



Suhas Ketkar est chercheur à International Research and Strategy Associates LLC et consultant à la Royal Bank of Scotland Financial Markets.



Dilip Ratha est économiste senior dans le Groupe de la politique et des perspectives économiques de la Banque mondiale.

Titrisation de créances futures

Un bon outil pour les pays en développement

Lors des crises financières, les pays en développement ne peuvent obtenir des prêts à long terme et à taux peu élevé. La titrisation de créances futures peut aider leurs entités les plus solides, publiques ou privées, à recevoir une meilleure notation que le pays d'origine et à lever des fonds sur les marchés internationaux de capitaux.

Suhas Ketkar et Dilip Ratha

DEPUIS LA DÉVALUATION du peso mexicain en 1994, les crises financières se sont succédé sur les marchés émergents, portant un coup sévère à la confiance des investisseurs. Trois ans après la crise asiatique, les entrées de capitaux dans les pays émergents continuent de stagner et le coût des emprunts reste élevé. Les notations données par les grandes agences internationales aux principaux marchés émergents sont plus basses qu'en 1997 et, à court terme, les perspectives d'investissements de portefeuille privés dans ces pays demeurent maussades.

Dans ces conditions, et compte tenu des limites de l'aide publique d'urgence, les pays en développement doivent trouver de nouveaux moyens de mobiliser des financements extérieurs. L'émission de titres négociables sur le marché adossés à des garanties publiques partielles ou à des créances futures en devises fortes peut aider les entités qui y recourent à obtenir de meilleures conditions que leur pays d'origine et à avoir accès à des financements moins onéreux. Elle peut aussi prévenir les vastes mouvements de panique que risque d'entraîner l'assèchement brutal des réserves en devises d'un pays.

Limitation du risque

La titrisation est une innovation financière relativement récente : les premières opérations ont eu lieu aux États-Unis dans les années 70 et consistaient à mettre en commun et à restructurer les créances hypothécaires en vue de leur vente comme titres négociables par les prêteurs. Depuis, la titrisation a gagné en complexité et couvre désormais une large gamme

d'actifs. Dans les pays en développement, et surtout en Amérique latine, certains emprunteurs ont levé des fonds en titrisant des créances futures en devises fortes.

Dans une opération type de titrisation de créances futures, l'emprunteur (le cédant) d'un pays en développement vend des créances futures directement ou indirectement à une entité offshore spécialement créée (véhicule de titrisation spécifique, VTS) qui émet un titre de créance. Les clients internationaux (débiteurs) reçoivent l'instruction de payer les marchandises importées du cédant directement sur un compte de recouvrement offshore géré par un mandataire. L'agent chargé du recouvrement assure le paiement du principal et des intérêts aux prêteurs et, le cas échéant, les fonds restants sont reversés au cédant (voir diagramme).

Les risques souverains de transfert et de convertibilité sont atténués, car le cédant obtient des clients désignés l'engagement contraignant d'effectuer les paiements correspondants au mandataire offshore; le risque de faillite diminue aussi, puisque les VTS n'ont en général pas d'autres créanciers et ne peuvent donc pas faire faillite. Cela dit, le risque d'une faillite du cédant lui-même demeure. Mais les prêteurs peuvent atténuer ce risque en favorisant les cédants dont les créances en monnaie nationale sont bien notées et qui sont en mesure de monter et livrer des produits qui généreront les créances futures. Les agences de notation du risque ont fini par accepter le principe qu'une entité peut continuer de générer ces créances futures même si elle est en défaut de paiement. Les critères utilisés depuis peu pour évaluer les «difficultés» (Fitch IBCA)

Tableau 1

Classement des transactions adossées à des créances futures, par ordre de sécurité décroissant

- Créances sur les exportations de pétrole brut
- Créances sur les billets d'avion, notes de téléphone, cartes de crédit, transferts de fonds (électroniques)
- Créances sur les redevances et exportations de gaz et de pétrole
- Transferts de fonds (support papier)
- Créances sur les recettes fiscales

Sources : services de notation de Standard and Poor's; Fitch IBCA, Duff & Phelps.

ou «chances de survie» (Standard and Poor's) ont permis ainsi de donner à certaines banques, par exemple, une meilleure notation pour des transactions adossées à des actifs que pour leurs créances en monnaie locale. Si la titrisation a peu de chances d'être utile aux emprunteurs mal notés des pays en développement, elle peut aider ceux qui émettent des titres de créance de bonne qualité (*investment-grade*) en monnaie locale à obtenir de meilleures conditions que leur pays d'origine pour la dette extérieure à long terme.

Pendant, certains éléments du risque souverain ne peuvent être totalement supprimés. L'État concerné peut obliger le cédant à revendre ses produits sur le marché intérieur plutôt qu'à l'exportation, par exemple. Le risque est en général plus grand pour les produits de base tels que les denrées agricoles (dont la demande intérieure est importante) que pour le pétrole brut, qui ne peut être vendu qu'à un nombre restreint d'acheteurs. Le risque de détournement des produits est faible aussi pour les cartes de crédit en raison du petit nombre d'émetteurs.

Si l'on ne peut abolir totalement le risque de marché lié à la volatilité des prix et des volumes, qui occasionne une fluctuation des trésoreries, il est possible de l'atténuer par un surdimensionnement des couvertures ou garanties. D'ordinaire, ce risque est plus facile à contrôler pour des produits

de base (pétrole, gaz, métaux, minéraux), dont la demande émane de sources très diverses, que pour les produits «sur mesure», à moins que l'exécution des contrats à long terme y afférents soit assurée.

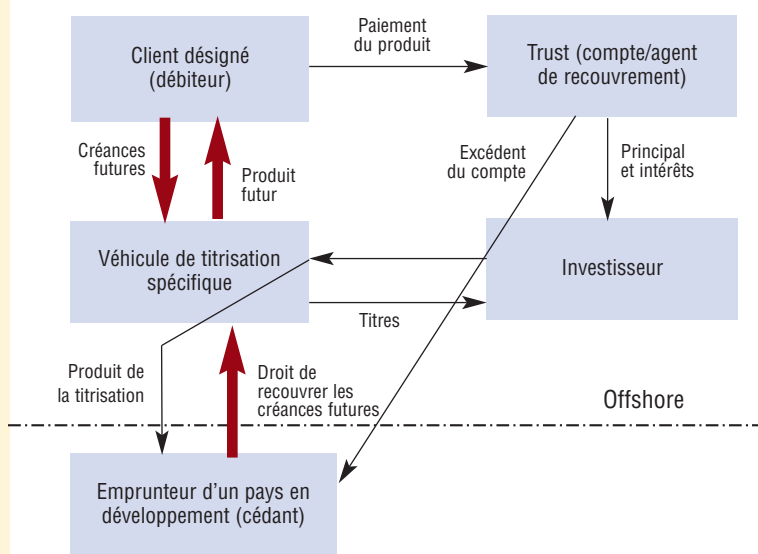
L'évaluation des résultats, des produits et du risque souverain par les agences de notation permet de classer les transactions adossées à des créances futures par ordre de sécurité décroissant (tableau 1). Toutefois, même les créances futures les moins sûres peuvent être titrisées : plusieurs provinces d'Argentine l'ont fait pour le produit de l'impôt à recevoir dans le cadre du partage des taxes fédérales. Bien sûr, plus ces créances futures sont mal classées et plus il faut de garanties pour améliorer leur classement. Les compagnies d'assurances jouent un rôle grandissant dans les transactions financières structurées en offrant une garantie totale, comme vient de le faire MBIA pour une opération de titrisation lancée par la Pemex, société publique gazière et pétrolière mexicaine. L'Agence multilatérale de garantie des investissements (AMGI) du Groupe de la Banque mondiale a assuré plusieurs transactions adossées à des créances futures contre le risque politique.

Dans les pays en développement, la structure novatrice de ces transactions a permis à nombre d'emprunteurs de bonne qualité d'obtenir des financements à des taux d'intérêt bien moins élevés que leur pays d'origine. Fin 1998, Pemex Finance Ltd. a émis des titres adossés aux exportations de pétrole qui ont été notés BBB par Standard and Poor's, soit trois rangs au-dessus de la dette souveraine du Mexique et de la dette non garantie de la Pemex elle-même. La titrisation a permis à la Pemex d'économiser entre 50 et 337,5 points de base sur ce qu'elle aurait dû payer sur sa dette de premier rang. Après la crise mexicaine de 1994-95, la compagnie pétrolière argentine YPF (privatisée depuis) a levé 400 millions de dollars — avec un taux inférieur de 200 points de base à celui offert à l'État argentin — en titrisant des créances futures à l'exportation.

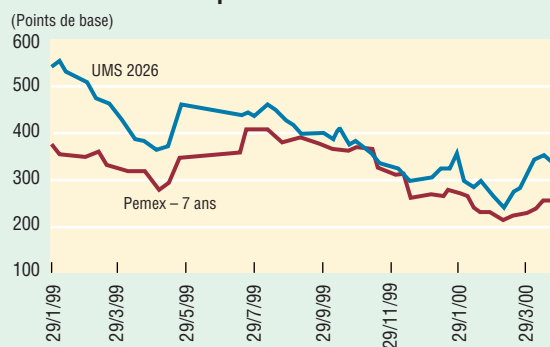
La titrisation permet aussi aux émetteurs des pays en développement d'allonger l'échéance de leur dette, de mieux gérer le risque, d'améliorer les ratios financiers et de toucher un éventail plus large d'investisseurs, tels que les compagnies d'assurances dont la possibilité d'achat de créances de faible qualité est limitée. Qui plus est, en créant des historiques de risque pour les emprunteurs, les opérations de titrisation donnent à ces derniers de meilleures chances d'accéder aux marchés de capitaux et de réduire le coût de leurs emprunts.

La plupart de ces incitations concernent aussi bien les entités publiques que privées. Durant les crises, toutefois, les secondes hésitent en général à s'endetter encore et l'on peut penser que seules les entités publiques auront recours aux transactions sur créances futures pour mobiliser des fonds. Vu le temps nécessaire pour monter de telles opérations, les entités publiques doivent en garder en réserve et s'assurer que les investisseurs y participent en période faste afin que de tels actifs restent disponibles en temps de crise.

Structure type d'une opération de titrisation de créances futures



Graphique 1
Écart entre les obligations Pemex à 7 sept ans et UMS 2026



Sources : J.P. Morgan; Bloomberg.

(Points de base)	Pemex - 7 ans	UMS 2026
Moyenne	309	372
Intervalle de variation	205	324
Écart-type	63	79

Pour l'investisseur, l'attrait de ce type d'actifs est double : ils sont notés *investment-grade* et affichent de brillants résultats quelle que soit la conjoncture. Si l'on manque d'informations quant aux prix et écarts sur le marché secondaire des créances titrisées, qui reste peu actif, les quelques données disponibles et le sentiment des opérateurs laissent penser que les prix et écarts des titres adossés à des créances futures sont moins volatils que ceux des créances non garanties des pays en développement. Comme le montrent le graphique 1 et le tableau qui l'accompagne, les écarts sont moins volatils sur la dette garantie à sept ans de la Pemex que sur les obligations d'État mexicaines venant à échéance en 2026 (UMS 2026).

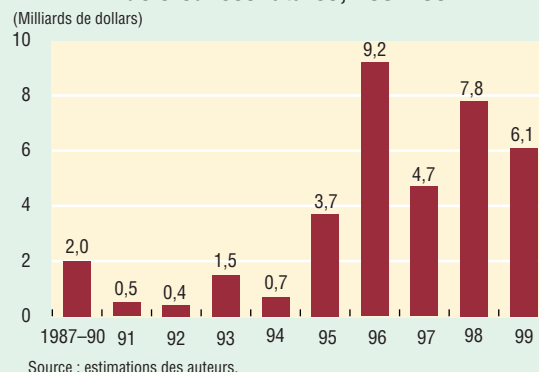
En dépit de crises de liquidité et de solvabilité répétées, il n'y a pas eu de défaut de paiement sur les créances futures titrisées émises par des entités des pays en développement et faisant l'objet d'une notation. Ces actifs ont résisté à la crise du peso mexicain en 1994-95, à la crise de liquidité asiatique en 1997-98 et aux défauts de paiement de la Russie et de l'Équateur en 1998 et 1999, respectivement. Les créances futures titrisées de la compagnie de téléphone pakistanaise PTCL offrent un exemple intéressant, car elles ont continué à bien se comporter dans un contexte de défaut sélectif sur la dette souveraine.

Aussi encourageante que soit cette absence de défaillances, il faut bien voir que ce type d'actifs n'a pas encore été mis réellement à l'épreuve, car il ne représente qu'une toute petite fraction des créances totales. Le faible volume des émissions explique que l'engagement de créances futures n'ait pas encore pesé sur le coût ou la notation des titres de créance non garantis. Il existe à l'évidence, toutefois, une limite quant au montant des exportations futures susceptibles d'être ainsi gagées.

Caractéristiques des transactions sur créances titrisées

La titrisation de créances futures est un phénomène assez récent dans les pays en développement. La première transaction importante de ce type date de 1987, lorsque la compagnie mexicaine Telmex, alors propriété de l'État, a titrisé les recettes

Graphique 2
Volume des opérations de titrisation de créances futures, 1987-99



Source : estimations des auteurs.

futures du téléphone. Fin 1999, les trois principales agences de notation (Fitch IBCA, Duff & Phelps; Moody's; Standard and Poor's) avaient classé plus de 150 titrisations de créances futures — pour un principal supérieur à 36 milliards de dollars — dans les pays en développement. Les émissions de titres adossés à des créances futures ont augmenté, surtout depuis la crise mexicaine de 1994-95 (graphique 2).

Les émetteurs latino-américains dominent ce marché. À lui seul, le Mexique représente plus de la moitié (en dollars nominaux) des opérations de titrisation de créances futures, contre un total de 34 % pour l'Argentine, le Brésil et le Venezuela.

Bien que près de la moitié des transactions (mesurées en dollars) sur des créances futures soit adossée au produit d'exportations futures de gaz et de pétrole, la majorité de ces opérations ne repose pas sur le pétrole (tableau 2). Ce type d'actifs a montré qu'il se prête aux émissions les plus novatrices, puisque les titrisations récentes ont porté sur les recettes des cartes de crédit et du téléphone, les transferts de fonds des expatriés, les impôts et les exportations attendues de nouveaux projets d'investissement.

Potentiel et contraintes

Les exportations de combustibles et de minéraux des pays à revenu faible ou intermédiaire totalisaient respectivement 196 et 63 milliards de dollars en 1998. Dans l'hypothèse modérée d'un ratio de surnantissement de 5 pour 1 (1 dollar de créances garanti par 5 dollars de recettes futures), le volume des titres adossés aux futures recettes d'exportation de combustibles et minéraux pourrait atteindre 52 milliards de dollars par an (tableau 3) sur la base des chiffres de 1998; si l'on y ajoute la

Tableau 2
Titrisation de créances futures par secteur, 1987-99

	Émissions (millions de dollars)	% des émissions totales	Nombre d'opérations	% du nombre d'émissions
Exportations de pétrole, gaz	16.362	45	25	17
Exportations non pétrolières	7.537	21	40	27
Cartes de crédit	4.314	12	37	25
Nouveaux projets	2.467	7	6	4
Recettes du téléphone	2.519	7	15	10
Transferts de fonds	1.731	5	14	9
Autres créances	1.443	4	11	7
Total	36.372	100	148	100

Sources : Fitch IBCA, Duff & Phelps; Moody's; Standard and Poor's.

Tableau 3
Potentiel de titrisation par région
 (Sur la base des chiffres des exportations et des transferts
 de fonds de 1998; milliards de dollars)

	Combustibles	Minéraux	Transferts de fonds	Total
Asie de l'Est	5,3	2,1	0,1	7,5
Europe et Asie centrale	9,8	4,6	0,7	15,1
Amérique latine et Caraïbes	7,5	5,2	1,3	14,0
Moyen-Orient et Afrique du Nord	16,5	0,4	1,0	17,9
Asie du Sud	0,1	0,2	1,4	1,7
Afrique subsaharienne	0,2	0,2
Total (pays à revenu faible ou intermédiaire)	39,2	12,6	4,8	56,4

Source : Les calculs des auteurs reposent sur un ratio de surinvestissement de 5 pour 1. Les chiffres des exportations sont extraits des *Indicateurs du développement mondial* de la Banque mondiale, et ceux des transferts de fonds sont issus de l'Annuaire de statistiques de balance des paiements du FMI (1999).

Note : ... indique que les données ne sont pas disponibles. Les régions sont celles définies dans *Global Development Finance*, publication annuelle de la Banque mondiale.

titrisation des transferts des travailleurs expatriés, ce total passe à 56 milliards de dollars (et la prise en compte des recettes des cartes de crédit et du téléphone, qui ne figurent pas dans le tableau, ajouterait encore 8 milliards de dollars).

Le potentiel estimé de la titrisation des créances futures des pays en développement d'Amérique latine, et surtout d'Europe de l'Est et d'Asie centrale, semble supérieur à ce qu'indiquent les émissions actuelles. Le Moyen-Orient a des créances futures considérables sur les exportations pétrolières. Quant à l'Asie du Sud, son potentiel de titrisation repose sur les transferts de fonds des travailleurs expatriés, les recettes des cartes de crédit et du téléphone.

Plusieurs contraintes s'opposent toutefois à la concrétisation de ce potentiel. L'un des principaux obstacles à l'essor de la titrisation des créances futures des pays en développement est leur manque de bonnes garanties. Pour diverses raisons, le pétrole peut remplir ce rôle, car 1) les réserves existantes sont assez bien connues, 2) les marchés mondiaux sont développés et assurent une grande liquidité à ces actifs et 3) les exportations pétrolières sont importantes pour les économies nationales et semblent donc plus à l'abri des ingérences gouvernementales. Parce qu'il ne peut être facilement réorienté vers des importateurs non couverts par l'opération de titrisation, le pétrole brut constitue sans doute une meilleure garantie que le pétrole raffiné.

Ce manque de bonnes garanties se reflète aussi dans l'absence d'émetteurs publics ou privés de grande qualité dans les pays en développement. Les opérations de titrisation sont souvent complexes et entraînent un coût et un temps de préparation considérables. L'absence de lois claires sur la procédure de faillite complique encore, dans bien des cas, ces transactions. (Certains codes de la faillite — aux États-Unis, par exemple — ne permettent pas aux créanciers d'avoir accès aux flux de recettes futures une fois la procédure de faillite engagée, ce qui réduit la possibilité de titrisation de ce type de créances.) Parfois aussi, les décideurs économiques ne sont tout simplement pas familiers avec ce mécanisme. Beaucoup d'émetteurs ne peuvent (ou ne souhaitent) pas non plus diffuser régulièrement des informations détaillées. D'autres enfin craignent, à tort peut-être, que la titrisation d'obligations adossées à des créances futures ne nuise à leur réputation.

Questions posées

La titrisation de créances futures risque-t-elle, en alourdissant la dette non rééchelonnable d'un émetteur ou d'un pays, de

détériorer la notation de ce dernier? Si la question est légitime, il ne semble pas que les émissions aient atteint ce seuil critique. Les agences de notation n'ont pas abaissé la notation de la dette souveraine du Mexique ou du Venezuela en réponse à l'essor des créances titrisées de ces pays. La dette titrisée du Mexique s'élève à 19,3 milliards de dollars (environ 16 % de sa dette totale), et celle du Venezuela à 6,1 milliards de dollars (environ 18 % de sa dette totale). Il semble donc que les créances titrisées puissent augmenter à hauteur de 15 % de la dette d'un pays en développement sans que la notation de sa dette souveraine en souffre. Quoi qu'il en soit, si l'on ajoute la dette titrisée à celle détenue par les autres créanciers privilégiés, la capacité du pays à en assurer le service risque d'être réduite.

Les pouvoirs publics peuvent néanmoins être attirés par ces actifs qui donnent accès aux marchés de capitaux en période de crise de liquidité. Comme elles sont notées *investment-grade*, les opérations de titrisation de créances futures attirent un éventail d'investisseurs beaucoup plus large que les transactions non garanties. Elles peuvent donc améliorer la liquidité du marché et réduire sa volatilité, ce qui les rend d'autant plus attrayants pour les investisseurs internationaux spécialisés dans d'autres actifs. Pour beaucoup de pays en développement, la titrisation de créances futures est au demeurant le seul moyen d'accéder aux marchés internationaux de capitaux.

Mais les externalités associées à ce type d'actifs offrent une autre incitation non moins importante pour les pouvoirs publics. En effet, la titrisation de créances futures suppose un examen bien plus poussé de l'environnement juridique et institutionnel — de l'existence et de l'application effective des droits de la propriété et de la faillite, en particulier — que dans le cas des transactions non garanties. Ces opérations peuvent donc se révéler d'une grande utilité en tant que source d'informations précieuses pour les investisseurs. De surcroît, la préparation de la titrisation de créances futures oblige souvent à réformer le cadre juridique et institutionnel pour faciliter l'essor du marché financier intérieur et encourager les placements internationaux, comme l'ont fait les bons Brady au début des années 90.

Les pouvoirs publics doivent s'appliquer à lever les contraintes qui s'opposent aux opérations de titrisation des recettes futures. Les émetteurs peuvent abaisser les coûts de transaction en adoptant une structure de *master trust* (VTS qui procède à la réémission des titres) pour profiter d'économies d'échelle. La création d'agences locales proposant des notations au plan national peut aussi diminuer les coûts de transaction, à condition d'harmoniser les notations locales et internationales. Le regroupement de recettes futures pourra aussi, parfois, être une solution. Certains segments de ce type d'actifs — tels que la titrisation de recettes pétrolières à venir — peuvent se prêter à une certaine normalisation, et la clarification du droit de la faillite ne peut que faciliter les opérations financières, y compris les titrisations. Une meilleure information des autorités et des émetteurs potentiels faciliterait, enfin, le développement de ces opérations. **F&D**

Cet article repose sur un rapport (non publié) de recherche rédigé par les auteurs et intitulé «*Development Financing During a Crisis: Future-Flow Securitization*» (Washington: World Bank, 2000).