dans le portefeuille d'actifs détenus par les banques et les entreprises et qu'elle attire les assurés potentiellement les plus exposés aux risques.

Les personnes les plus susceptibles de tomber malades (à cause de leurs antécédents familiaux par exemple) ou d'avoir des accidents (du fait de leur lieu de résidence ou de leur profession) seront davantage tentées de souscrire une assurance-santé et une assurance-vie. Si les assureurs ne prennent pas de dispositions pour écarter ou surtaxer les clients à haut risque, leur portefeuille sera biaisé par rapport à la population générale et le groupe des clients à risque « normal » paiera pour les souscripteurs à prime élevée. De même, l'assurance des dépôts bancaires peut amener les banques à constituer un portefeuille de prêts excessivement risqués, puisque le risque de baisse des cours est réduit ou supprimé. L'offre de garanties de prêts pourrait avoir le même effet, en réduisant la nécessité d'effectuer l'examen minutieux habituel des demandes de crédit et de procéder à des enquêtes relevant de la « diligence raisonnable ».

Ce que l'on appelle « l'asymétrie de l'information » entre assureurs et assurés est un élément important dans la sélection adverse. On peut présumer que les parties assurées connaissent mieux que les assureurs le risque véritable qu'elles représentent. Les personnes à faible risque choisiront soit de ne pas s'assurer, soit d'informer les assureurs de leur situation et elles demanderont l'application de primes plus légères et d'autres conditions favorables. Les groupes à risque élevé ont intérêt à cacher la vérité des faits à l'assureur. Le portefeuille de la compagnie d'assurance sera biaisé et ses chances d'atteindre le seuil de rentabilité seront compromises.

De même dans le secteur bancaire, les emprunteurs à risque ne vont probablement pas révéler tous les renseignements pertinents, tandis que les emprunteurs solides qui ont des projets excellents et présentent de bonnes garanties vont en arguer pour obtenir des conditions favorables. Dans un tel cas, la prime pour risque de crédit sera insuffisante et les banques seront incapables de ponctionner sur les emprunteurs solides de quoi compenser les pertes attribuables à ceux qui présentent un risque élevé d'insolvabilité. Les garanties aggraveront encore cette situation si elles découragent les banques d'effectuer les enquêtes nécessaires sur la situation financière des emprunteurs.

A cet égard, les enquêtes menées lors d'un récent examen ont conduit Jordan (2004) à conclure :

« ... les investisseurs en fonds propres et les banques privées qui offrent des assurances ont souligné que la PRI [garantie contre le risque politique] ne change en rien la nécessité d'effectuer une évaluation minutieuse des aspects fondamentaux des projets, pas plus qu'elle ne doit les amener à accepter un projet 'non valable'. Beaucoup émettent des doutes quant à la possibilité du versement d'une indemnisation. A l'inverse, certains investisseurs ont estimé que la participation politiquement protectrice dans un projet d'une institution financière du secteur public telle que la SFI (en tant qu'investisseur en fonds propres ou bailleur de fonds) peut être un moyen de conclure une affaire ».

### *La recherche de rente*

Les garanties visent à modifier un comportement en sécurisant les bénéficiaires face au risque. Théoriquement, elles atténuent l'aversion pour le risque des bailleurs de fonds ou des investisseurs au point de les persuader

d'entreprendre une action qu'ils n'entreprendraient pas autrement. Lorsque le prêteur/l'investisseur serait de toute façon allé de l'avant sans la garantie, celle-ci est superflue et confère un avantage inutile à la partie concernée.

Lorsque les bailleurs de fonds et les investisseurs cherchent activement des garanties en tant que moyen d'obtenir des avantages supplémentaires, sans augmenter leur mise de fonds, on est en présence d'un *comportement de recherche de rente*<sup>12</sup>. La recherche de rente a été analysée dans diverses situations économiques où les restrictions imposées par l'État créent des pénuries artificielles, qui procurent des *rentes* à ceux qui ont la chance d'avoir accès aux ressources rares, grâce par exemple à des licences d'importation (Krueger, 1974).

Il est indéniable que les garanties permettent aux emprunteurs de lever des fonds à des taux d'intérêt plus favorables et/ou pour une durée plus longue et qu'elles donnent aux emprunteurs un avantage (représenté par l'accroissement de la valeur actuelle du prêt) sur lequel ils ne comptaient peut-être pas et dont ils n'ont peut-être pas besoin. Là encore, un investisseur qui décide de lancer une opération après en avoir minutieusement évalué les risques peut souscrire une assurance contre les risques contractuels et réglementaires afin d'éliminer certains risques de baisse des cours. La couverture devrait effectivement accroître ses profits potentiels – même si, ne l'oublions pas, les garanties ne sont pas gratuites.

Il est concevable que l'existence d'une couverture incite la firme qui investit à essayer de tourner le contrat encore plus à son avantage et d'accroître sa participation à la transaction. En cas de succès, elle obtient un marché plus profitable ; sinon, la garantie est appelée.

Les réponses fournies par des assureurs privés lors d'une enquête récente laissent entendre qu'une assurance contre le risque de rupture de contrat peut affecter les comportements :

« Les assureurs privés n'aiment pas fournir une couverture pour 'dénier de justice', car ils considèrent que l'obligation de recourir à un arbitrage est une incitation trop grande à la confrontation et qu'elle revient à 'acheter un conflit'. Ils offrent une assurance qui couvre 'l'impossibilité d'exécuter un contrat', mais ce n'est en général que pour de courtes durées (renouvelables) » (Jordan, 2004).

Il est toutefois douteux que l'un quelconque des comportements évoqués ci-dessus puisse être qualifié de recherche de rente, laquelle n'intervient qu'en cas de pénurie artificielle du produit (la garantie) pour lequel les bénéficiaires se font concurrence. Dans la pratique, si l'on en juge d'après les indications

fournies par les organismes émetteurs et les observateurs du marché, le niveau de demande de garantie est faible pour les produits proposés, tout au moins en ce qui concerne le secteur des infrastructures et l'offre n'est pas une contrainte. Comme le dit Jordan (2004) en conclusion de son étude sur la garantie contre le risque politique :

« Aucun des investisseurs interrogés parmi ceux qui avaient sollicité une PRI n'a eu de difficulté à l'obtenir. »

## Notes

1. La valeur probable correspond au coût actuel de l'engagement multiplié par la probabilité que cet engagement se matérialise.
2. La SFI par exemple n'a effectué jusqu'à présent aucun règlement au titre de ses garanties, pas plus que la Banque mondiale – encore que sa garantie ait bien failli être appelée lors de la crise argentine.
3. Cela a conduit à envisager la mise en place d'une facilité commune pour des secteurs entiers ou pour tous les projets d'infrastructure. Mais elle pourrait impliquer des engagements prohibitifs pour le promoteur.
4. Les directives du CAD/OCDE relatives aux notifications statistiques définissent l'aide étrangère au développement (« l'aide ») comme un apport de ressources fourni par un organisme public, qui est axé sur le développement économique et qui comporte un élément concessionnel d'au moins 25 pour cent.
5. La valeur actuelle du flux des remboursements, actualisée à un taux d'intérêt qui représente le taux du marché.
6. A l'heure actuelle, la majorité des membres du CAD/OCDE préfère que ces règlements figurent dans le poste « pour mémoire » et non qu'ils soient inclus dans les apports d'aide, avec les dons et les prêts. Les débats sur la question ne sont pas clos.
7. New Oxford Dictionary of English, 1998.
8. Helfer (1999).
9. Souvenez-vous de l'analogie entre le filet de sécurité et le funambule !
10. Voir notamment Lane et Phillips (2001), Cordella (2004) et Rogoff (2002).
11. L'analogie avec l'assurance automobile privée se retrouve avec l'importance de « l'excédent » qui doit être supporté par l'assuré et l'impact d'une déclaration de sinistre sur le montant des primes futures.
12. En économie, une rente est le « surplus » de revenu fourni par un facteur de production rare (terre, travail, entreprise) par rapport au prix de l'offre – qui est le prix requis pour inciter à produire. En d'autres termes, la rente ne correspond à aucun coût réel de production et devrait pouvoir être supprimée (par exemple par l'application d'une taxe) sans que cela n'ait d'incidence sur la production.



## Chapitre 4

# Impact des garanties sur le développement

Ce chapitre évalue l'impact des garanties sur le développement. L'argumentation se développe comme suit :

- ◆ *le plan d'action en faveur du développement repose sur un engagement international fort visant à renforcer les infrastructures physiques, à développer les marchés financiers et des capitaux et à promouvoir l'entreprise privée à tous les niveaux ;*
- ◆ *il convient de neutraliser les graves défaillances du marché et de l'État ;*
- ◆ *dans de nombreux pays, les marchés financiers et des capitaux sont affectés par de fortes distorsions (répression financière) ; toutes les distorsions que les garanties peuvent d'elles-mêmes introduire doivent être replacées dans ce contexte. Il n'y a pas de schéma directeur pour établir un marché financier/des capitaux « idéal » ;*
- ◆ *du point de vue du développement et de la réduction de la pauvreté, les garanties contribuent à orienter les marchés financiers et des capitaux dans la bonne direction ou – du moins – elles vont « dans le sens du courant » ;*
- ◆ *les projets d'investissements que les garanties aident à promouvoir sont en tant que tels des projets utiles et justifiables ;*
- ◆ *les garanties sont des instruments qui occupent une place relativement mineure dans la politique de développement et, lorsqu'elles sont utilisées, elles ne modifient que marginalement le volume de prêts et d'investissements dans le secteur des infrastructures ;*
- ◆ *les organismes concernés cherchent à aménager leurs produits pour qu'ils soient mieux adaptés aux besoins de la clientèle et plus attractifs ;*

- ◆ *les garanties peuvent être appliquées dans de nombreux contextes au profit du développement, mais elles donnent le meilleur d'elles-mêmes lorsqu'il existe un environnement véritablement porteur.*

## L'ordre du jour du développement

L'engagement de la communauté internationale en faveur des OMD est le moteur moral qui sous-tend l'expansion des infrastructures économiques et sociales dans le monde en développement. Mais faute d'une augmentation substantielle des sources actuelles de financement et de découverte de nouvelles sources, les fonds nécessaires à la réalisation de ces OMD vont faire cruellement défaut (Reisen, 2004).

Dans le seul sous-secteur de l'eau et de l'assainissement ménager, il faudra lever *chaque année* au moins 10 milliards de dollars de financements supplémentaires (certaines estimations parlent même de 30 milliards) tout au long de la prochaine décennie. Il est raisonnable de compter sur les traditionnelles sources d'aide pour couvrir une partie de ces besoins, mais le déficit à combler restera important (Smets, 2003). Si l'on considère le secteur plus large de l'eau (traitement des eaux usées, irrigation, hydro-électricité, maîtrise des crues, protection de l'environnement, etc.), les investissements *annuels* supplémentaires pourraient atteindre quelque 70 à 80 milliards de dollars (Winpenny, 2003). Dans le secteur de l'électricité, les investissements massifs requis pour suivre le rythme de l'expansion industrielle au Brésil, en Chine, en Inde et dans d'autres économies émergentes laissent entrevoir un besoin de ressources additionnelles du même ordre de grandeur.

Une grande partie des fonds nécessaires devra provenir de sources locales. Même les fonds d'origine internationale complètent habituellement les financements des institutions financières locales ou transitent par elles. Dans ce contexte, on comprend maintenant à quel point il est important de développer de bonnes infrastructures financières nationales :

« Il est évident que les économies avancées ont des systèmes financiers sophistiqués. Ce qui ne l'est pas, mais qui est corroboré par les faits, c'est que les services fournis par ces systèmes financiers ont contribué de manière importante à la prospérité de ces économies. Ils favorisent la croissance et réduisent la volatilité, ce qui est bénéfique pour les pauvres. Les efforts déployés pour que les systèmes financiers des pays en développement fonctionnent de

façon plus efficace et fournissent toute la gamme des services financiers – notamment le suivi des gestionnaires et la réduction des risques – trouveront leur récompense dans la croissance économique » (Banque mondiale, 2001).

Un important corpus d'études empiriques vient conforter ce point de vue :

« La relation positive entre le développement du secteur financier et la croissance économique est maintenant un fait bien établi. [...] De nombreux auteurs confirment à nouveau la corrélation positive qui existe entre différents indicateurs du développement et la croissance et plusieurs ont inclus des tests de causalité » (Jurajda et Mitchell, 2003).

Le financement des infrastructures a des origines diverses – produit des ventes, subventions publiques, prêts des banques locales et internationales, émissions d'obligations, dons et prêts des organismes d'aide, etc. – et cette diversité semble appelée à se maintenir. L'ampleur de la tâche à accomplir et la nécessité d'utiliser les techniques les plus modernes ont conduit de nombreux pays à solliciter la participation du secteur privé pour construire, financer et exploiter les nouveaux équipements d'infrastructures. Cela implique un ensemble particulier de risques et, comme nous l'avons vu au chapitre 1, apporte un élément d'instabilité dans la fourniture d'infrastructures.

Tel est le contexte général du développement dans lequel s'inscrivent les garanties. Leurs partisans affirment qu'elles facilitent les investissements dans le secteur des infrastructures, qu'elles favorisent le développement des marchés financiers et des capitaux locaux et qu'elles atténuent les risques inhérents à la PSP1.

## Défaillances du marché et de l'État

Dans un monde « idéal », c'est-à-dire un monde où les marchés fonctionnent bien, les institutions sont très développées, les prix reflètent les valeurs privées mais aussi les valeurs sociales, l'information est complète, la prévision de l'avenir parfaite, et où l'État est le gardien avisé et impartial des règles du jeu, il n'y aurait sans doute pas besoin d'instruments tels que les garanties. Mais cet inventaire montre bien à quel point nous sommes loin de cette utopie d'économistes. Les défaillances du marché et de l'État sont omniprésentes, en particulier dans le royaume des infrastructures et du financement des micro-entreprises. Les garanties sont justement là pour y remédier.

Prenons quelques exemples de défaillance des marchés et de l'État<sup>2</sup> :

- ◆ la présence d'*externalités*. L'offre de certains services publics, tels que l'eau potable, les installations sanitaires de base dans les foyers et le traitement approprié des eaux usées, présente des avantages du point de vue social, de la santé publique et de l'environnement qui ne sont pas pris en ligne de compte dans le prix demandé. Cela vaut aussi pour la fourniture universelle d'électricité ainsi probablement que pour d'autres équipements d'infrastructures. En théorie, ces services ne sont pas fournis en quantité suffisante sur le marché et il faut les subventionner ;
- ◆ l'imperfection ou l'asymétrie de l'information sur les coûts et/ou les avantages des projets en question. C'est particulièrement vrai dans le cas de la PSP ou des prêts des banques et organismes internationaux. Il n'est pas rare que des opérateurs ou des investisseurs fassent une offre d'achat ou de reprise d'un réseau existant sans avoir une connaissance suffisante des actifs, de la situation financière ou de la clientèle. L'investisseur ou le prêteur est souvent désavantagé par rapport au propriétaire en place ou au vendeur qui, lui, bénéficie de *l'asymétrie de l'information* sur le projet ;
- ◆ les tarifs sont parfois maintenus à un niveau qui ne reflète pas la totalité des coûts à cause de la résistance des consommateurs ou des pressions politiques. C'est là un problème délicat pour les projets d'eau et de traitement des eaux usées ;
- ◆ la rupture de contrat par les autorités publiques ou les pressions politiques exercées sur l'organe de réglementation « indépendant » pour que ses décisions soient infléchies en faveur de l'État ;
- ◆ les droits de propriété mal définis ou contestés ou, de façon plus générale, un cadre juridique déficient en matière de droit commercial et de recours légal. Ces problèmes peuvent potentiellement affecter tous les bailleurs de fonds et tous les investisseurs ;
- ◆ le niveau élevé des coûts de transactions pour les appels d'offres, la préparation et l'exécution des marchés mais aussi pour les différends ultérieurs.

Dans la mesure où les garanties atténuent ces risques, elles permettent de compenser les défaillances existantes du marché et de l'État (chapitre 2). Le cas des marchés financiers et des capitaux est un exemple particulièrement grave de défaillance publique, que nous allons aborder maintenant.

## Distorsions des marchés financiers et des capitaux

Les marchés financiers remplissent plusieurs fonctions essentielles (Ul Haque, 2002) :

- ◆ ils mobilisent l'épargne en fournissant aux épargnants des possibilités de placement qui ont les caractéristiques recherchées par ces derniers (liquidité, rentabilité, sécurité, etc.) ;
- ◆ ils allouent les ressources, en fournissant aux emprunteurs des fonds qui ont les caractéristiques voulues (coût, échéance, gages, etc.) et ils garantissent l'utilisation productive de l'épargne et des bénéfices non distribués des entreprises ;
- ◆ ils transforment les risques en donnant la possibilité de les regrouper et de les renégocier. Les marchés permettent de grouper les ressources et de diversifier les détenteurs de capital ;
- ◆ ils fournissent un environnement transparent, dans le cadre duquel les différents agents peuvent être surveillés et tenus comptables de leurs résultats. Les marchés produisent de l'information et des prix, encouragent un gouvernement d'entreprise fonctionnel par les pressions externes qu'ils exercent et la discipline qu'ils imposent aux entreprises ;
- ◆ ils offrent des procédures efficaces de compensation et de règlement.

Le modèle prédominant des réformes financières a été élaboré au cours des dernières décennies en réponse à la thèse de la *répression financière*. Selon cette thèse, la réglementation par l'État des taux d'intérêt (et de change) décourage la formation de l'épargne, se traduit par une allocation sous-optimale des fonds prêtables et bride la concurrence sur les marchés financiers. Pour ce courant de pensée, la solution est la libéralisation, la levée des contrôles sur les taux d'intérêt afin de laisser le marché trouver son niveau d'équilibre et de permettre la concurrence entre les acteurs qui interviennent sur le marché financier.

Dans le passé<sup>3</sup>, la raison couramment avancée pour justifier la répression financière était qu'il fallait stimuler l'investissement en maintenant les taux d'intérêt à un niveau faible et fournir des capitaux bon marché à l'État, qui était le principal emprunteur sur les marchés financiers locaux. Mais cette politique a eu pour effet de décourager les épargnants de laisser des fonds dans les banques locales, où les taux de rentabilité sont souvent négatifs, et elle a encouragé les fuites de capitaux qui sont allés se placer à l'étranger à la recherche de rendements plus élevés. Elle a renforcé la position dominante de

l'État sur les marchés locaux de capitaux, qui s'est souvent traduite par la nationalisation des banques, et elle a bridé la concurrence entre les intermédiaires financiers. Au niveau faible où se situent les taux d'intérêt administrés, le problème de la demande excédentaire de crédit est résolu par son rationnement. La préférence est en général donnée aux gros emprunteurs aux dépens des petits, pour lesquels les coûts de transaction et le risque perçu ont toute chance d'être plus élevés. Dans les économies financièrement réprimées, la productivité des dépenses d'infrastructures est généralement faible (Little, 1982).

Le paradigme dominant au cours de ces dernières années préconisait de supprimer la répression financière en libéralisant les taux d'intérêt et l'entrée sur le marché des capitaux et en assouplissant l'encadrement du crédit. Les données récentes et la recherche empirique montrent à l'évidence qu'il existe un lien de cause à effet entre les indicateurs du développement financier ou de « la profondeur » du marché (ratios de la masse monétaire, des dépôts bancaires ou d'autres actifs financiers par rapport au PNB) et la croissance économique. Il existe aussi une relation inverse entre la densification des circuits financiers et la pauvreté (Banque mondiale, 2001 ; Honohan, 2003). Ces constats confortent l'idée que les marchés financiers et des capitaux ont une incidence *active* sur le développement alors que, traditionnellement, on pensait que ces marchés étaient des agents passifs réagissant plus ou moins au développement de l'économie « réelle »<sup>4</sup>.

Lorsque le système bancaire est caractérisé par des dysfonctionnements très importants et qu'il est sujet à des crises systémiques, le ralentissement qu'il imprime à l'économie tout entière est évident (encadré 4.1). Plus spécifiquement, la recherche montre clairement que le crédit à long terme est rare dans les pays en développement, en particulier pour les petites entreprises. Dans le secteur manufacturier, l'augmentation des financements à long terme se traduit par des gains de productivité, mais cette relation est inversée lorsqu'il s'agit de crédits bonifiés. Conclusion : c'est une bonne chose que les pouvoirs publics encouragent l'offre de crédit à long terme, tant qu'il n'est pas outrageusement subventionné (Caprio et Demirguc-Kunt, 1997).

**Encadré 4.1. Les crises bancaires dans les pays d'Afrique subsaharienne**

Une étude sur les crises bancaires survenues dans dix pays d'Afrique subsaharienne entre 1985 et 1995 a conclu que la cause première de ces crises tenait à l'omniprésence des interventions de l'État dans le secteur. Ces pays ne disposaient pas d'un cadre juridique et institutionnel solide et la « culture du crédit » – l'idée qu'il est important de rembourser ses emprunts – était quasi inexistante.

Les interventions de l'État prenaient des formes multiples et influaient sur l'environnement des banques, la structure du marché et du capital et les conditions d'entrée. De tous côtés, des pressions étaient exercées pour que des prêts soient accordés aux entreprises publiques. La participation directe de l'État au capital des banques dans les pays étudiés était plus importante que ce que l'on estime normal dans le reste du monde. Les autorités nationales se servaient des banques pour faire avancer leur programme de développement et favoriser certains secteurs et entreprises. De leur côté, les banques demandaient aux pouvoirs publics d'intervenir en leur faveur et de fermer les yeux sur des pratiques contraires à l'éthique professionnelle ou sur des prêts accordés à certains individus, etc.

Les résultats ont été désastreux. Au Bénin, les trois principales banques ont fait faillite en 1988 et 78 pour cent des créances bancaires étaient improductives. Au Cameroun, les créances non productives atteignaient en 1989 entre 60 et 70 pour cent du total. Au Ghana, sept des onze banques auditées dans les années 1980 étaient insolvables et c'était le cas en Guinée en 1985 pour les six principales banques du pays. Fin 1992 au Nigeria, huit banques étaient insolvables et 45 pour cent des créances bancaires improductives. Enfin en Tanzanie, les banques d'État étaient insolvables en 1990 et, en 1994, 60 à 80 pour cent des créances bancaires étaient improductives.

Source : Daumont *et al.*, 2004.

La thèse de la libéralisation financière a incité de nombreux pays à engager des réformes. Toutefois, la sophistication et la complexité croissantes des marchés financiers a conduit les tenants de la thèse initiale à se focaliser excessivement sur les banques commerciales. D'autres institutions financières (marchés boursiers, fonds de pension, compagnies d'assurance, institutions d'épargne, banques d'affaires, sociétés de crédit immobilier, etc.) sont un élément important de l'approfondissement des marchés financiers. Les courants de pensée actuelle mettent l'accent sur les éventuelles conséquences négatives de la libéralisation et sur l'importance d'une plus grande intégration des institutions locales au moment de concevoir les programmes de réforme (Arestis *et al.*, 2004). Les analystes reconnaissent par ailleurs que les politiques concernant le secteur financier dans les pays en développement doivent mettre en valeur les multiples fonctions des marchés financiers et promouvoir la diversité et la concurrence dans ce secteur (Ul Haque, 2002).

En fin de compte, il n'existe pas de schéma directeur incontesté pour guider le développement des marchés des capitaux et une bonne dose de pragmatisme dans ce domaine paraît indispensable. Le conseiller économique du FMI déclarait récemment :

« Le renforcement des institutions est un domaine où les IFI et les gouvernants ont tiré les enseignements de l'expérience et utilisé leur bon sens pour définir des approches pratiques sans que les théoriciens interviennent trop. A en juger d'après la somme toujours plus importante des travaux de recherche, on peut espérer que les futurs acteurs du développement seront toujours plus nombreux à se rendre compte que plutôt que de prendre comme point de départ de l'analyse un monde avec quelques défauts, il vaut peut-être mieux se baser sur un monde où rien n'est exécutoire, où les droits de propriété et de l'individu ne sont aucunement assurés et où l'appareil d'exécution de chaque contrat doit s'inspirer des principes fondamentaux – comme dans le monde que Hobbes décrit de façon si vivante. Non seulement ces travaux seront plus proches de la réalité des pays les plus pauvres aux prises avec des conflits, mais ils pourront aussi déboucher sur des politiques plus judicieuses » (Rajan, 2004).

### **Garanties et réforme des marchés financiers : les cas du Mexique, de l'Inde et de l'Afrique du Sud**

L'offre d'une garantie peut faciliter le développement des marchés financiers de diverses manières :

- ◆ en allongeant la durée des crédits distribués par les banques locales (grâce par exemple aux garanties partielles contre le risque de crédit), ce qui rend cette source de capital plus attractive et mieux adaptée au développement des infrastructures ;
- ◆ en élargissant la gamme des instruments offerts aux emprunteurs et aux prêteurs (grâce par exemple à l'octroi d'une garantie pour l'émission d'obligations par des collectivités locales), ce qui leur permet d'avoir d'autres choix que le recours à des banques commerciales ;
- ◆ en créant des possibilités d'épargne plus sûres (en particulier pour les épargnants institutionnels tels que les fonds de pension), ce qui retient aussi les capitaux prêts à s'expatrier ;
- ◆ en encourageant la PSP sous toutes ses formes avec des garanties couvrant les défauts de gouvernance (c'est le cas des garanties contre les risques contractuels et réglementaires) ;
- ◆ en élargissant les options de financement offertes aux institutions non souveraines, ce qui accroît leur indépendance à l'égard de l'administration centrale ;
- ◆ en fournissant une garantie collective à un groupe d'entités distinctes, celles-ci pouvant mutualiser leur cote de solvabilité et surmonter les problèmes de seuils de taille et de crédit.

Tous ces effets sont dans le droit-fil des modèles de réforme des marchés des capitaux, comme vont l'illustrer les exemples du Mexique, de l'Inde et de l'Afrique du Sud.

### *Le Mexique*

L'utilisation de garanties comme pour le projet de Tlalnepantla (encadré 4.2) doit être considérée dans le contexte plus large du développement des marchés locaux des capitaux pour financer un important programme d'investissement dans les infrastructures et ouvrir de nouvelles possibilités de placement à l'épargne locale.

Ces dernières années, le risque-pays du Mexique a diminué et le climat de l'investissement s'est sensiblement amélioré grâce à la bonne performance économique du pays et à sa plus grande stabilité macro-économique. On estime que les secteurs de l'énergie et de l'eau auront respectivement besoin de 100 et 6 milliards de dollars de nouveaux investissements pendant la première décennie

du 21<sup>e</sup> siècle. Mais l'investissement public dans les infrastructures a chuté, passant de 12 pour cent du PIB en 1981 à moins de 2 pour cent en 1998 : l'investissement public a en effet fait les frais des récents ajustements budgétaires.

L'amélioration du climat de l'investissement depuis 1995 est attribuable à plusieurs facteurs : la relative flexibilité du marché local du travail, la libéralisation du commerce extérieur, la plus grande exposition à la concurrence étrangère et un meilleur accès aux importations, la forte progression des IDE depuis 1994 et la mise en place d'un programme global de déréglementation, qui a permis de simplifier les réglementations et les procédures. Le cadre juridique tient maintenant mieux compte des intérêts des créanciers en cas de faillite, ce qui devrait améliorer l'environnement de l'investissement. Toutefois, la plupart des prêts accordés par les institutions financières sont garantis par une couverture personnelle et/ou des hypothèques sur des biens immobiliers et les prêteurs doivent engager des procédures juridiques coûteuses pour prendre possession des gages offerts.

Le volume important de l'encours de la dette publique et quasi publique domine les marchés. En 1999, la dette fédérale représentait plus de 51 pour cent du PIB. Le seul volume des obligations du Trésor et la nécessité de les refinancer poussent les taux d'intérêt à la hausse et risquent d'entraîner l'éviction des émissions locales privées.

Le développement de marchés locaux des capitaux à long terme devient vital pour financer l'expansion des infrastructures du pays. La faiblesse continue du niveau de l'investissement public conduira à se tourner davantage vers les sources de financement privées. Toutefois, l'expérience a montré ce qu'il en coûte de financer l'investissement intérieur par des emprunts en dollars et les risques de change que cela comporte. La stratégie des autorités consiste à autoriser le recours aux emprunts extérieurs pour les financements de l'investissement à court terme mais à développer les sources locales de financement pour les investissements d'infrastructures à long terme.

Les banques locales sont désormais soumises à une réglementation et une surveillance bien plus efficaces. Mais elles doivent être mieux capitalisées et elles continuent de poursuivre des politiques de crédit prudentes, préférant investir dans les émissions publiques à faible risque. Le crédit bancaire n'a guère augmenté en valeur réelle et les prêts sont pour une grande part consentis aux sociétés les plus importantes. Les entreprises ne peuvent obtenir des financements à long terme sauf s'il s'agit de sociétés capables de solliciter les marchés internationaux. Les taux d'intérêt réels sont élevés, ce qui pèse aussi sur la demande.

Le Mexique s'est doté d'une banque publique de développement pour les infrastructures, la BANOBRAS<sup>5</sup> qui, jusqu'ici, a fourni des prêts à long terme aux États et aux collectivités locales en empruntant elle-même des fonds à la BID et à la Banque mondiale et en émettant ses propres obligations et bons avec des garanties de l'administration fédérale. La BANOBRAS gère aussi un mécanisme de *swap* de monnaies, ce qui lui permet d'emprunter des devises et de rembourser en pesos. Il est peu probable que la banque puisse jouer un rôle aussi important à l'avenir étant donné qu'elle ne bénéficie plus de la garantie fédérale pour les prêts et le service de la dette et que sa gestion est, en tout état de cause, lourde et bureaucratique. Elle devrait à l'avenir davantage agir comme intermédiaire que comme fournisseur direct.

La volatilité macro-économique récente a laissé des traces sur les activités des marchés locaux des capitaux, dont les transactions sont dominées par les titres d'emprunt à court terme. En 2000, l'État a lancé avec succès des titres à 3-5 ans, ce qui est une étape positive vers l'allongement de la courbe des rendements.

Le nouveau régime de retraite des salariés du secteur privé, qui est géré par les SIEFORE<sup>6</sup>, avait, mi-2001, des actifs à hauteur de 19.7 milliards de dollars. Les SIEFORE sont encadrées par un régime réglementaire extrêmement restrictif, de sorte qu'elles ne peuvent investir que dans des placements à taux fixe en pesos qui bénéficient d'une cote de crédit très élevée. Les financements d'infrastructures disponibles seraient transformés si cette épargne pouvait être placée dans des prises de participation et des titres d'entreprises privées.

Les emprunts privés et les prises de participation ne permettront probablement pas de couvrir les besoins de financement qu'impliquent les nouveaux équipements d'infrastructures du Mexique. Une aide de l'État est indispensable. L'environnement difficile des années 1990 a conduit les responsables de projets à atténuer leurs risques afin de réduire le coût du capital et d'accroître la viabilité de leur projet. En 2003, un rapport de la Banque mondiale et du PPIAF concluait :

« Le Mexique doit se doter d'une gamme d'instruments financiers diversifiés pour approfondir les circuits de financement, allonger les échéances et assortir les investissements publics directs de garanties adaptées à la nature des risques spécifiques que comportent les projets » (Banque mondiale/PPIAF, 2003b).

La même année a été marquée par une renaissance du marché mexicain des obligations des collectivités locales après une période de sommeil de 90 ans, imputable pour une bonne part au programme d'ajustement structurel de la

Banque mondiale lancé en 1998 et qui encourageait le Mexique à décentraliser la gestion budgétaire et à développer le marché du crédit non souverain. Une cote de crédit a maintenant été attribuée aux 32 États du pays, ainsi qu'aux 70 collectivités locales et autres entités non souveraines. Depuis décembre 2001, 16 États et collectivités locales ont levé des fonds sur le marché pour des projets d'infrastructures. Les actifs générés par les fonds de pension, à la recherche de placements de haute qualité, ont massivement augmenté. Des pressions sont par ailleurs exercées sur les banques pour qu'elles accordent des prêts à des administrations locales solvables afin de minimiser les provisions obligatoires en fonds propres. Le papier public local de qualité satisfait une demande croissante.

La garantie Tlalnepantla (encadré 4.2) est intéressante à divers aspects. C'est la première exposition de la SFI et du Groupe de la Banque mondiale au risque direct d'une collectivité locale. C'est aussi la première fois qu'une collectivité locale mexicaine emprunte sans la garantie de l'interception budgétaire de l'administration fédérale<sup>7</sup>, le premier financement qui utilise les redevances des usagers de l'eau comme principale source de remboursement et le premier rehaussement de crédit pour une émission d'obligations lancée par un État ou une collectivité locale. L'emprunt est libellé en monnaie nationale et il crée une catégorie d'actifs de grande qualité pour développer le marché local des capitaux. Auparavant, les collectivités locales auraient dû emprunter des fonds à la BANOBRAS, banque du secteur public.

Certains indices tendent à montrer que le projet a un impact plus large sur les financements de projets locaux. Avant Tlalnepantla, les émissions d'obligations par les collectivités locales assorties d'une garantie PCG des entités fédérales devenaient fréquentes. Depuis que le projet a été annoncé, la BANOBRAS a elle aussi commencé à offrir ses propres garanties partielles contre le risque de crédit. Très récemment, un deuxième projet public d'eau, de structure similaire au précédent, est parvenu au stade de l'appel d'offres. Le projet de Tlalnepantla prévoit pour payer les créanciers la création d'un compte de fiducie, qui sera alimenté par les recettes. Cette solution a été retenue pour des questions de retenue à la source. C'est la première fois que la structure de paiement d'un marché CET repose sur les propres recettes de l'entreprise (pour les transactions CET précédentes, le financement des projets était garanti par une ligne de crédit renouvelable conditionnelle de la BANOBRAS)<sup>8</sup>.

**Encadré 4.2. Mexique : le projet municipal d'adduction d'eau de Tlalnepantla**

Tlalnepantla de Baz est une agglomération de 800 000 habitants située dans la zone métropolitaine de la ville de Mexico. C'est la plus grande collectivité locale industrialisée du pays, qui représente 2.9 pour cent du PIB national. Au Mexique, elle fait figure de pionnier pour le recouvrement des impôts, la gestion financière et budgétaire et les réformes du service local de l'eau.

L'alimentation en eau de la zone métropolitaine pose de sérieux problèmes et l'approvisionnement de Tlalnepantla provient de nappes aquifères souterraines, dont les niveaux ne cessent de baisser. Le projet prévoit la construction d'une nouvelle station de traitement des eaux usées qui recyclera les eaux ménagères et industrielles pour les besoins de l'industrie. L'utilisation de l'eau recyclée permettra de faire des économies d'eau potable et, partant, de répondre à la demande croissante de la population locale et d'alléger les pressions sur la nappe aquifère. Un programme de réduction des fuites du réseau de distribution doit être mis en œuvre dans le cadre du même projet.

Un compte de fiducie a été ouvert auprès de Banco Santander Mexicano, qui a lancé une émission de 95 millions de pesos (8.8 millions de dollars) sur le marché local et dont le produit est prêté à la collectivité locale. Ce prêt est garanti, et remboursé, par l'impôt foncier et les redevances des consommateurs d'eau. Les obligations ont une durée de 11 ans ce qui, au regard des normes locales, s'apparente à du long terme.

Dexia Credit Local, société financière privée spécialisée dans les financements municipaux, a fourni une lettre de crédit pour couvrir toute insuffisance du service de la dette à concurrence de 8 millions de dollars. La SFI couvre une portion des obligations de Dexia au moyen d'une garantie partielle contre le risque de crédit d'un montant de 3 millions de dollars, versé au compte de fiducie à l'intention des détenteurs d'obligations. La garantie permettra de faire passer de AA à AAA la notation de l'obligation sur l'échelle locale, sans garantie souveraine.

*Sources* : SFI ; Dexia Credit Local, Protego.

## Inde

L'Inde a elle aussi d'énormes besoins de fonds pour financer les équipements d'infrastructure qu'implique une base urbaine et industrielle en expansion. Les sommes en jeu sont impressionnantes : selon Bhatia et Malik (2000), les coûts d'investissement dans le secteur de l'eau considéré globalement pour la période 2000-25 pourraient atteindre 421 milliards de dollars. Dans ce cas, l'utilisation de garanties basées sur le principe du partage des risques par les organismes internationaux (l'USAID en l'occurrence) a permis à de petites collectivités locales d'avoir accès à des émissions d'obligations pour financer leurs projets d'infrastructures. Ces opérations s'inscrivent dans le contexte d'une politique nationale axée sur la décentralisation du financement des infrastructures, dont la responsabilité est déléguée aux États et aux collectivités locales, et sur le retrait des subventions et des garanties de l'administration centrale et des États pour les emprunts.

À l'heure actuelle, les dépenses d'investissement pour l'eau et l'assainissement ménager sont financées pour l'essentiel (90 pour cent) par des dotations budgétaires, complétées par les institutions financières (6 pour cent) et l'APD (4 pour cent). Les sources de financement actuelles ne pourront probablement pas couvrir plus de la moitié des besoins futurs. Les charges récurrentes d'exploitation et d'entretien sont financées par les recettes locales (60 pour cent), le solde étant couvert par des transferts des États<sup>9</sup>.

Le gouvernement indien a récemment délégué la responsabilité des services de l'eau à des organismes urbains locaux (OUL), qui sont incités à engager des réformes et à mettre en place des structures pour lever des fonds et attirer des capitaux privés. L'administration centrale les encourage à émettre des obligations en les exemptant de l'impôt. Un fonds spécial (le *City Challenge Fund*) a été créé pour soutenir les réformes<sup>10</sup>.

L'ancien modèle de financement, qui reposait sur les subventions de l'administration centrale et des États associées à des garanties des États, est remplacé par un modèle dans lequel les autorités locales sont encouragées (il serait plus juste de dire « contraintes ») à lever des fonds pour leur propre compte et à les rembourser avec les recettes locales. Jusqu'à une période récente, les États étaient en mesure d'offrir des garanties aux collectivités locales qui contractaient des emprunts auprès d'institutions financières publiques spécialisées. L'émission de ces garanties est désormais réduite en raison du plafonnement des engagements hors bilan des États. Face à cette nouvelle réglementation, plusieurs États ont engagé un programme de réformes, qui

comporte notamment la notation des collectivités locales et l'émission d'obligations de leur part, la création de fonds de développement des infrastructures urbaines, la réalisation d'audits dans les secteurs de l'eau et de l'énergie, la réforme des tarifs et la mise en place de commissions de surveillance.

Certaines grandes collectivités locales ont pu lancer avec succès leurs propres émissions d'obligations. En 1996, Ahmedabad a ainsi levé 1 milliard de roupies de titres notés A+, première émission d'une collectivité locale du pays à avoir le label *investment grade* et première émission d'une collectivité locale lancée sur le marché asiatique. Elle a été suivie en 1997 d'une émission d'obligations de 250 millions de roupies par Mumbai avec le label AA-, puis par Pune (AA), Bangalore (A-) et Vijayawada (A-). En 1998, Ahmedabad a levé un autre milliard de roupies sur le marché obligataire, suivi en 1999 par Nashik, pour 125 millions de roupies. L'année 2000 a été marquée par les émissions d'obligations de Ludhiana, Nagpur et du Fond de développement urbain du Tamil Nadu (Blore *et al.*, 2004).

Dans deux cas plus récents, des collectivités locales plus petites ont obtenu la possibilité d'accéder indirectement aux marchés obligataires, grâce à des systèmes de financement groupé. L'un d'entre eux, brièvement décrit dans l'encadré 2.6, a été mis en place à Tamil Nadu, l'autre à Karnataka. Dans les deux cas, l'USAID a amélioré la qualité des créances avec l'octroi de garanties couvrant 50 pour cent des obligations. Les mécanismes de remboursement incluent l'utilisation d'un compte bloqué alimenté par une taxe foncière et d'autres recettes des administrations locales, ainsi qu'un fonds de réserve pour le service de la dette garanti par les interceptions budgétaires de l'État.

La CRISIL, agence locale de notation et filiale de Standard et Poor's (S&P), est la clé de voûte de ce modèle indien. Devenue la quatrième agence du monde, la CRISIL a bénéficié en 1995 d'un marché de l'USAID concernant la mise au point d'une méthodologie pour noter les obligations des collectivités locales. En 1996, elle a été désignée par diverses villes pour effectuer des études de solvabilité. Bien que ce type d'études ait pour objet de déterminer l'aptitude de l'institution cliente à honorer le service de la dette relatif à une émission donnée, l'exercice a une portée bien plus large :

« [...] l'exercice de notation lui-même est en fait un aiguillon qui pousse fortement l'entité concernée à améliorer sa gestion financière. Les faits tendent à montrer que la notation est bien plus efficace que les exhortations ou les contrôles réglementaires de l'administration centrale pour améliorer la gestion financière des collectivités locales et la tenue des documents comptables » (Blore *et al.*, 2004).

Dans la pratique, toutes les émissions d'emprunts en Inde ont été notées et pratiquement toutes les notations attribuées jusqu'à présent concernent des opérations *structurées*, dont la qualité a été relevée de diverses manières – *via* des garanties, une sûreté sur des recettes spécifiques, des interceptions budgétaires, le versement des recettes dans un *compte bloqué*<sup>11</sup>, le financement groupé, etc. La plupart des OUL ont besoin d'un rehaussement de crédit pour les émissions d'obligations. L'Inde a l'avantage d'avoir défini clairement les relations financières entre le centre, les États et les administrations locales, ainsi que les pouvoirs juridiques des collectivités locales.

### *Afrique du Sud*

A une échelle plus modeste, les organismes bilatéraux et la SFI se servent de leurs garanties pour faciliter l'accès des collectivités locales d'Afrique du Sud aux marchés obligataires. Ce pays a adopté une politique nationale de l'eau cohérente, qui vise à assurer à toute la population l'accès à l'eau salubre d'ici 2008 et à des équipements d'assainissement d'ici 2010. Elle prévoit de fournir gratuitement à chaque individu un quota de base de six mètres cubes d'eau par mois. La stratégie nationale de financement reflète les différences de situation économique des diverses collectivités locales et zones de peuplement rurales ; elle instaure un système de subventions croisées entre les collectivités locales riches et les plus démunies. Les villes et les cités les plus aisées devraient normalement s'autofinancer en appliquant une tarification *progressive* à la partie de la consommation qui dépasse le quota de base gratuit afin de générer des recettes et en instituant un système de subventions croisées financé par les gros usagers et l'industrie. Pour les autres, la loi sur les recettes équitables (*Equitable Revenue Act*), récemment remplacée par la loi sur le financement et la gestion des collectivités locales (*Municipal Finance and Management Act*), prévoit un partage des recettes de l'administration centrale *via* des transferts budgétaires ciblés<sup>12</sup>.

Comme en Inde, les agences locales de notation sont un puissant outil de contrôle de la performance des collectivités locales, des offices de l'eau et des sociétés privées. L'Afrique du Sud a un système financier et d'épargne relativement bien développé et elle est dotée de structures juridiques et budgétaires sophistiquées. La DBSA est un intermédiaire établi de longue date pour la distribution du crédit aux collectivités locales à des taux préférentiels. Après le retrait, en 1994, des garanties offertes par l'État pour les emprunts des collectivités locales, la Société de financement des infrastructures (INCA) est devenue elle aussi un intermédiaire financier clé en la matière. C'est une

entité privée, qui lève des fonds sur le marché et accorde des prêts à long terme aux collectivités locales les plus solvables (à des fins autres que le financement de projets). L'INCA attribue aux collectivités locales emprunteuses une « note fictive », qui est basée sur une évaluation financière et institutionnelle minutieuse.

Dans ce contexte relativement favorable, les garanties internationales commencent à être utilisées pour donner aux collectivités locales des possibilités d'accès direct et indirect aux émissions d'obligations sur le marché local<sup>13</sup>. L'émission d'obligations par la ville de Johannesburg (encadré 2.3), sans garantie souveraine formelle, était la première du genre en Afrique subsaharienne. Elle servait plusieurs objectifs : diversifier les sources de financement, réduire le coût des emprunts, allonger l'échéance des prêts, libérer les comptes bloqués et instaurer un marché obligataire pour les collectivités locales. L'amélioration de la qualité du crédit fournie par la DBSA et la SFI a fait passer la notation de l'obligation de la ville à AA-, suscitant ainsi l'intérêt des fonds de pension qui font partie, avec d'autres, des 15 nouveaux investisseurs concernés. Le succès est d'autant plus remarquable que la ville n'avait pas obtenu de rapport d'audit « sans réserves » depuis dix ans, essentiellement à cause du grand nombre de comptes ménages accusant des arriérés<sup>14</sup>.

Pour les petites villes, la SFI et l'AFD fourniront une garantie de crédit collective pour quelque 90 prêts consentis par la DBSA à diverses collectivités locales dans le cadre d'un programme de titrisation. Un instrument à objectif spécifique (obligation adossée à un crédit) est mis en place pour assumer le risque lié à ces prêts. La DBSA prendra en charge la première tranche de perte consécutive à une défaillance, quelle qu'elle soit, la SFI et l'AFD se partageront la deuxième (dette mezzanine) à parts égales, le risque restant assumé par les investisseurs institutionnels détenteurs d'obligations prioritaires<sup>15</sup>.

## Impact sur la qualité des investissements

Toute intervention qui a pour conséquence d'abaisser le taux d'intérêt appliqué à un prêt aura un effet double – elle accroîtra le volume de projets financés et elle conduira à retenir des projets qui n'auraient pas été rentables avec des taux d'intérêt plus élevés. Cela vaut en particulier pour les garanties de crédit qui peuvent se révéler trompeuses.

Les garanties qui réduisent les risques génériques (comme les risques politiques et les risques contractuels/réglementaires) auront aussi probablement pour effet d'augmenter le flux des projets, à cette différence près que l'atténuation des risques accroîtra la rentabilité réelle (valeur attendue) de ces projets. Toutefois, le nombre plus important de projets qui seront, en principe, financés ouvre la possibilité que des opérations de moindre priorité soient entreprises.

Une façon de contrer cette éventualité est de recourir à une analyse coûts-avantages pour donner tout leur poids aux aspects non financiers des projets. Ainsi, le taux de rentabilité économique des projets d'irrigation et d'eaux ménagères est normalement plus élevé que leur taux de rentabilité financière. Dans une certaine mesure, les organismes de développement utilisent des méthodes d'évaluation qui tiennent compte de ces aspects non financiers, même si ce sont normalement les décisions financières qui l'emportent. Les IFI et les organismes bilatéraux affirment qu'ils appliquent les critères normaux d'évaluation et de diligence raisonnable aux demandes d'assurances et de garanties, comme s'il s'agissait d'un prêt direct financé avec leurs propres ressources.

La MIGA ne fournit une assurance contre le risque politique qu'aux projets « financièrement et économiquement viables, écologiquement rationnels et conformes aux normes de travail et aux autres objectifs du pays d'accueil » (site web de la MIGA). Pour les garanties partielles contre le risque de crédit, la SFI effectue des enquêtes normales avec une diligence raisonnable comme s'il s'agissait d'un prêt direct ; elle supervise ensuite l'entité bénéficiaire de la garantie durant toute la durée de vie de l'instrument (site web de la SFI).

Les organismes de développement appliquent des critères de sélection au moins aussi rigoureux que ceux des entités commerciales ; ils se basent en outre sur divers critères non financiers qui ne sont normalement pas retenus par les acteurs commerciaux. Par rapport aux opérateurs commerciaux, les organismes de développement interviennent plutôt dans les pays pauvres dont les marchés financiers sont relativement peu développés et où il existe de bonnes possibilités de dégager de la valeur ajoutée si l'évaluation et la supervision sont rigoureuses.

Certains feront valoir au contraire que ces organismes, pressés d'élargir leurs programmes de garanties pour les infrastructures, acceptent parfois des dossiers marginaux et leur accordent le bénéfice du doute lors de l'évaluation et de la supervision. Mais ce raisonnement vaut aussi pour les prêteurs et les assureurs commerciaux, qui doivent affronter la concurrence dans un rude climat financier international.

Un argument plus subversif est que les garanties, tout comme les dons et les prêts, sont *fongibles*<sup>16</sup> et qu'elles peuvent libérer des fonds prêtables et des prises de risques pour d'autres opérations. Une banque qui souscrit une assurance ou une garantie pour éviter d'avoir à constituer des provisions en fonds propres peut ainsi préserver sa capacité de prêt à d'autres fins, à l'insu du garant et sans qu'il y puisse quoi que ce soit. La probabilité de fongibilité dans des cas particuliers est difficile à évaluer. On peut néanmoins avancer sans risque d'erreur et de controverse que le véritable impact des garanties dépasse largement l'objectif spécifique pour lequel elles sont émises. Mais cela est vrai pour n'importe quelle forme d'aide ou n'importe quel prêt commercial. Les projets soutenus par des garanties sont sans doute aussi solides et probablement plus valables que les projets soutenus par d'autres moyens.

## Impact quantitatif

Le chapitre 2 a montré que les garanties publiques fournies ces dernières années ont été d'une importance modeste au regard des apports classiques de financements pour le développement. C'est dans les programmes des IFI qu'elles occupent la place la plus importante, entrant pour 9 pour cent de leurs opérations globales sur la période 2001-03 ; mais les systèmes gérés par les organismes bilatéraux de développement représentent probablement bien moins de 1 pour cent de leurs programmes de développement.

Les systèmes les mieux étudiés sont ceux des IFI. Les institutions affiliées à la Banque mondiale et toutes les grandes banques régionales de développement gèrent divers programmes de garanties. Par rapport à ce groupe, les systèmes de garanties pour le développement qui sont administrés par les organismes bilatéraux sont moins nombreux et plus étroits et, jusqu'à présent, ces organismes n'ont pas fourni de notification systématique ou détaillée au CAD/OCDE. L'Union de Berne dispose d'informations sur les assurances contre le risque politique des assureurs privés et des assureurs bilatéraux publics pour les garanties offertes à des fins commerciales. Ces données fournissent des éléments de comparaison pour le système de la MIGA et d'autres systèmes.

Pour replacer l'analyse en perspective, on estime qu'il y a eu en 2003 pour 15 à 18 milliards de dollars de nouvelles assurances contre le risque politique, réparties comme suit (en milliards de dollars) : MIGA 1.3 ; assureurs bilatéraux publics 8.8 ; assureurs privés 6.7. En outre, la proportion de polices

concernant des pays classés dans les catégories de risque élevé est plus forte chez les assureurs privés que chez les assureurs bilatéraux publics. Cela tient pour l'essentiel à la prépondérance des dossiers latino-américains dans les portefeuilles des compagnies américaines (Jordan, 2004, d'après les estimations privées et celles de l'Union de Berne).

Ces évaluations globales ne donnent pas la pleine mesure de l'importance des garanties pour le développement. La MIGA qui, parmi les IFI, en est la principale source, a pour mission spécifique de compléter l'offre des autres assureurs, en particulier en centrant ses activités sur les pays à faible revenu. Sur la période 2001-03, les IFI n'ont émis aucune assurance classique contre le risque politique dans les pays considérés comme sans risque (*investment grade*) ; 50 pour cent des polices concernaient des pays notés C- ou sans notation (PriceWaterhouseCoopers, 2003).

La question cruciale est de savoir si les garanties stimulent des investissements et des prêts qui, autrement, ne se concrétiseraient pas forcément. Une enquête récente sur l'assurance contre le risque politique parvient à la conclusion suivante :

« La PRI [assurance contre le risque politique] n'est pas considérée comme un déterminant des décisions des investisseurs. Parmi les investisseurs en fonds propres interrogés qui ont renoncé à investir ou ont réduit leur projet, l'existence d'une PRI n'avait pas vraiment pesé dans leur décision. Toutefois, les principaux utilisateurs des PRI sont les banques qui exigent systématiquement une assurance, ce qui soulève souvent des difficultés pour les promoteurs de projet désireux de se procurer des financements à long terme par voie d'emprunt. Les banques et les investisseurs en fonds propres qui offrent des assurances considèrent la PRI comme un élément sécurisant plutôt que comme un facteur décisif. Ils estiment en général qu'une 'PRI ne pourra pas améliorer une mauvaise transaction'. Aucun des investisseurs interrogés parmi ceux qui avaient sollicité une PRI n'a eu de difficulté à l'obtenir. On voit donc que si l'existence des PRI a permis de soutenir l'expansion des investissements dans les années 1990, il est peu probable qu'une augmentation globale de l'offre de PRI puisse les encourager davantage » (Jordan, 2004).

Cela pose la question de l'impact des garanties sur des flux d'investissement en tant « qu'élément sécurisant » plutôt que « facteur décisif », question qui n'a pas encore trouvé de réponse claire.

## Mieux adapter les produits aux besoins

Toutes les IFI qui offrent des garanties indiquent que ces produits suscitent peu d'intérêt. A l'heure actuelle, ils pâtissent plutôt d'une demande restreinte que de la faiblesse de l'offre. Toutefois, la gamme des produits offerts ne correspond pas tout à fait à la demande potentielle. Nous allons nous intéresser ici à ce décalage. Sauf indication contraire, les opinions exprimées sont tirées des enquêtes récentes de PricewaterhouseCoopers (2003) et de Jordan (2004). La situation varie selon le type de produit.

Après 30 ans de bons et loyaux services, *l'assurance contre le risque politique* a fait ses preuves. C'est un produit bien connu sur les marchés des capitaux. Les risques couverts sont bien définis, la base sur laquelle les demandes d'indemnisation peuvent être faites et les règlements effectués est bien établie, et le rôle que joue l'IFI en tant que garant pour obtenir un dédommagement est bien compris. Il est facile d'obtenir une PRI, les marchés pour les différents produits de ce genre fonctionnent bien et les primes évoluent à l'intérieur d'une marge relativement étroite et prévisible. Ce sont là toutes les caractéristiques d'un marché « parfait ».

Malgré ces atouts, les PRI sont peu utilisées dans le secteur de l'eau : depuis 2001, deux garanties seulement ont été émises. Les IFI attribuent ce manque de succès à la rareté des projets susceptibles d'intéresser les banques et de bénéficier de cette amélioration du crédit. Les promoteurs potentiels du secteur de l'eau ont tendance à souligner qu'il est plus utile d'atténuer les risques réglementaires/contractuels et les risques de dévaluation.

La MIGA occupant une position dominante au sein des IFI, les autres organismes s'efforcent d'éviter les doublons en différenciant leurs produits, c'est-à-dire en offrant des garanties couvrant d'autres activités. La MIGA offre des garanties pures, tandis que plusieurs autres IFI lient les garanties aux projets pour lesquels elles accordent des prêts directs. La MIGA n'exige pas de contre-garantie souveraine, contrairement à la plupart des autres IFI, qui y sont tenues par leur charte ou les pratiques en vigueur. L'obtention des contre-garanties souveraines peut demander du temps et le mieux est de le faire dans le contexte d'un programme de prêt global à un pays. Dans la plupart des IFI, priorité est accordée aux prêts et le volume des engagements/décaissements est le principal critère de performance. Lorsque, comme c'est souvent le cas, les garanties se voient attribuer le même score que les prêts à des fins de constitution de provisions en fonds propres, elle n'occupent pas une place prioritaire dans les départements de prêt. Le changement du système

d'évaluation par notation (pour renforcer « l'effet de levier » des garanties) permettrait sans doute d'accroître leur attrait auprès des services qui offrent ces produits. Le fait que les IFI aient des conventions différentes pour l'évaluation par notation encourage à engager des réformes (Kotecha, 2004).

Du côté de la demande, la majorité des dirigeants des pays d'accueil préfère les prêts directs aux garanties, ce dernier produit restant mal connu.

A en juger d'après les éléments disponibles, l'offre de PRI ne semble pas être un facteur limitatif des investissements d'infrastructures. Il n'y a aucun argument solide pour justifier la création d'une nouvelle institution. Il serait plus intéressant de mettre en place des syndicats de réassurance financés par l'aide afin de regrouper les assureurs de régions déterminées et de faire pression sur les assureurs bilatéraux publics pour qu'ils « délient » l'assurance. Les banques nationales qui financent des projets dans les pays en développement pourraient alors proposer ces produits. Il y a aussi beaucoup de chemin à faire pour promouvoir l'utilisation de l'assurance contre le risque politique parmi les propres assureurs publics des pays en développement (Jordan, 2004).

La situation est différente pour les *garanties contre les risques contractuels et réglementaires*. Si peu de polices de ce genre ont été émises jusqu'ici par les IFI, elles suscitent un intérêt réel parmi les utilisateurs potentiels. C'est vrai en particulier pour les secteurs de l'eau et de l'énergie, où les décisions réglementaires et les différends contractuels ont miné un grand nombre de projets récents. Contrairement aux PRI toutefois, il existe de sérieuses contraintes du côté de l'offre. Comme nous l'avons vu au chapitre 2, ces instruments sont étroitement adaptés aux caractéristiques des projets, leurs coûts de transaction sont élevés et les demandes d'indemnisation, en général complexes, traînent souvent en longueur. Du point de vue des marchés et des utilisateurs, les procédures d'obtention paraissent elles aussi lourdes et compliquées et leur impact effectif sur les conditions de financement est incertain. A l'heure actuelle, deux IFI seulement offrent une couverture pour les fonds propres, ce qui laisse les investisseurs de base sans protection.

En un mot, le marché de ces garanties est encore « imparfait » au sens économique du terme. S'agissant des PRI, le soutien des organismes de prêt et des pays d'accueil est loin d'être sans réserve. Pour devenir efficaces dans le secteur de l'eau, elles devront impérativement s'appliquer à des entités non souveraines, ce qui introduit toute une série de problèmes nouveaux. Ces entités manquent souvent d'expertise et de connaissance en matière d'ingénierie financière et ne peuvent pas toujours influencer sur les questions décisives qui sont prises au niveau national. Dans ces conditions, les

investisseurs peuvent faire pression pour obtenir une contre-garantie souveraine, ce qui prend plus de temps à organiser. Tant que la demande potentielle demeurera forte, il y a tout lieu de penser que les organismes qui proposent le produit l'aménageront pour l'adapter aux besoins des utilisateurs mais, dans un avenir prévisible, ce type de garantie occupera une niche du marché et supportera des coûts de transaction importants, avec les primes élevées que cela suppose.

Tout comme l'assurance contre les risques contractuels/réglementaires, l'assurance contre le risque politique est un produit surtout offert pour les emprunts. Parmi les systèmes proposés par les IFI, les investisseurs en fond propres ne sont actuellement couverts que par la MIGA et la BIsD (tableau 4.1). Par conséquent, les sociétés qui prennent des participations dans les projets d'infrastructure ne peuvent généralement assurer que leur dette, de sorte que les intérêts généraux de leurs actionnaires ne sont pas protégés.

**Tableau 4.1. Comparaison des systèmes d'assurance des IFI :  
emprunts ou fonds propres ?**

	Dette	Fonds propres
<i>Risque politiques ; risques contractuels et réglementaires</i>		
Garantie partielle contre les risques – BIRD	X	
Risques politiques ; rupture de contrat – MIGA	X	X
PRG – BAsD (secteur public)	X	
PRG – BID (secteur privé)	X	
Assurance des crédits à l'exportation – BID	X	
Assurance groupe pour les banques – BID	X	
Assurance des investissements étrangers – BID	X	X
<i>Risques contractuels uniquement</i>		
BAfD (secteur public)	X	

Note : l'assurance contre le risque de crédit ne s'applique qu'à la dette.

Les garanties contre le risque de crédit (CRG) sont également très demandées parce qu'elles offrent une couverture complète contre les risques liés au remboursement des crédits et qu'elles jouent en cas de défaillance, quelle qu'en soit la raison. Tout comme les PRI, les CRG sont bien comprises par les marchés et relativement faciles à évaluer. Les produits type CRG offerts par les IFI sont encore peu nombreux, mais ils sont d'introduction récente et font l'objet d'une promotion sur les marchés intérieurs de capitaux. Diverses contraintes freinent leur expansion.

Le nombre des projets susceptibles d'intéresser les banques est limité, en particulier dans le secteur de l'eau. En outre, l'organisme garant doit se sentir en confiance avec l'institution financière ou la société d'investissement locale couverte par la garantie, ce qui restreint aussi la portée des CRG aux pays dotés de marchés des capitaux relativement solides. Ce type de garantie exige une estimation exhaustive du risque commercial de l'emprunteur, qui alourdit les coûts d'évaluation, et les organismes ne sont pas tous équipés pour mener à bien cet exercice. Sur ce plan, les organismes tels que la SFI, dont les activités sont centrées sur les opérations du secteur privé, sont mieux placés que les autres.

Enfin, la demande potentielle pour les *instruments de couverture du risque de change* est également importante. Depuis quelque temps, l'impact des dévaluations brutales sur le coût du service de la dette en devises est l'une des grandes préoccupations des investisseurs étrangers. Sur ce plan aussi, les grands projets dans le secteur de l'eau ont été particulièrement touchés. Les formules d'ajustement des tarifs arrêtées en accord avec les organes de réglementation et incorporées dans les contrats ont perdu toute valeur face à l'ampleur même des dévaluations.

Il n'existe effectivement pas de marché pour des couvertures abordables du risque de change et il ne fait aucun doute qu'il y aurait une demande si des produits réalisables et financièrement accessibles étaient proposés. Comme on l'a vu au chapitre 2, le rapport Camdessus a esquissé un système d'apport de liquidités, à l'étude, et l'OPIC a élaboré un instrument pilote. Toutefois, pour apporter à court terme une solution générale à ce problème, d'autres méthodes d'atténuation du risque de change pourraient ouvrir des perspectives plus intéressantes – et notamment au niveau des garanties couvrant la dette en monnaie nationale.

## Des stades de développement différents

Certains estiment que les garanties ne sont valables que pour les pays (ou les institutions) qui ont atteint un certain degré de maturité économique. Ont-elles une utilité quelconque pour les pays pauvres de régions comme l'Afrique subsaharienne ? Comment les pays pauvres peuvent-ils instaurer les conditions propices à une utilisation optimale ?

Cette section analysera :

- ◆ les données relatives à l'utilisation des garanties dans des pays ayant des cotes de crédit différentes ;
- ◆ les facteurs déterminant la souscription de garanties ;
- ◆ l'instauration d'un « environnement porteur » pour l'utilisation des garanties.

### *Utilité de la cote de solvabilité*

La seule ventilation systématique des souscriptions de garanties en fonction des cotes de solvabilité attribuées aux pays<sup>17</sup> est celle qui a été faite pour les garanties des IFI en faveur du secteur des infrastructures pendant la période 2001-03 (PricewaterhouseCoopers, 2003). Les résultats, qui sont reproduits au tableau 4.2, montrent qu'il est important d'établir la distinction entre les trois grandes catégories de garanties, pour lesquelles les utilisateurs ont des profils différents.

Pour les risques politiques et les risques contractuels et réglementaires, les IFI n'ont accordé aucune garantie à des pays répondant au critère de qualité *investment grade* pendant la période considérée. Les garanties émises étaient concentrées sur les pays dont la notation était juste inférieure à ce critère (B- à BB+ sur l'échelle S&P), ainsi que sur les pays non cotés. Si ce dernier point laisse l'analyste quelque peu perplexe, le premier confirme l'opinion de ceux qui estiment que les garanties ont un impact maximal dans les pays situés à la lisière de la solvabilité.

Le tableau est différent pour les produits couvrant le risque de crédit. Bien que le nombre de produits émis au moment de l'enquête soit restreint, il y a une concentration évidente dans les deux catégories de notation les plus élevées. Le bilan des produits SFI pour la période plus longue allant de 2000 à septembre 2004 montre que, sur un total de 1.531 milliard de dollars de garanties émises, 210 millions seulement concernaient l'Afrique subsaharienne, dont la quasi-totalité était absorbée par trois projets, en Afrique du Sud, au Nigeria et pour une opération régionale<sup>18</sup>.

Tableau 4.2. **Garanties des IFI en faveur des infrastructures, 2001-mi-2003**  
Nombre de dossiers

Notation S&P attribuée aux pays	Risque politique	Risque contractuel/ réglementaire	Risque de crédit	Total
BBB- ou supérieure ( <i>investment grade</i> )	0	0	2	2
B- à BB+	24	9	3	36
CCC+ ou inférieure	3	0	0	3
Pays non notés	19	5	1	25
Total	46	14	6	66

*Notes :* Les données concernent 52 garanties distinctes, dont certaines couvrent plus d'une catégorie de risque, ce qui explique que le total soit supérieur à ce chiffre.

Les données d'enquête s'arrêtent à la mi-2003, ce qui exclut plusieurs dossiers récents.

*Source :* PricewaterhouseCoopers (2003).

On ne dispose pas de données détaillées pour les garanties des organismes bilatéraux, mais certaines indications montrent que ces systèmes sont conçus pour compléter ceux des IFI et qu'ils sont focalisés sur les pays démunis. Tel est par exemple l'objectif spécifique du programme GuarantCo (encadré 2.5). Un certain nombre de programmes d'organismes bilatéraux concernent les obligations et les prêts en monnaie nationale des pays à faible revenu (voir par exemple encadré 2.8), mais il s'agit en général de programmes très modestes.

### *Facteurs déterminant la souscription*

Nous avons noté un peu plus haut que la demande de garanties était relativement faible, en cherchant l'explication dans la façon dont elles étaient considérées et commercialisées par les organismes et perçues par les pays d'accueil et les utilisateurs. Nous allons examiner ici la question sous un angle plus large, en nous demandant s'il pourrait y avoir une corrélation entre la souscription des garanties et le niveau de développement d'un pays. En principe, la relation pourrait jouer dans les deux sens : si les risques sont plus élevés dans les pays pauvres, c'est vers ces pays que s'orienteront les garanties ; d'un autre côté, les fournisseurs de garanties pourraient trouver plus sécurisant d'offrir des garanties dans des pays parvenus à un stade de développement plus élevé. Exprimée de cette façon, la discussion pourrait consister à savoir lesquels, des facteurs déterminants de l'offre ou des facteurs déterminants de la demande, prédominent dans l'utilisation des garanties. Mais les garanties ne sont pas homogènes et les différents types de garanties répondent à des déterminants différents.

Il n'y a pas de corrélation claire entre la demande *d'assurance contre le risque politique* et le niveau de développement. Pour autant que les émetteurs restent disposés à fournir une couverture, la demande paraît forte parmi les prêteurs et les investisseurs qui opèrent dans les pays pauvres. Dans la mesure où il existe une relation inverse entre le niveau de développement et la cote de crédit, le tableau 4.2 corrobore ce point de vue. Toutefois, si les PRI sont systématiquement demandées par les banques et les investisseurs, indépendamment des facteurs propres aux pays, l'utilisation de ces garanties sera fonction du volume des flux de capitaux internationaux, dont une majorité écrasante s'oriente vers les pays en développement les moins pauvres. Entre 1995 et 2003, l'Afrique subsaharienne a reçu moins de 6 pour cent de ces flux (Jordan, 2004).

La situation n'est pas la même pour les *risques contractuels et réglementaires*. En principe, l'offre de ce type d'assurance devrait poser plus de problèmes dans les pays qui en sont aux premiers stades de développement économique, financier et institutionnel et où les infrastructures réglementaires et juridiques sont moins fiables. On s'attendrait toutefois à une corrélation étroite entre la demande de ce type de couverture et les investissements dans des projets PSP qui, en fait, concernent pour l'essentiel les pays à revenu intermédiaire. Sur la période 1990-2001, l'Afrique subsaharienne ne représentait que 7 pour cent de tous les projets d'infrastructure PSP et la plupart concernaient le secteur des télécommunications (Banque mondiale /PPIAF, 2003a).

Le *risque de crédit* dépend du promoteur, des caractéristiques du projet, de la structure de financement et de facteurs plus spécifiques difficilement prévisibles (ou difficiles à « expliquer » au sens économétrique du terme) par le seul niveau du développement.

L'analyse de la distribution géographique des garanties permet de tirer un certain nombre de conclusions générales. Les garanties peuvent se révéler intéressantes pour tous les pays, quel que soit leur niveau de développement économique. Les facteurs qui influent sur l'offre et sur la demande expliquent le profil d'utilisation de ces instruments et, s'ils peuvent jouer dans des sens opposés, c'est habituellement la demande qui prédomine. Les garanties subissent la gravitation des flux internationaux de capitaux et réagissent aux concentrations régionales des projets PSP.

Les garanties offrent une certaine sécurité pour beaucoup d'investissements de ce genre et peuvent être des atouts convaincants pour un certain nombre d'entre eux. Toutefois, elles ne sauraient compenser l'absence de certains *fondamentaux* qui sont la raison d'être des investissements, des prêts et des emprunts. Il s'agit notamment de la taille du marché, de la dotation en

ressources naturelles, de la présence de projets susceptibles d'intéresser des banques et des promoteurs de qualité, de la qualité des équipements d'infrastructures de base et des institutions appropriées, de l'existence de systèmes financiers et juridiques solides (et notamment de banques saines), du dynamisme des entités non souveraines, de l'existence d'une épargne locale à la recherche de placements sûrs, etc. La plupart de ces fondamentaux sont liés au niveau de développement économique et, si tant est que cela s'applique, il y *aura* une corrélation entre la distribution des garanties et le niveau de développement.

### *Instauration d'un environnement porteur*

Cette étude a cherché à montrer que l'objectif premier des garanties est de réduire les risques auxquels s'exposent les bailleurs de fonds, les investisseurs en fonds propres et les opérateurs dans les pays en développement – mais qu'elles ne sauraient remplacer l'absence des « fondamentaux » dans les marchés et les institutions. Elles iront plutôt dans « le sens du courant » lorsque d'autres conditions positives sont remplies et seront d'une utilité cruciale lorsque les circonstances s'y prêtent. Dans le meilleur des cas, elles déclencheront des innovations sur les marchés locaux de capitaux, qui déboucheront sur des améliorations durables grâce à l'effet de « cliquet ». Pour pouvoir maximiser l'impact des garanties, il faut repérer les situations où les conditions sont proches de l'état critique, où l'apport d'une garantie peut déclencher une réaction positive (c'est le cas par exemple des pays ou des entités souveraines dont la cote de crédit approche le critère de qualité *investment grade* et qui ont engagé des réformes).

Les garanties auront un impact plus important si certaines conditions favorables sont réunies et elles auront plus de chances d'être utilisées avec profit si ces conditions peuvent être instaurées. Ces conditions sont bien connues : un bon système de droit commercial, le respect de la loi et son application efficace, une gestion macro-économique efficace, des politiques qui régissent clairement l'investissement étranger et le rôle du secteur privé, une réglementation cohérente et objective, un système bancaire de qualité, etc.

Pour le développement d'infrastructures telles que celles de l'eau, le statut, les pouvoirs et les ressources des entités non souveraines sont des éléments d'une importance cruciale. Leurs responsabilités et leurs relations avec l'administration centrale doivent être cohérentes et définies de façon claire. Il

faut que le développement d'un marché local des capitaux sur lequel les banques locales offrent des prêts semble possible. Cela présuppose l'existence d'un système bancaire solide et solvable, capable d'offrir des placements sûrs à l'épargne locale. Beaucoup de pays ne satisfont pas à ce critère élémentaire.

Enfin, il est intéressant d'évoquer l'expérience de la BERD, qui a usé de son influence et de son poids pour sécuriser et mettre en confiance les bailleurs de fonds des entités non souveraines sans offrir de garanties formelles. La BERD a consenti des prêts directs à des entreprises de distribution d'eau opérant à Riga (Lettonie), Kaunas (Lituanie), Bydgoszcz et Cracovie (Pologne), Brno (République tchèque) et ailleurs sans demander de garanties souveraines ou de garanties des collectivités locales. La BERD a préféré négocier des accords MSA entre la collectivité locale et le service de l'eau, accords aux termes desquels la collectivité locale s'engage à éviter de prendre toute mesure qui empêcherait le service d'utilité publique de se conformer aux clauses de l'accord signé avec la BERD (concernant les tarifs par exemple). Si la principale motivation de cette dernière est de réduire le risque de crédit lié à ses propres prêts, l'existence des MSA offre une protection dont les autres bailleurs de fonds peuvent profiter.

## Renforcer l'impact des garanties

Il n'y a aucune raison de penser que le niveau d'utilisation relativement faible des garanties observé à l'heure actuelle est un niveau optimal ou d'équilibre. Les changements apportés aux dispositions institutionnelles et aux politiques pourraient entraîner une augmentation de l'offre comme de la demande. Ce chapitre se conclut par un bref recueil de suggestions, basé sur les analyses qui précèdent.

### *Modification des règles qui gouvernent les provisions en fonds propres des IFI*

Il faudrait encourager les IFI à fixer un niveau approprié de provisions en fonds propres pour leurs garanties, sur la base d'une évaluation réaliste des risques qu'elles courent et des ponctions probables sur les réserves futures. Dans le même ordre d'idées, les garanties ne devraient pas entrer pour leur valeur nominale totale dans le décompte de plafonds d'emprunt d'un pays.

## **Inclusion des garanties dans les statistiques de l'aide du CAD/OCDE**

Les organismes bailleurs de fonds seraient plus disposés à élargir l'utilisation des garanties si leurs programmes étaient mieux reconnus parmi leurs pairs et, avant tout, si les garanties étaient incluses, sous une forme appropriée, dans les notifications de l'aide au CAD/OCDE.

### ***Coopération entre les assureurs publics et privés***

Il est sans doute possible de renforcer la coopération entre les assureurs publics et privés. Parmi les options envisageables, la création de syndicats de réassurance financés par l'aide pour certaines régions, les dispositions à prendre pour inciter les assureurs publics bilatéraux à délier l'assurance afin de la mettre à disposition des banques nationales locales, la promotion des assurances contre le risque politique par les propres assureurs publics des pays en développement, l'utilisation de la réassurance et des « syndications » dans des projets spécifiques (comme pour l'autoroute à péage de Costanera Norte au Chili)<sup>19</sup>, etc.

### ***Augmentation des garanties en monnaie nationale***

L'exploitation des marchés locaux de l'épargne pour financer le développement passe impérativement par une offre élargie, de la part des IFI et des organismes bailleurs de fonds, de programmes offrant des garanties en monnaie nationale. C'est aussi le moyen le plus sûr d'échapper au risque de change.

### ***Promotion des accédants au marché***

L'impact le plus sûr des garanties sur le développement des marchés des capitaux proviendra probablement des programmes qui exposent les acteurs aux marchés (avec par exemple une amélioration du crédit pour accorder le label *investment grade* à des obligations, le ciblage de ceux qui accèdent pour la première fois au marché) plutôt que de l'utilisation de produits destinés à leur éviter la discipline de marché.

## *Élargissement de la gamme des instruments de garantie*

Le marché des garanties est évolutif et les organismes jouent des coudes avec d'autres acteurs importants afin d'occuper la bonne niche sur le marché. Ils s'efforcent de soigner et d'aménager leurs produits pour les adapter aux tendances du marché. A l'heure actuelle, des produits mieux adaptés aux risques réglementaires et contractuels susciteraient beaucoup d'intérêt. Il semble aussi qu'il y ait une forte demande potentielle pour les garanties en monnaie nationale.

## *Rationalisation et valorisation plus réaliste des produits*

Par rapport aux compagnies privées, les organismes publics sont souvent critiqués pour la lourdeur et la lenteur de leurs procédures (bien que ce soit là souvent la conséquence des règles instituées par les actionnaires et les « parties prenantes »). A mesure que l'utilisation des produits se généralisera et que les organismes publics auront davantage de recul en matière d'indemnisation, ils devraient être en mesure de faire des offres plus attrayantes aux utilisateurs et de fixer de façon plus précise le prix de leurs produits<sup>20</sup>.

## *Création d'une agence spécialisée dans l'offre de garanties ?*

La création d'une agence spécialisée dans l'offre de garanties – qui ferait pour les risques de crédit et les risques réglementaires et contractuels ce que la MIGA fait aujourd'hui pour les risques politiques – est parfois évoquée<sup>21</sup>. Les avantages et les inconvénients de cette option sont soigneusement pesés. Côté avantages, le fait que cet organisme permettrait d'atténuer les tensions qui existent entre les garanties et les prêts directs au sein d'une même agence, et la tendance qu'ont les agences à traiter les garanties comme des « citoyens de seconde zone ». Cette entité hypothétique, qui aurait pour seule mission de promouvoir les garanties, ne serait pas distraite dans la poursuite énergique de son objectif.

Mais cette solution aurait l'inconvénient de supprimer les synergies que peut exploiter un service opérant au sein d'un organisme de développement plus large qui propose toute une gamme de produits. Lorsqu'un service offre des garanties en tant que produit parmi d'autres au sein d'un organisme

bailleur de fonds, ses agents peuvent tirer parti d'un large réservoir de compétences et d'expérience en matière de développement (la SFI affirme par exemple que ses offres de garantie sont soumises aux mêmes évaluations exhaustives que ses prêts). La synergie présente aussi des avantages financiers, qui prennent la forme de flux de trésorerie importants et réguliers alimentés par les remboursements des prêts, ce qui permet à l'organisme de maintenir une bonne assise financière et de dégager des rentrées de fonds suffisantes pour financer les frais généraux. Le pouvoir de prêt donne aussi à l'organisme la possibilité d'exercer une influence sur les pays d'accueil dans les situations où les garanties risquent d'être appelées.

## Notes

1. Les avantages des garanties ne sont évidemment pas circonscrits aux projets PSP – ces instruments peuvent aussi aider les collectivités locales, les entreprises para-étatiques et les micro-entreprises, notamment, à lever des fonds.
2. Ces défaillances et d'autres sont analysées de façon plus détaillée dans Panayotou (1993).
3. Ce raisonnement prévaut encore dans plusieurs pays.
4. Cette question est toujours controversée. Pour une opinion contraire, voir Arestis *et al.*, 2004.
5. Banco Nacional de Obras y Servicios.
6. Sociedad de Inversion Especializada de Fondos para el Retiro.
7. Dispositif qui permet à l'administration centrale d'opérer un retrait sur le transfert budgétaire qu'elle effectue en faveur d'une autorité locale afin de rembourser un créancier en cas de défaut de l'administration locale.
8. Information communiquée par Protego, conseiller financier du projet Tlalnepantla.
9. Intervention de Hari Sankaran devant le panel Camdessus, avril 2002.
10. Discours-programme de Venkaiah Naidu au Forum de l'eau de la Banque mondiale, mai 2002.
11. Placement des liquidités provenant de certains postes de recettes dans un compte géré de manière indépendante et exclusivement consacré au remboursement de la dette.
12. Cette section repose sur les exposés présentés au panel Camdessus en novembre 2002 par Ronnie Kasrils, Trevor Manuel et Mike Muller.
13. Les collectivités locales n'ont pas le droit d'emprunter à l'étranger.

14. Interventions de Roland Hunter et Dirkje du-Pont-Bouma à la conférence de l'IADF sur le financement des collectivités locales et des administrations territoriales, Washington D.C., septembre 2004.
15. Données de la SFI et de l'AFD.
16. La fongibilité est une objection classique à l'évaluation d'un projet. Les tenants de cet argument soutiennent que l'évaluation du projet A ne rime à rien si l'emprunteur est décidé à l'exécuter de toute manière avec ses propres ressources, ce qui lui permet d'utiliser les fonds de l'aide ou du prêt pour un projet B, qui n'est pas inclus dans l'évaluation.
17. La cote de crédit n'est pas toujours un bon indicateur du niveau de développement.
18. Données SFI. Le total pour l'année 2000 était insignifiant, ce qui s'explique par l'introduction récente de ces produits, qui se sont développés par la suite.
19. Certaines de ces propositions sont suggérées par Jordan (2004).
20. Bien que certains organismes soient accusés de pratiquer des prix trop bas, d'autres s'exposent à des critiques contraires de la part des utilisateurs !
21. Si la MIGA est bien dotée d'une autonomie opérationnelle, elle reste affiliée au Groupe de la Banque mondiale. La MIGA offre aussi une assurance contre le risque de rupture de contrat.

## Chapitre 5

# Conclusions, questions et problèmes en suspens

*Bien que la question des garanties apparaisse régulièrement dans les publications financières spécialisées, elle ne figure que rarement dans les documents traditionnels sur le développement. Pour beaucoup de non-initiés, les garanties sont ésotériques et difficiles à comprendre. Certains produits sont récents, de sorte que les données d'expérience font défaut. Les garanties sont d'une importance modeste au regard des flux classiques d'aide au développement, bien qu'il n'existe pas d'estimation fiable et précise pour apprécier leur volume. Dans la plupart des cas, les garanties occupent une place mineure dans le portefeuille des organismes de développement.*

*Cette étude a esquissé les arguments qui militent en faveur des garanties et expliqué leur finalité, présenté les principaux instruments offerts et donné des exemples sur la façon dont ils sont utilisés dans différentes circonstances. Elle a laissé entrevoir certaines des questions que soulève une analyse de leur portée en tant qu'instruments de développement et de leur impact sur le développement. Ce dernier chapitre récapitule certaines conclusions possibles et aborde divers questions et problèmes en suspens, que seuls de plus amples débats et de nouvelles recherches pourront élucider.*

## Qu'entend-on par « garanties pour le développement » ?

Notre étude a porté sur l'assurance et les garanties contre le risque politique, les risques contractuels et réglementaires, et contre le risque de crédit<sup>1</sup> offertes par les organismes publics *internationaux* (multilatéraux et bilatéraux). Elles se caractérisent par leur finalité – le développement et non des motivations

commerciales –, ce qui a conduit à exclure la grande catégorie des assurances pour les crédits à l'exportation et les investissements offertes aux seules entreprises domiciliées dans le pays qui les propose. Il existe un marché privé important et actif pour les assurances contre le risque politique, les risques contractuels et réglementaires et le risque de crédit. Mais, compte tenu de leur nature commerciale, ces activités sortent également du cadre de l'étude sauf pour les besoins de la comparaison. L'étude n'a pas non plus abordé les garanties *souveraines*, que les États offrent à leurs entreprises, leurs entités non souveraines et leurs ressortissants lorsqu'ils contractent des emprunts ou bénéficient d'investissements directs.

L'attention a été attirée sur les instruments qui ont un statut de *quasi-garantie*, tels que les « protections sécurisantes » que les IFI et d'autres organismes apportent à d'autres bailleurs de fonds et d'autres investisseurs par le biais des participations (« prêts B ») et des accords MSA.

Il existe une zone intermédiaire entre l'assurance à long terme, qui couvre les investissements bilatéraux publics, et les garanties pour le développement. La question mériterait sans doute d'être approfondie. Il en va de même pour l'interface entre les marchés privés de l'assurance et les marchés de l'assurance axés sur le développement.

## Des motivations évolutives

Auparavant, l'offre de garantie était essentiellement motivée par le souci de promouvoir et de soutenir les flux internationaux de capitaux et, depuis les années 1990 en particulier, les projets PSP. C'est à l'évidence un objectif qui demeure important et qui devient d'autant plus pressant que ces flux se sont ralentis depuis la fin des années 1990 et que les grandes concessions d'énergie et d'eau ne suscitent plus guère d'intérêt. Le financement de projets d'infrastructures a diminué de manière spectaculaire.

Les programmes de garantie des IFI ont toutefois un autre objectif, dont l'importance croît et qui a trouvé un écho dans les initiatives récentes des organismes bilatéraux : la promotion des marchés locaux de capitaux en tant que débouché sans risque pour l'épargne locale et source de capitaux à long terme pour les entreprises, les micro-entreprises et d'autres activités locales. Dans la

même optique, on observe un regain d'intérêt pour le financement d'options pour des entités non souveraines telles que les collectivités locales et les services d'utilité publique, ce qui intéresse particulièrement le secteur de l'eau.

Certains cercles estiment que les garanties sont là pour promouvoir les investisseurs et les opérateurs *privés* ainsi que les financements *internationaux* plutôt que nationaux. Ils font erreur puisque, tant du côté des prêteurs/investisseurs que du côté des emprunteurs/pays d'accueil, l'utilisation des garanties fait intervenir tout un éventail d'acteurs privés et publics. Si l'assurance contre les risques est surtout utilisée pour les financements *internationaux*, d'autres types de garanties permettent d'élargir l'accès des organismes publics *locaux* aux marchés *locaux* du crédit et de l'investissement.

## Problèmes de mesure

L'une des raisons évidentes qui expliquent le manque de visibilité des garanties tient au fait qu'il n'existe pas de compilation statistique détaillée. Le CAD/OCDE ne collecte pas de données sur les garanties auprès de ses pays membres dans le cadre de son programme de notification de l'aide. La première tentative réelle pour réunir des données détaillées est due à la Banque mondiale, qui s'engage dans cet exercice – sans lendemain et limité aux produits offerts par les IFI – en 2003, à la suite du rapport du panel Camdessus.

Ce manque de transparence dénote des problèmes méthodologiques réels, qui sont examinés par le groupe de travail du CAD/OCDE sur les statistiques. La tarification des polices de garanties et d'assurances devrait normalement reposer sur des principes actuariels, afin de refléter le coût probable des indemnités futures. Mais ces polices ne peuvent faire l'objet d'une notification au titre de l'APD que si elles incluent un élément minimum de subvention. Étant donné le manque de recul dans la gestion des programmes concernés et le nombre très limité de cas où il a fallu faire jouer les garanties, le coût réel des engagements conditionnels qu'implique une garantie est difficile à évaluer et le CAD/OCDE n'a pas encore défini de conventions de notification<sup>2</sup>. Ce qui brouille encore plus les pistes, c'est la réticence des détenteurs de polices à demander une indemnisation aux IFI et aux bailleurs de fonds en raison des conséquences plus larges que cela pourrait entraîner pour leur note de crédit et leurs relations avec les grands organismes internationaux.

## Importance relative des garanties

La valeur nominale des garanties émises est modeste au regard des flux d'aide classiques enregistrés par le CAD/OCDE, qu'elle qu'en soit la catégorie. Au cours de ces dernières années, les garanties émises par les IFI représentaient à peu près 9 pour cent de leurs programmes conjugués, mais leur part dans l'aide bilatérale était inférieure à 1 pour cent. Ces valeurs nominales ne tiennent pas compte du fait qu'une garantie efficace permet de mobiliser un volume de financement plus important auprès d'autres parties, bien qu'il soit difficile d'en établir strictement la relation de cause à effet. En principe, cet effet de levier pourrait être important pour les investissements directs privés, les concessions, les émissions d'obligations et les prêts des banques commerciales.

Il serait injuste de ne considérer les garanties que sur la base de leur valeur nominale, étant donné que ce sont des instruments délibérément conçus pour avoir une action catalytique (ou un effet de *démonstration*) sur les parties auxquelles ils s'appliquent ainsi que sur les marchés concernés. Des études plus approfondies sur des dossiers réels seraient tout à fait utiles dès lors que l'on disposera d'un recul suffisant pour juger de cette action catalytique.

## Obstacles à la généralisation des garanties

Il n'existe pas de contrainte manifeste à la souscription d'une assurance contre le risque politique lorsqu'il existe un marché important, établi de longue date et actif tant pour les acteurs du secteur privé que pour ceux du secteur public. La situation est différente pour les autres catégories de produits. Les garanties contre les risques contractuels et réglementaires (et les polices couvrant les ruptures de contrat en particulier) sont bridées par l'offre, bien que la demande potentielle soit importante. Il faut du temps pour établir ces garanties et, en cas de défaillance, elles impliquent souvent des procédures fort longues pour obtenir un règlement. Les garanties partielles contre le risque de crédit ont elles aussi peu de succès, en partie en raison du comportement et des politiques des organismes qui les proposent et en partie du fait de la préférence des pays d'accueil pour les prêts directs. Il n'existe pas de garantie efficace contre le risque de change.

Dans une large mesure, les garanties sont sensibles (et contribuent) à la gravitation des flux de capitaux internationaux et des investissements directs, lesquels réagissent à la présence de *fondamentaux* tels que la taille du marché, les promoteurs locaux, le potentiel de croissance, l'existence d'infrastructures appropriées et de services d'appui, etc. Les organismes publics confirment la faiblesse de la demande à l'égard des produits récemment introduits et l'absence de projets appropriés. Cette contrainte sera sans doute particulièrement pesante pour les diverses initiatives bilatérales en cours de montage, qui visent les pays pauvres.

### Créneau à saisir ou concurrence déloyale ?

L'assurance contre le risque politique existe depuis plusieurs décennies chez les organismes publics bilatéraux de promotion des exportations, et un nombre croissant d'assureurs privés ont pris pied sur ce marché dans les années 1990. La MIGA, principal organisme de développement offrant ces PRI, est entrée en lice à peu près à la même époque, délimitant sa niche sur la base de la longueur de la couverture offerte, la réputation et les relations avec les pays d'accueil. Les assureurs privés conservent un avantage comparatif pour la gamme de risques couverts, la flexibilité des produits, la rapidité de traitement des dossiers, etc. Ils ont aussi une proportion plus importante de leurs engagements dans les pays à haut risque, notamment l'Amérique latine. Certains assureurs privés évitent les PRI, arguant de ce qu'ils qualifient une « concurrence non économique » de la part des assureurs publics.

Les compagnies d'assurance privées sont aussi actives sur le marché de la couverture du risque de crédit depuis les années 1970 et elles concurrencent sérieusement les organismes publics. Les compagnies d'assurance « mono-ligne » offrent des produits intégrés de gestion des risques et, en particulier, une couverture intégrale contre le risque de crédit. Les organismes publics dont la SFI, qui est le principal fournisseur, n'offrent que des couvertures partielles contre les risques et soulignent que les garanties sont traitées avec la même attention et font l'objet d'enquêtes menées avec la même diligence raisonnable que les prêts directs. La progression de leurs garanties contre le risque de crédit est assez lente, peut-être parce que le marché privé offre une couverture intégrale et que ses procédures sont plus rapides et plus simples,

encore qu'il faille y mettre le prix. Les organismes bilatéraux qui offrent des PCG et des programmes de partage des risques tendent à concentrer leurs activités sur de petits projets dans les pays à faible revenu, où la concurrence frontale avec les assureurs privés est moins rude.

Tous les organismes de développement, à l'exception possible de la MIGA, sont entrés sur le marché assez récemment et n'ont qu'une courte expérience des demandes d'indemnisation. Dans ces conditions, il est difficile d'établir le prix des garanties, et tous les organismes publics qui ont le statut d'entité souveraine et – dans certains cas – accès à des financements sous forme de dons, risquent d'être accusés de fixer des prix trop bas ou de subventionner leurs produits. Les IFI, dont les fonds sont levés sur les marchés financiers et qui sont tenues de couvrir leurs coûts et d'adopter un mode de gestion « commerciale », risquent moins d'établir des prix trop bas et, de fait, elles font souvent état de la réticence de leurs clients à payer des commissions. Mais lorsqu'il n'existe pas de marché actif ou que le marché est récent, la question plus générale de savoir ce qu'est une commission « calculée au prix du marché » reste posée.

### Sécurité, appui ou incitation ?

Apparemment, les banques souscrivent une assurance contre le risque politique de façon systématique, quelles que soient les circonstances, afin d'avoir une garantie supplémentaire et d'éviter les règles très lourdes des provisions en fonds propres. Si tel est le cas, les PRI leur apportent une *sécurité*. Parfois aussi, une société étrangère qui a examiné les possibilités d'investissement ou d'exploitation d'une entreprise peut en déduire que le point faible réside dans le risque réglementaire. La souscription de garanties contre les risques réglementaires fournit l'*appui* qui fait défaut, qui sera décisif pour la mise en œuvre du projet. Troisième situation, celle où la garantie partielle contre le risque de crédit permet de hisser la cote de crédit de l'emprunteur au-dessus d'un seuil critique, lui ouvrant ainsi l'accès au marché. La garantie permet alors d'abaisser le coût de l'emprunt ou d'allonger suffisamment l'échéance des titres pour créer une nouvelle classe d'actifs et permettre au marché local des capitaux de se développer. Cette garantie agit comme une *incitation*.

Certaines garanties sont manifestement superflues, en ce sens que l'activité qu'elles couvrent se poursuivrait même si elles n'existaient pas. D'autres sont porteuses d'innovations sur les marchés des capitaux, qui ne seront jamais plus les mêmes ensuite, ou donnent aux emprunteurs une qualité qui leur interdit de revenir en arrière. La principale raison d'être de la participation des organismes de développement à des activités pour lesquelles il existe déjà un marché privé est nécessairement le souci de changer le cours des choses. Il est tout à fait justifié d'effectuer des études d'évaluation pour des projets établis qui impliquent l'utilisation d'une garantie afin d'examiner les demandes d'indemnisation de leurs promoteurs. Ces études fourniront des éléments d'appréciation sur les circonstances dans lesquelles les garanties débouchent sur des innovations financières permanentes (*durables*) au lieu de n'avoir qu'un effet ponctuel.

En admettant que toutes les garanties visent à réduire le risque, une distinction peut être établie entre celles qui fournissent aux participants une protection contre les forces et les disciplines du marché et celles qui les exposent à ces forces et disciplines. Une couverture du risque de crédit à 100 pour cent, bien qu'elle ait un prix, amènera probablement le bailleur de fonds à relâcher les efforts qu'il fait normalement pour examiner la situation et les perspectives d'évolution de l'emprunteur. En revanche, une garantie qui améliore la qualité de la signature de l'emprunteur au point de lui permettre de prendre pied pour la première fois sur le marché local l'expose de façon salutaire aux forces du marché. L'intervention d'organismes extérieurs sur le marché financier local peut déclencher un « vent de réformes » tonifiant, au grand désagrément du cartel bancaire en place.

## Du pouvoir des agences de notation

Tous ceux qui connaissent le fonctionnement des marchés financiers n'auront aucun besoin qu'on leur rappelle tout le pouvoir, l'influence et la responsabilité que peuvent avoir les agences internationales de notation, dont les « les trois grandes » que sont Standard et Poor's, Moody's et Fitch offrent une parfaite illustration. Ces agences portent régulièrement des jugements sur la situation financière et les perspectives d'évolution des administrations centrales, des collectivités locales et d'autres institutions non souveraines, ainsi

que des banques et des sociétés de toute sorte. Les déclassements ou les relèvements des notes de crédit peuvent se traduire par une réduction ou une augmentation substantielle du coût de l'emprunt, ou faire la différence entre la capacité et l'incapacité de lever des fonds. Le seuil crucial est le label *investment grade*, qui repose sur des critères différents selon qu'il s'agit de financements locaux ou étrangers. Les institutions qui ont une note de crédit inférieure à cet *investment grade* ne pourront exploiter tout un ensemble de réserves d'épargne, tels que les fonds de pension, ou devront emprunter à des coûts excessifs (par exemple en émettant des *junk bonds*, obligations à haut risque).

C'est normalement sur la cote de solvabilité de l'emprunteur ou de l'entreprise qui investit que l'effet de la garantie est le plus tangible, du fait qu'elle permet de relever leur notation de plusieurs crans sur l'échelle utilisée par l'agence concernée. La société, la banque ou l'entité considérée pourront ainsi lever des fonds à des conditions plus favorables.

De toute évidence, les agences de notation ont une énorme influence sur le financement du développement et, pourtant, leur fonctionnement demeure mal compris par la communauté du développement. Quelles sont les méthodes utilisées pour évaluer la solvabilité ? En quoi diffèrent les « trois grandes » ? Les agences de notation tentent-elles d'anticiper mutuellement les résultats de leur évaluation financière ? D'autres institutions financières devraient-elles effectuer leur propre évaluation indépendante (à l'instar de certaines IFI) ?

## Instruments de distorsion ou de correction ?

Les garanties introduisent des distorsions, souvent très importantes, sur les marchés et peuvent par exemple doubler la durée des prêts ou réduire de moitié les taux d'intérêt appliqués par rapport au scénario qui prévalait « avant le projet ». Pour leur défense, on peut dire qu'elles corrigent les distorsions existantes, telles que celles qui accompagnent la *répression financière* et le dysfonctionnement des systèmes bancaires qu'entraînent les interventions de l'État. Elles peuvent aussi compenser l'incapacité des marchés à évaluer des externalités importantes comme les bienfaits pour l'environnement et la santé publique (à l'image de ceux que procurent les investissements dans les secteurs de l'eau et de l'assainissement).

Le fait de qualifier un effet de « distorsion » implique qu'il existe une sorte d'état idéal qui servirait de référence pour l'action. Ni l'expérience acquise jusqu'à présent ni les ouvrages qui traitent du financement du développement

ne concluent sans équivoque à l'existence d'un tel état. Le paradigme de la répression financière est considéré par beaucoup comme un guide simplifié à l'extrême, même s'il n'est pas nécessairement sans valeur, pour la réforme des marchés de capitaux. Le pragmatisme présente de grands avantages en ce qu'il conduit à corriger ce qui est manifestement inefficace et à se méfier des projets ambitieux (le mieux est parfois l'ennemi du bien). Les garanties sont un instrument utile de la trousse à outils du décideur pragmatique.

## De l'intérêt des garanties pour les pays pauvres

Les garanties sont potentiellement utiles pour tous les pays, quel que soit leur stade de développement, dès lors que le risque est un obstacle à l'octroi d'un prêt ou à la réalisation d'un investissement. Les principaux types de garanties – contre le risque politique, les risques réglementaires et contractuels et le risque de crédit – ont des schémas de distribution différents, ce qui n'est guère surprenant puisqu'elles ont des objectifs distincts. Le recours aux garanties est fonction à la fois des déterminants de l'offre et des déterminants de la demande, mais la demande a probablement plus d'importance. Les souscriptions dépendent des flux de capitaux internationaux et des investissements directs, lesquels s'orientent pour l'essentiel vers les pays à revenu intermédiaire de la tranche inférieure et de la tranche supérieure, pour reprendre la terminologie de la Banque mondiale. Elles sont aussi liées aux concentrations des projets PSP, qui affichent la même préférence régionale.

Les programmes de garanties élaborés par les organismes bilatéraux sont conçus pour contrebalancer ces biais en ce sens qu'ils concentrent leur action sur les possibilités offertes dans les pays à faible revenu et le développement des marchés locaux des capitaux. Certains projets des IFI auront un effet similaire, dans la mesure où ils visent à développer les transactions en monnaie nationale entre des parties dont la cote de solvabilité laisse à désirer.

## Garanties en monnaie nationale – la solution d'avenir ?

La promotion des sources de financement locales est une solution évidente et pratique pour parer au risque de dévaluation, qui est sans doute à lui seul l'obstacle le plus important aux prêts internationaux et aux investissements sous forme de prise de participation dans les marchés des pays émergents et

des pays pauvres. Outre que cette stratégie permet de sécuriser le financement des projets, elle aide les marchés locaux des capitaux à se développer et à se diversifier. L'épargne locale, qui peut être très abondante dans de nombreux marchés émergents, sera exploitée pour les investissements locaux au lieu d'aller se placer à l'étranger, dans des obligations d'État ou des transactions spéculatives sur l'immobilier. La condition préalable à remplir pour attirer dans des placements locaux les fonds de pension et d'autres dépôts d'épargne est de pouvoir proposer des papiers de qualité *investment grade*. Les garanties et d'autres formes d'amélioration du crédit peuvent aider les emprunteurs locaux et les émetteurs d'obligations à passer le seuil de notation critique.

Tant les IFI que les organismes bailleurs de fonds ont commencé à offrir des garanties en monnaie nationale. À certains égards, les organismes bilatéraux disposent d'un avantage comparatif par rapport aux IFI dans ce domaine, puisqu'ils peuvent considérer l'érosion de leur fonds d'un œil différent de celui des IFI, qui sont tenues par un mandat d'une autre nature. C'est aussi ce qui permet aux organismes bilatéraux de commercialiser leurs produits dans les pays les plus pauvres, ainsi que nous l'avons noté.

Dans plusieurs marchés émergents, les organismes internationaux ont été amenés à offrir des garanties pour combler le vide créé par la suspension des garanties fournies par les États – ou par les contraintes rigoureuses qui leur sont appliquées. C'est souvent la conséquence logique d'une politique de décentralisation des responsabilités en faveur des services publics, y compris au plan financier. Mais c'est aussi la conséquence des problèmes macroéconomiques liés à l'endettement, qui contraignent les administrations centrales à restreindre leurs engagements conditionnels. Dans ce cas, les garanties internationales se substituent aux garanties qu'offraient les États. L'additionnalité peut poser un problème et, si tel est le cas, la valeur ajoutée de la garantie internationale doit être établie.

## Effet de levier

C'est lorsqu'elles ont une action catalytique, qu'elles fournissent l'ingrédient final indispensable pour produire une réaction cruciale que les garanties sont les plus utiles. Nous avons identifié ici des cas où elles ont été à l'origine d'innovations sur les marchés des capitaux, qui ont entraîné une réaction en chaîne de la part des institutions en place. Pour déceler ce genre de situations potentielles proches du point critique, il faut exercer un jugement

averti – mais il faut aussi que les organismes concernés fassent preuve d'un peu d'imagination. Ainsi, les pays ou institutions qui sont au seuil de la solvabilité ou tout juste en deçà seront probablement des candidats prometteurs pour les garanties.

Pour que les garanties soient efficaces et qu'elles produisent un effet durable, d'autres conditions doivent être réunies – dont un environnement porteur pour maximiser les avantages potentiels des garanties. Autrement dit, et la liste est familière, il faut : un système juridique solide, un dispositif permettant de faire appliquer la loi, un système bancaire solvable, une administration intègre, une situation macro-économique stable, une autonomie suffisante pour les institutions non souveraines, l'appui et l'intérêt des milieux politiques, la transparence des transactions financières, la présence d'agences de notation, etc.

*Pour conclure sur un cliché, les garanties ne peuvent pas aller à contre-courant – elles sont condamnées à suivre le mouvement.*

## Notes

1. L'étude analyse aussi le risque de change, mais conclut que l'assurance contre ce type de risque n'est pas une proposition réaliste, bien qu'une solution soit actuellement testée à titre expérimental.
2. Dans le cadre des règles actuelles, les paiements initiaux pour mettre sur pied des mécanismes de garanties et les règlements à effectuer lorsque les garanties sont appelées peuvent être notifiés en tant qu'APD.

## Bibliographie

- ARESTIS, P., M. NISSANKE ET H. STEIN (2004), *Finance and Development: Institutional and Policy Alternatives to Financial Liberalisation Theory*, Working Paper No 377, Levy Economics Institute, université de Leeds.
- BAKER, M.-S. (2001), "An Alternative Approach to Financing Water Projects", exposé devant l'atelier "Advanced Environmental Law Workshop", New York State Bar Association, Paris, 7 septembre.
- BANQUE MONDIALE (2001), *Finance and Growth: Policy Choices in a Volatile World*, Oxford University Press/Banque mondiale, Washington, D.C.
- BANQUE MONDIALE/PPIAF (2003a), *Private Participation in Infrastructure: Trends in Developing Countries in 1990-2001*, Washington, D.C.
- BANQUE MONDIALE/PPIAF (2003b), *Private Solutions for Infrastructure in Mexico*, Washington, D.C.
- BHATIA, R. ET R.P.S. MALIK (2000), "Ensuring Water Security in India: Assessment of Investment Needs for 2025", document non publié, Resources and Environment Group, New Delhi, février.
- BLORE, I., N. DEVAS ET R. SLATER (2004), *Municipalities and Finance: a Sourcebook for Capacity Building*, Earthscan pour le DfID, Londres.
- CAPRIO, G. JR. ET A. DEMIRGUC-KUNT (1997), *The Role of Long-term Finance: Theory and Evidence*, Policy Research Department, Banque mondiale, Washington, D.C.
- COMITÉ D'AIDE AU DÉVELOPPEMENT (DAC/OCDE) (2004), *Recording of Guarantees in DAC Statistics. Note de la délégation et observations du Secrétariat*, Groupe de travail des statistiques, 28 mai. DCD/DAC/Stat/A(2004)1/RD5. OCDE, Paris
- CORDELLA, T. (2004), "Moral Hazard versus Real Hazard", *IMF Research Bulletin*, mars.
- DAUMONT, R., F. LE GALL ET F. LEROUX (2004), *Banking in Sub-Saharan Africa: What Went Wrong?* IMF Working Paper WP/04/55, FMI, Washington, D.C.
- DELMON, J. (2004), *Efficient Risk Allocation and Project Financing*, thèse non publiée, Kings College, Londres, août.

- DIRECTION DES ÉCHANGES DE L'OCDE (2004), *Arrangement sur les Crédits à l'exportation bénéficiant d'un soutien public*. TD/PG(2004)12, OCDE, Paris.
- EVANS, B., G. HUTTON ET L. HALLER (2004), *Closing the Sanitation Gap - the Case for Better Public Funding of Sanitation and Hygiene*, document produit pour la table ronde de l'OCDE sur le développement durable, Paris, mars.
- GROUPE DE LA BANQUE MONDIALE (2002), "Risk Mitigation Instruments", exposé au 2e European Congress on Participation in Global Infrastructure, Francfort, janvier.
- HADDON, J. (2004), "Emerging Markets Infrastructure: a Partial Solution", *Project Finance and Infrastructure Finance*, avril.
- HALL, D. (2003), *Financing Water for the World – an Alternative to Guaranteed Profits*, document présenté au troisième Forum mondial sur l'eau, Kyoto.
- HARRIS, C. (2003), *Private Participation in Infrastructure in Developing Countries: Trends, Impacts and Policy Lessons*, Working Paper No. 5, Banque mondiale, Washington, D.C.
- HELFER, R.-T. (1999), "What Deposit Insurance Can and Cannot Do", *Finance and Development*, vol. 36, no. 1, mars.
- HONOHAN, P. (2003), *Financial Development, Growth and Poverty: How Close are the Links?* Development Research Group, Banque mondiale, Washington, D.C.
- JORDAN, M. (2004), "Assessment of the Availability of Political Risk Insurance for Infrastructure Investments", rapport non publié pour le Groupe de développement des infrastructures privées (PIDG), mai.
- JURAJDA, S. ET J. MITCHELL (2003), "Markets and Growth", in McMahon et Squire (2003).
- KEYNES, J.-M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Macmillan pour la version anglaise (réédition de 1957) et Payot pour la version française.
- KOTECHA, M. (2004), "Increasing Multilateral Development Bank Leverage for Guarantees", exposé lors d'une réunion de l'Initiative pour le financement du développement du Forum économique mondial, en partenariat avec le département des affaires économiques et sociales des Nations unies, São Paulo, octobre.
- KRUEGER, A.-O. (1974), "The Political Economy of the Rent-seeking Society", *The American Economic Review*, Vol. 64, No. 3, juin.
- LANE, T. ET S. PHILLIPS (2001), « Financement du FMI et aléa moral », *Finance & développement*, Vol. 38, No. 2, juin.
- LITTLE, I.M.D. (1982), *Economic Development: Theory, Policy and International Relations*, Twentieth Century Fund, New York.
- MAGNUSSON, T. (1999), *Sovereign Financial Guarantees*, rapport préparé pour l'atelier de la CNUCED, Tbilissi, avril.

- MATSUKAWA, T. J. WRIGHT ET R. SHEPPARD (2003), *Foreign Exchange Risk Mitigation for Power and Water Projects in Developing Countries*, Banque mondiale, décembre.
- MCMAHON, G. ET L. SQUIRE (2003), *Explaining Growth: a Global Research Project*, collection International Economic Association, Palgrave Macmillan, Basingstoke.
- OCDE/BANQUE MONDIALE (2003), "Private Sector Participation in Municipal Water Services in Central and Eastern Europe and Central Asia: Facing a Crisis of Confidence in Private Sector Participation in the Water Sector: Measures to Overcome Obstacles to More Effective PSP", *PSP*, actes de la conférence, Vienne, 2-3 juillet et rapport, octobre.
- PANAYOTOU, T. (1993), *Green Markets: the Economics of Sustainable Development*, International Center for Economic Growth/Harvard Institute for International Development, Cambridge, Mass.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS SECURITIES LLC (2003), *Comparative Review of IFI Risk Mitigation Instruments and Direct Sub-sovereign Lending*, rapport final soumis à la Banque mondiale, novembre.
- RAJAN, R. (2004), « Supposer l'anarchie ? Pourquoi un modèle orthodoxe n'est peut-être pas le meilleur guide de la politique économique », *Finances & développement*, Vol. 41, No. 3, septembre.
- REISEN, H. (2004), *Financer les Objectifs du Millénaire pour le développement : nouvelles approches*, Cahier de politique économique, n° 24, Centre de développement, OCDE, Paris.
- ROGOFF, K.-S. (2002), « Le FMI et l'aléa moral : à question délicate, réponse nuancée ? », *Finances & développement*, Vol. 39, No. 3, septembre.
- SFI (1996), *Financing Private Infrastructure: Lessons of Experience*, Washington, D.C.
- SFI (1999), *Project Finance in Developing Countries: Lessons of Experience*, Washington, D.C.
- SFI (publication périodique ; sans date), *IFC Syndications*, Washington, D.C.
- SMETS, H. (2003), *The Cost of Meeting the Johannesburg Targets for Drinking Water*. Académie française de l'eau, octobre.
- UL HAQUE, N. (2002), *Developing of Financial Markets in Developing Economies*, allocution prononcée à la conférence sur la réforme financière, Colombo (Sri Lanka), 18 mars.
- VIVES, A. (1999), "Pension Funds in Infrastructure Project Finance: Regulations and Instrument Design", *Journal of Project Finance*, été.
- WINPENNY, J. (2003), *Financer l'eau pour tous*, rapport du Panel mondial sur le financement des infrastructures de l'eau présidé par Michel Camdessus, Partenariat mondial pour l'eau, Stockholm.
- WINPENNY, J.-T. (1972), *Manufactured Exports and Government Policy: Brazil's Experience Since 1939*, Latin American Publications Fund, Londres.

LES ÉDITIONS DE L'OCDE, 2, rue André-Pascal, 75775 PARIS CEDEX 16  
IMPRIMÉ EN FRANCE  
(41 2005 02 2 P) ISBN 92-64-01332-6 - n° 54308 2005

# Études du Centre de développement

## Garantir le développement ?

### L'IMPACT DES GARANTIES FINANCIÈRES

Cet ouvrage évalue la pertinence et l'utilité des garanties accordées aux acteurs publics et privés de pays en développement, en particulier pour le financement de projets de développement.

L'existence d'une garantie émanant d'un organisme multilatéral ou bilatéral peut favoriser un accroissement des flux financiers ou inciter les capitaux à aller se placer là où ils n'auraient peut-être pas été autrement. Par ce biais, les garanties peuvent contribuer à améliorer la cote d'un pays, sans compter leur effet direct immédiat sur les conditions locales de développement. En prime, comme le montre cette étude, les garanties en faveur du développement peuvent contribuer à stimuler et stabiliser les marchés locaux des capitaux, avec les avantages ultérieurs qui en résultent pour les investisseurs, publics et privés.

*« Ce livre apporte à point nommé un éclairage aussi urgent que nécessaire sur une des clés essentielles, bien qu'assez mal appréhendée, du progrès économique dans les pays en développement. J'en félicite profondément l'auteur. »*

Michel Camdessus, gouverneur honoraire de la Banque de France, ancien directeur général du Fonds monétaire international.

Le texte complet de cet ouvrage est disponible en ligne aux adresses suivantes :

<http://www.sourceocde.org/developpement/9264013326>

<http://www.sourceocde.org/economiesemergentes/9264013326>

<http://www.sourceocde.org/finance/9264013326>

Les utilisateurs ayant accès à tous les ouvrages en ligne de l'OCDE peuvent également y accéder via :

<http://www.sourceocde.org/9264013326>

SourceOCDE est une bibliothèque en ligne qui a reçu plusieurs récompenses. Elle contient les livres, périodiques et bases de données statistiques de l'OCDE. Pour plus d'informations sur ce service ou pour obtenir un accès temporaire gratuit, veuillez contacter votre bibliothécaire ou [SourceOECD@oecd.org](mailto:SourceOECD@oecd.org).

Cet ouvrage est édité sous les auspices du Centre de Développement de l'OCDE. Le Centre est un lieu d'analyse comparative du développement et de dialogue sur les politiques. Son site Internet peut être consulté à :

[www.oecd.org/dev](http://www.oecd.org/dev)



ISBN 92-64-01332-6  
41 2005 02 2 P

[www.oecd.org](http://www.oecd.org)

