



Se financer autrement

Lorsqu'ils ont du mal à se financer, les pays en développement emploient de nouveaux moyens de mobiliser des capitaux

Cuisine d'un restaurant du Vermont : les migrants sont des acheteurs potentiels de bons de la diaspora.

Suhas Ketkar et Dilip Ratha

L'ENCOURS de la dette à court terme des pays en développement est proche de 1.000 milliards de dollars. D'après la Banque mondiale, leur déficit de financement atteint entre 370 et 700 milliards de dollars. Vu la grave crise de confiance des marchés de la dette, ces pays auront beaucoup de mal à obtenir un financement privé avec les instruments financiers traditionnels. Il leur faut des méthodes novatrices, surtout pour les emprunteurs privés dans les pays en développement, dont le crédit est encore plus rationné que celui des emprunteurs publics.

Cette pénurie de capitaux menace la croissance à long terme et la création d'emplois dans beaucoup de pays en développement, dont l'accès au capital est limité même dans les meilleures circonstances. L'aide publique ne peut à elle seule combler les déficits de fonds à court ou à long terme. Il faudra des capitaux publics pour stimuler les flux privés; on devra adopter de nouvelles méthodes, en visant des investisseurs jusque-là non sollicités ou en utilisant des mécanismes de rehaussement du crédit pour les investisseurs actuels.

C'est plus facile à dire qu'à faire, surtout lorsque la crise financière s'aggrave. Mais c'est une innovation qui a permis de résoudre la crise de la dette des années 1980 : la création en 1989 des «obligations Brady», du nom du Secrétaire américain au Trésor de l'époque, Nicholas Brady, a transformé la dette bancaire de pays principalement d'Amérique latine en obligations négociables offertes à une large base d'investisseurs.

Les pays en développement pourraient emprunter à leurs expatriés, titriser leurs futurs revenus et émettre des bons indexés sur la croissance. D'après les premières estimations, les pays d'Afrique subsaharienne pourraient mobiliser 5–10 milliards de dollars en émettant des bons de la diaspora et 17 milliards de dollars en titrisant les futurs envois de fonds de leurs émigrés et autres futurs montants à recevoir.

Bons de la diaspora

Les États indien et israélien ont mobilisé quelque 40 milliards de dollars, souvent en pleine crise de liquidité, en sollicitant le concours de leur diaspora pour redresser leur balance des paiements et financer des projets d'infrastructure, de logement, de santé et d'éducation. L'émission de bons par la Development Corporation for Israel est un trait constant du programme annuel de financement extérieur, qui a mobilisé plus de 25 milliards de dollars depuis 1951. La State Bank of India n'a émis de bons de la diaspora qu'à trois reprises : en 1991, après la crise de la balance des paiements, en 1998, après les essais nucléaires indiens, et en 2000. Elle a mobilisé 11,3 milliards de dollars. Les investisseurs de la diaspora juive paient cher leurs bons, acceptant par patriotisme un rendement plus faible. Les Indiens à l'étranger ont acheté des bons de la SBI lorsque les sources de financement habituelles de l'Inde s'étaient pratiquement épuisées.

Deux raisons justifient le recours aux bons de la diaspora. Pour les pays, ils représentent une source stable et bon marché de financement extérieur, surtout en temps de difficultés financières. Pour les investisseurs, ils offrent l'occasion de faire preuve de patriotisme en aidant leur pays d'origine. En outre, la pire hypothèse est que l'émetteur de ces bons en assure le service en monnaie locale plutôt qu'en monnaie forte. Mais comme les investisseurs de la diaspora ont souvent des dettes dans leur pays d'origine, ils envisageront sans doute le risque de recevoir des paiements en monnaie locale avec moins d'appréhension que des investisseurs étrangers.

Parmi les pays qui accueillent de larges diasporas figurent les États-Unis (Philippines, Inde, Chine, Vietnam et Corée; El Salvador, République dominicaine, Jamaïque, Colombie, Guatemala et Haïti; et Pologne), le Japon (Corée et Chine), le

Royaume-Uni (Inde et Pakistan), l'Allemagne (Turquie, Croatie et Serbie), la France (Algérie et Maroc) et l'Afrique du Sud (pays voisins d'Afrique australe). Les nombreux migrants de l'Inde, du Pakistan, des Philippines, du Bangladesh, d'Indonésie et d'Afrique dans les riches pays pétroliers du Golfe sont aussi des acheteurs potentiels de bons de la diaspora.

Si les banques et d'autres émetteurs veulent exploiter le marché de détail des États-Unis, ils devront probablement enregistrer leurs bons de la diaspora auprès de la U.S. Securities and Exchange Commission, dont les obligations d'information pourraient être décourageantes pour les pays dont les institutions financières sont faibles. Mais les pays ayant une forte diaspora en Europe, où la réglementation est relativement moins rigoureuse, pourraient y lever des fonds. Des bons de la diaspora pourraient aussi être émis dans la RAS de Hong Kong, en Malaisie, en Russie, à Singapour et en Afrique du Sud.

Titrisation des flux à venir

La titrisation est un terme décrié aujourd'hui car la crise mondiale a son origine dans la dette titrisée aux États-Unis. Toutefois, le problème principal n'était pas la titrisation elle-même, mais bien l'évaluation trop audacieuse des actifs sous-jacents. Tant que cette erreur n'est pas répétée et qu'un large excédent de couverture permet de compenser une baisse de la valeur des garanties, une dette convertie en effets à recevoir en monnaie forte reste une option viable pour les pays en développement qui cherchent à mobiliser des fonds alors que l'appétit pour le risque est aujourd'hui faible.

Depuis que la société mexicaine Telmex a entrepris la première titrisation fondée sur de futurs revenus en dollars, les grandes agences de notation ont évalué plus de 400 de ces transactions, à 80 milliards de dollars. Un large éventail de montants à recevoir ont été titrisés : exportations de pétrole, de minéraux et de métaux; billets d'avion, factures; envois de fonds électroniques ou sur papier de travailleurs émigrés et appels téléphoniques internationaux; redevances sur pétrole ou gaz, et recettes fiscales. La titrisation de droits de paiement diversifiés (montants à recevoir en monnaie forte qui passent par le système de paiement international) est plus récente. Ces droits sont considérés comme une garantie intéressante, car la diversité de leur origine les rend stables. En 2002-04, lorsque le Brésil avait du mal à accéder aux marchés financiers internationaux, de nombreuses banques brésiliennes ont titrisé leurs futurs droits de paiement diversifiés en monnaie forte pour mobiliser 4,9 milliards de dollars.

En offrant des montants à recevoir en monnaie forte, les transactions titrisées subordonnent les intérêts des créanciers actuels et futurs. Sur des marchés de capitaux parfaits, cela pourrait faire monter le coût des emprunts et éliminer la principale justification de la titrisation (Chalk, 2002). Mais beaucoup de pays en développement sont aux prises avec des marchés de capitaux qui sont loin d'être parfaits, et les créanciers ont parfois du mal à distinguer les bons risques des mauvais, ouvrant ainsi la voie à la titrisation.

Les transactions adossées à des revenus à venir sont structurées de sorte que les paiements n'entrent pas dans le pays de l'émetteur avant que les obligations envers les détenteurs aient

été honorées. Si cela permet de réduire les risques de transfert souverain et de convertibilité, plusieurs risques demeurent :

- risque de «*performance*» lié à l'aptitude de l'entité émettrice à produire le montant à recevoir;
- risque de «*produit*» lié à la stabilité des flux des montants à recevoir en raison des fluctuations de prix et de volume;
- risque de «*détournement*» si l'État de l'émetteur force la vente à des clients non désignés pour orienter leurs paiements vers le trust.

On peut réduire nombre de ces risques par le choix des montants à recevoir et un surcroît de couverture. Ce dernier est à présent devenu critique en raison de la désastreuse performance des titres adossés à des hypothèques. Contrairement à la titrisation d'actifs existants tels que les prêts hypothécaires en monnaie locale, les structures de titrisation de flux futurs (recettes d'exportation en devises ou droits de paiement diversifiés) se sont très bien comportées pendant cette crise financière.

Pourtant, l'émission de bons titrisés reste bien inférieure à son potentiel, notamment en raison d'un manque de montants à recevoir de qualité et de solides entités locales, ainsi que de l'absence de lois explicites, en particulier sur la faillite. Toutefois, il y a moins d'obstacles aujourd'hui qu'il y a dix ans.

Bons indexés sur les résultats

Les paiements du service de la dette sur les bons à revenu fixe peuvent se heurter à l'aptitude du pays à payer. Lorsqu'un choc interne ou externe ralentit la croissance, les revenus diminuent et les dépenses de protection sociale augmentent. La plus forte pression fiscale qui en résulte peut contraindre un pays à choisir entre le défaut de paiement sur la dette extérieure et des mesures qui augmentent les fonds disponibles pour le service de la dette, mais accentuent la baisse de la production. Les bons indexés sur la croissance sont conçus pour surmonter ce problème. Leurs coupons varient selon la croissance du PIB, qui sert d'indicateur de la capacité du pays à payer. Ainsi, un pays en développement peut appliquer une politique budgétaire anticyclique, et payer moins en période de ralentissement économique et plus en phase d'expansion. On peut légitimement supposer que les pays en développement accepteraient de verser un taux plus élevé sur des bons indexés que sur des bons à revenu fixe afin d'éviter les risques de défaut de paiement sur leur dette.

Cette idée n'est pas nouvelle mais malgré leur attrait apparent, les bons indexés sur la croissance n'ont pas pris. Seuls quelques pays en développement (Argentine, Bosnie-Herzégovine, Bulgarie et Costa Rica) ont incorporé des clauses qui prévoient un paiement plus élevé aux détenteurs des bons si la croissance du PIB dépasse un certain seuil. Ainsi, en Argentine, l'État paie 5 % de l'excédent du PIB annuel chaque année où le taux de croissance du PIB dépasse la tendance. Faible initialement, la valeur de marché de ces bons s'est accrue tout au long de 2007, la croissance argentine étant vigoureuse.

L'utilisation des bons indexés sur la croissance a été freinée par les craintes concernant la précision des données sur le PIB, le risque de sous-estimation délibérée de la croissance et la complexité de ces bons. Ces obstacles ne sont pas insurmontables, mais la liquidité de ces bons reste faible à ce jour, et leur nouveauté semble avoir son prix (Costa, Chamon and Ricci, 2008).

À l'instar des États souverains qui émettent des bons indexés sur la croissance, les emprunteurs sous-souverains pourraient émettre des bons indexés sur les résultats. Le coupon serait lié à un indicateur bien défini des résultats de l'entité qui emprunte. Par exemple, pour une administration provinciale ou municipale, il pourrait s'agir d'un objectif de recettes fiscales; pour

une autorité portuaire publique, du temps de dédouanement ou de transit; et pour une entreprise privée, des bénéfices (Ramachandran, Gelb, and Shah, 2009). Ces instruments n'ont pas encore été testés, mais ils semblent prometteurs pour les gros emprunteurs sous-souverains dans les pays émergents.

Notation de la dette souveraine et accès aux marchés

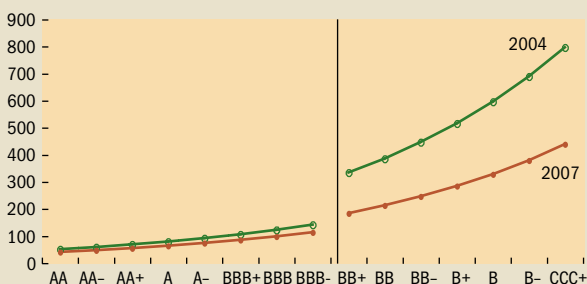
L'accès des pays en développement aux marchés du crédit est fonction non seulement du type de créance qu'ils offrent, mais aussi de leur évaluation par les agences de notation qui, lorsqu'elle s'applique à une nation, est appelée notation de la dette souveraine. Cette dernière peut aussi servir de référence pour les emprunteurs sous-souverains.

En général, les marges sur la dette souveraine diminuent à mesure que la notation s'améliore. Mais l'effet se fait surtout sentir lorsque la catégorie investissement est atteinte (voir graphique). En 2005, l'investissement étranger direct (IED) représentait 85 % des flux de capitaux privés vers les pays en développement sans notation. Le reste était composé en majorité de prêts bancaires. Par comparaison, les flux de capitaux étaient bien plus diversifiés pour les pays notés : 55 % d'IED, 15 % de prêts bancaires, 25 % d'obligations et 5 % de prises de participation. Même les pays notés B s'en tiraient mieux. Un examen de 55 pays sans notation révèle qu'ils étaient plus solvables qu'on ne le pensait : huit de ces pays seraient probablement dans la catégorie investissement et 18 autres seraient vraisemblablement notés B ou BB. Cela permet de penser que certains pays en développement sans notation peuvent espérer obtenir un financement sur les marchés mondiaux des capitaux. L'accès à l'emprunt doit cependant s'accompagner d'une gestion prudente de la dette. En outre, les pays bénéficiant de l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés et de l'initiative d'allègement de la dette multilatérale du FMI et de la Banque mondiale doivent faire preuve de prudence avant d'emprunter à des établissements opportunistes.

Les notations sont utiles

Plus sa notation est élevée, moins un pays émergent paie pour mobiliser des fonds. Le coût augmente brutalement lorsque la notation tombe au-dessous de la catégorie investissement.

(marge, points de base)



Sources : calculs de l'auteur; Dealogic Analytics.

Note : notations de Standard & Poor. La catégorie investissement va de AA à BBB. Les marges représentent la différence entre le taux d'intérêt qu'un pays émergent paie sur une émission d'obligations souveraines et le taux d'intérêt versé sur des titres comparables du Trésor américain. Un point de base correspond à 1/100 de point de pourcentage.

Politique des pouvoirs publics

Comme les innovations financières précédentes, les bons de la diaspora, les titres adossés à des flux futurs et les bons indexés sur les résultats facilitent l'accès au financement pour les pays en développement. Par les titrisations de flux futurs, le risque de crédit est séparé des emprunteurs, ce qui améliore leur notation et accroît leur liquidité. Les bons de la diaspora renforcent la liquidité. Les bons indexés sur la croissance ou les résultats réduisent le risque de crédit en liant les coupons à la capacité à payer et renforcent la liquidité en offrant aux créanciers une option sur les résultats des emprunteurs souverains et sous-souverains dans les pays en développement.

Les institutions multilatérales et les donateurs officiels peuvent largement contribuer à promouvoir les innovations fondées sur le marché. Ils peuvent améliorer la qualité de crédit des emprunteurs des pays en développement exposés à de lourds déficits de financement. Ils peuvent offrir une assistance technique sur le cadre juridique, la structuration, l'établissement des prix, la gestion des risques et la conception de projets financés à l'aide d'instruments novateurs. Les institutions peuvent aider à établir une notation de la dette souveraine, qui ouvrirait l'accès aux marchés internationaux des capitaux pour des pays pauvres d'Afrique, dont beaucoup ne sont pas notés (voir encadré). Elles peuvent aussi fournir un financement initial pour les commissions bancaires sur les investissements et les coûts de notation liés à l'agencement de transactions appuyées par des montants à recevoir, ainsi que des garanties partielles sur les flux futurs pour limiter le risque et attirer les flux de capitaux privés. Enfin, il est clair qu'elles peuvent améliorer l'exactitude et la transparence des données sur le PIB utilisées pour l'émission de bons indexés sur la croissance. ■

Suhas Ketkar est professeur d'économie à l'université Vanderbilt et Dilip Ratha est économiste en chef au Groupe sur les perspectives de développement de la Banque mondiale.

Cet article s'inspire de *Innovative Financing for Development* par Suhas Ketkar et Dilip Ratha, publié en 2008 par la Banque mondiale.

Bibliographie :

Chalk, Nigel A., 2002, "The Potential Role for Securitizing Public Sector Revenue Flows: An Application to the Philippines," *IMF Working Paper 02/106* (Washington: International Monetary Fund).

Costa, Alejo, Marcos Chamon, and Luca Antonio Ricci, 2008, "Is There a Novelty Premium on New Financial Instruments? The Argentine Experience with GDP-Indexed Warrants," *IMF Working Paper 08/109* (Washington: International Monetary Fund).

Ramachandran, Vijaya, Alan Gelb, and Manju Kedia Shah, 2009, *Africa's Private Sector: What's Wrong with the Business Environment and What to Do About It?* (Washington: Center for Global Development).