



**TOGETHER**  
*for a sustainable future*

## OCCASION

This publication has been made available to the public on the occasion of the 50<sup>th</sup> anniversary of the United Nations Industrial Development Organisation.



**TOGETHER**  
*for a sustainable future*

## DISCLAIMER

This document has been produced without formal United Nations editing. The designations employed and the presentation of the material in this document do not imply the expression of any opinion whatsoever on the part of the Secretariat of the United Nations Industrial Development Organization (UNIDO) concerning the legal status of any country, territory, city or area or of its authorities, or concerning the delimitation of its frontiers or boundaries, or its economic system or degree of development. Designations such as “developed”, “industrialized” and “developing” are intended for statistical convenience and do not necessarily express a judgment about the stage reached by a particular country or area in the development process. Mention of firm names or commercial products does not constitute an endorsement by UNIDO.

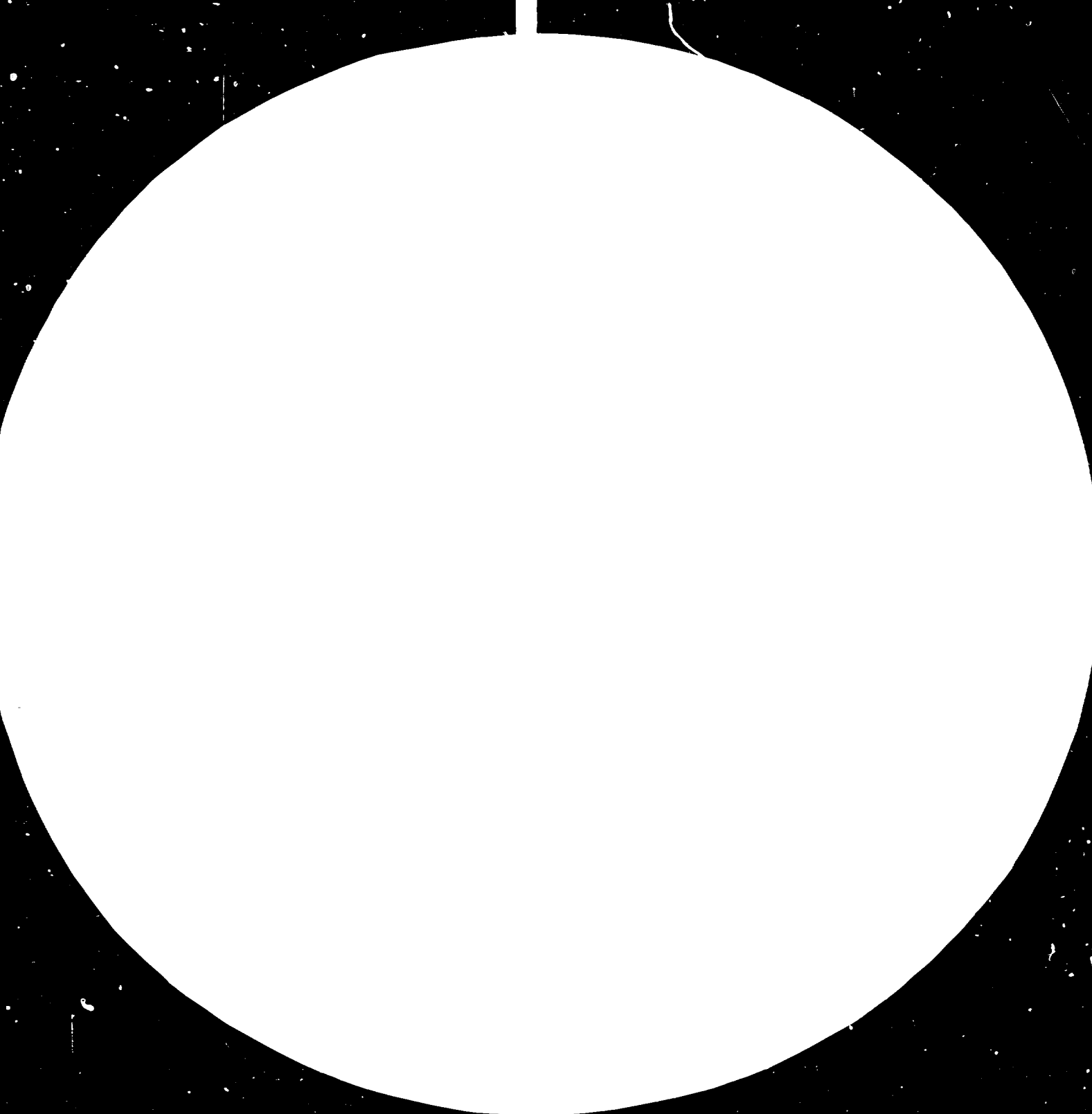
## FAIR USE POLICY

Any part of this publication may be quoted and referenced for educational and research purposes without additional permission from UNIDO. However, those who make use of quoting and referencing this publication are requested to follow the Fair Use Policy of giving due credit to UNIDO.

## CONTACT

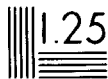
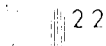
Please contact [publications@unido.org](mailto:publications@unido.org) for further information concerning UNIDO publications.

For more information about UNIDO, please visit us at [www.unido.org](http://www.unido.org)



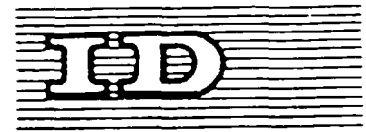


2.8 2.5





10214-F



Distr.  
LIMITEE  
ID/WG.334/1  
10 décembre 1980

Organisation des Nations Unies pour le développement industriel

FRANÇAIS  
ORIGINAL: ANGLAIS

Réunion préparatoire mondiale à  
la première Consultation  
sur le financement industriel  
Vienne (Autriche), 23-25 mars 1981

INFLUENCE DES MODALITES DE FINANCEMENT ET  
DES FLUCTUATIONS DES TAUX D'INTERET ET DES  
TAUX DE CHANGE APPLICABLES AUX PRETS ET AUX ACTIONS  
SUR LES INVESTISSEMENTS INDUSTRIELS

par

M. Ferber\*\*

000...

\* Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement celles du Secrétariat de l'ONUDI. Le présent document est la traduction d'un texte qui n'a pas fait l'objet d'une mise au point rédactionnelle.

\*\* Consultant de l'ONUDI.

## TABLE DES MATIERES

	Page
Résumé et conclusions	(iii) - (v)
L. Introduction	1
II. Sources et conditions de financement des investissements industriels	2
1. Financement des prêts	2
a) Fonds APD	3
b) Banques multilatérales de développement	4
c) Financement des exportations	5
d) Fonds d'origine locale	6
e) Banques d'affaires	6
2. Financement par actions	8
III. Structuration des emprunts destinés à des investissements industriels	8
1. Principales caractéristiques	8
2. Instances responsables des projets	9
3. Achats et financement d'origine étrangère	10
4. Intermédiation des emprunts	10
IV. Besoins et divers modes possibles de financement	12
1. Cycle d'investissement	13
2. Equilibre entre dette et actions	13
3. Incidences fiscales	14
4. Marge brute d'autofinancement en exploitation	15
5. Coûts d'investissement	16
V. Fluctuation des taux d'intérêt et de change	18
1. Considérations générales	18
2. Taux d'intérêt	20
3. Taux de change	21
4. Sensibilité au rapport du service de la dette dans le financement	22

VL	Couverture de l'augmentation des obligations contractées au titre du service de la dette	24
1.	Détermination des besoins au départ	24
2.	Besoins supplémentaires	25
3.	Couverture du manque à gagner	26
a)	Actionnaires	26
b)	Pouvoirs publics	26
c)	Prêts de l'étranger	28

### Résumé et conclusions

- i) Depuis 1970, des variations considérables des taux d'intérêt et des taux de change se sont généralisées pour les pays en développement. Or, on n'a pratiquement pas tenu compte de ces risques dans les plans de financement et dans la structure financière des investissements, lesquels sont assurés pour la majeure partie par des prêts étrangers. Normalement, ces risques sont, directement ou indirectement, absorbés par les gouvernements respectifs des pays en développement puisque la plupart des emprunts à l'étranger sont destinés à des projets de caractère général ou d'infrastructure. Cependant, dans les cas de projets d'investissements industriels l'instance responsable du projet est en général indépendante des pouvoirs publics tant sur le plan juridique que sur le plan financier et doit assumer pleinement ses responsabilités financières. Ainsi donc, toute variation des taux d'intérêt ou de change influe sur la rentabilité et la viabilité des investissements industriels.
  
- ii) Par suite des relèvements des taux d'intérêt et des pertes imputables aux dévaluations, nombre d'entreprises industrielles des pays en développement, financièrement viables au départ, ont connu au cours des dernières années des difficultés financières. Pour les projets en cours de réalisation, ces pertes se sont traduites par des dépassements importants qui, normalement, doivent être financés sur des fonds locaux ou sur des prêts de banques d'affaires étrangères. Pour les entreprises en exploitation, les marges brutes d'autofinancement attendues n'ont pas été suffisantes pour assurer convenablement les échéances du service de la dette. Les difficultés se sont trouvées aggravées par  
  - i) des modalités de financement des prêts étrangers généralement mal adaptées aux pays en développement,
  - ii) des dispositions financières très rigoureuses pour les divers projets et
  - iii) des taux d'inflation élevés pour l'achat d'équipements dans les pays industrialisés.
  
- iii) Dans de nombreux pays en développement, les pouvoirs publics ont assuré le rôle d'intermédiaires pour convertir des prêts étrangers aux modalités mal adaptées en prêts locaux à long terme correspondant mieux aux besoins et augmenter la part que représentent les actions dans les investissements de l'instance responsable d'un projet. Cette solution a contribué à établir et à maintenir la viabilité financière de ces instances. Mais si d'un côté les problèmes des instances responsables des divers projets se trouvent résolus, en revanche la charge que ce rôle d'intermédiaires impose aux gouvernements des pays en développement s'en trouve accrue et risque de soulever des problèmes pour le financement de la dette à l'avenir. Les modalités de financement des prêts étrangers consentis sur des fonds APD ou par les banques internationales de développement se prêtent normalement bien au financement de projets d'investissements industriels. Malheureusement ces fonds

sont en général a) en quantités limitées, b) n'assurent pas le financement des dépassements, c) ne peuvent pas être convertis en actions et d) doivent être combinés avec des fonds à plus court terme fournis par les banques d'affaires. Ce processus de financement assez fragile — pour nombre de projets il est serré voire insuffisant — a été gravement compromis par la charge supplémentaire que représentent les pertes dues aux dévaluations et le relèvement des taux d'intérêt au cours des dernières années.

- iv) La capacité d'une instance industrielle d'assurer le service de la dette dépend en outre beaucoup de sa marge brute d'autofinancement en exploitation. Les principales variables de cette marge sont le prix des produits, les coûts d'exploitation et le rendement. Les besoins accrus en fonds destinés à couvrir les augmentations du service de la dette imputables aux pertes subies du fait de dévaluations et aux relèvements des taux d'intérêt sont le plus souvent assurés par une augmentation du prix des produits, à condition que la conjoncture du marché et la politique économique gouvernementale le permettent.
- v) Il peut en résulter des augmentations sur le marché intérieur qui sont uniquement dues à des variations des taux d'intérêt et des taux de change. Dans le cas de projets industriels orientés vers le marché intérieur, on peut mettre en question l'opportunité de compenser ces risques par une augmentation des prix des produits de l'instance responsable vu que la structure financière d'une instance donnée ne devrait pas être fixée directement en fonction du prix de ses produits. Il conviendrait d'évaluer si ces risques ne devraient pas être l'objet d'une intermédiation à l'échelon national.
- vi) Pour une instance responsable qui a son siège dans un pays en développement, les risques en matière de taux de change sont de deux types. Le premier est lié au dollar des Etats-Unis qui est la première devise internationale (ou toute autre devise, de référence retenue par le pays en développement considéré); le second est lié aux devises qui prennent une plus value par rapport au dollar des Etats-Unis. Si le premier type de risque est pratiquement inévitable, le second est dans certains cas une question de choix. De 1972 à 1980, la plus value du franc suisse par rapport au dollar a atteint 130%, celle du DM par rapport au dollar 80% et celle du Yen par rapport au dollar quelque 50%. Il n'existe actuellement aucun mécanisme permettant de se prémunir contre les risques que présentent les devises, sauf pour les risques entre les principales monnaies internationales et généralement pour des périodes allant de 1 à 2 ans. Vu les incertitudes croissantes pour des périodes plus longues et les restrictions imposées aux monnaies locales des pays en développement par rapport aux principales monnaies internationales il n'est pas concevable que ces risques sur les prêts à long terme contractés en devises puissent être couverts à un prix raisonnable.



- vii) Les relèvements des taux d'intérêt ont été la règle, surtout pour les crédits de réduction obtenus auprès de banques d'affaires, alors que les prêts à long terme financés sur les fonds APD ou par des banques internationales de développement ont été accordés moyennant un intérêt fixe. Cependant, pour arriver au coût total de l'emprunt, il faut toujours envisager les coûts de l'intérêt en fonction des pertes sur les changes. Il s'ensuit que des taux d'intérêt apparemment bas ne correspondent pas nécessairement à des coûts d'emprunt plus faibles.
  
- viii) L'influence des pertes dues aux dévaluations et les relèvements des taux d'intérêt sur les possibilités que les instances industrielles ont d'assurer le service de la dette, fait ressortir clairement l'ampleur du problème. Un relèvement de 3% du taux d'intérêt, combiné à des pertes de 20% dues aux dévaluations (chiffres de loin inférieurs à ceux qu'on a relevés au cours des dernières années) mettent un projet viable au départ dans une situation financière difficile. Pour maintenir le même rapport de couverture du service de la dette, il faudrait, pour compenser ces pertes, augmenter de 8% le prix des produits.
  
- ix) Les besoins de fonds supplémentaires pour achever un projet ou pour assurer les paiements du service de la dette sont généralement le résultat d'une combinaison de facteurs:
  - a) non satisfaction des besoins déterminés au départ;
  
  - b) augmentation exceptionnelle et imprévue des obligations contractées au titre du service de la dette;
  
  - c) marge de financement brute en période d'exploitation.

Vu les divers facteurs et les diverses parties en cause dans toute situation débitrice défavorable, la solution du problème exige normalement un effort commun des actionnaires, de l'instance responsable du projet, des pouvoirs publics et des bailleurs de fonds étrangers. Jusqu'ici, les moyens de financement supplémentaires ont été principalement à la charge des actionnaires et des gouvernements des pays en développement. Dans tout plan initial de financement il faudrait déjà prévoir des prêts étrangers mieux adaptés ainsi qu'une participation supplémentaire des bailleurs de fonds étrangers en cas de pertes imputables aux dévaluations et de relèvement des taux d'intérêt. Une intermédiation plus poussée de la part des pays en développement (telle qu'elle est généralement exigée jusqu'à présent) ne constitue qu'une solution à court terme vu que, d'une manière globale et à long terme, le remboursement des fonds doit être conforme aux bénéfices recueillis sur les investissements.

## I. Introduction

1. Dans les modalités de financement consenties aux pays en développement, on n'a pas tenu suffisamment compte des fluctuations des taux d'intérêt et des taux de change. Une telle lacune peut se comprendre si l'on tient compte que, de 1950 à 1970, années où l'on a mis au point la structure fondamentale des prêts aux pays en développement, les fluctuations de ces taux ont été relativement faibles. Si, pendant cette période, certains pays en développement ont également connu des fluctuations considérables des taux d'intérêt et des taux de change par rapport aux devises étrangères, ces fluctuations n'ont pas été généralisées sur les grands marchés internationaux.

2. Les différences de plus en plus marquées qui ont caractérisé l'évolution des diverses économies nationales — et notamment les taux d'inflation — ont entraîné inévitablement des différences de plus en plus accusées dans les taux d'intérêt et les taux de change. C'est ainsi que des fluctuations généralisées de ces taux sont devenues partie intégrante du système financier et commercial international et des activités correspondantes. La tendance étant à des déséquilibres encore plus grands entre les diverses économies, il est à prévoir que ces fluctuations ne feront que s'accroître. Or, bien que ces fluctuations aient eu des répercussions considérables sur les plans de financement et sur le remboursement du service de la dette, il n'existe pas, et l'on n'a généralement pas envisagé, de dispositions spéciales pour y remédier. Cette situation est encore tolérable pour les projets dont le financement est administré sur le budget des gouvernements respectifs des pays en développement comme c'est généralement le cas — directement ou indirectement — pour les travaux d'infrastructure. Les fluctuations des taux d'intérêt ou de change sont alors absorbées par l'Etat, puisque l'instance responsable du projet n'est pas financièrement indépendante, et les recettes et les dépenses y afférentes ne devraient pas s'en ressentir directement dans l'immédiat.

3. En revanche, lorsqu'il s'agit d'investissements industriels, l'instance responsable du projet est en général indépendante des pouvoirs publics, tant sur le plan juridique que sur le plan financier. Ainsi donc, toute fluctuation du taux d'intérêt ou du taux de change influe sur la rentabilité et la viabilité des investissements. De même, ces fluctuations influent sur les bénéfices et sur les obligations contractées au titre du service de la dette (par exemple pour ce qui est du rendement, de l'exploitation, de la capacité, des prix des produits ou de la durée des prêts). L'ampleur de ces fluctuations sur la rentabilité de l'entreprise peut présenter un problème aussi crucial que les autres facteurs qui en déterminent la rentabilité.

## II. Sources et conditions de financement des investissements industriels

4. Les investissements industriels sont normalement financés selon un système mixte de prêts et de souscriptions d'actions. Si ce dernier volet ne représente stricto sensu aucune obligation réelle de remboursement du service de la dette pour l'instance responsable du projet, l'investisseur s'attend néanmoins à percevoir un certain revenu (encore que celui-ci soit relativement faible si l'entreprise industrielle est propriété de l'Etat. Ainsi donc, 1) plus la part des valeurs à revenu variable est élevée, plus les obligations relatives au service de la dette et les répercussions imputables aux fluctuations des taux d'intérêt et de change sont réduites et 2) plus les possibilités d'absorber les contrecoups de ces fluctuations dans le cadre du projet même sont grandes.

5. Quant à la partie du plan de financement constituée par des prêts (qui est généralement la plus importante), la monnaie de compte, le taux d'intérêt, l'échéancier des remboursements et les délais de grâce sont des éléments décisifs pour ce qui est des obligations contractées au titre du service de la dette et des incidences des fluctuations des taux d'intérêt et de change. Parmi les possibilités de financement par prêts des investissements industriels, il existe une large gamme de modalités qui dépendent du bailleur de fonds.

### 1. Financement des prêts

6. Les possibilités de financement de prêts aux pays en développement sont limitées. Si, pour certains pays, les restrictions à l'accord de prêts non privilégiés sont relativement minimes, en revanche, pour tous les pays en développement, les prêts privilégiés sont soumis à de fortes restrictions. Il s'ensuit que les divers projets et les divers secteurs se les disputent âprement. Les investissements industriels présentant par rapport à d'autres secteurs des possibilités de revenus plus élevés, on ne leur accorde souvent qu'une faible place dans l'échelle des priorités accordées aux projets en présence, pour lesquels on souhaite bénéficier de conditions de faveur. De même, les investissements industriels se prêtent normalement mieux à l'obtention de prêts de banques d'affaires que les projets d'infrastructure ou de développement de caractère général. Toutes ces considérations ont généralement pour effet d'empêcher les investissements industriels de bénéficier des éléments de financement des prêts les plus généreux mais les plus limités.

7. Les prêts privilégiés, par rapport aux prêts du marché libre, consentent normalement des faveurs dans les domaines suivants:

- i) taux d'intérêt
- ii) délais de grâce
- iii) date d'échéance et remboursement
- iv) montant du prêt (solvabilité)
- v) assistance technique (banques de développement).

Les principales sources de fonds privilégiés présentent généralement une combinaison de ces caractéristiques, en fonction de la situation des pays en développement considérés. Pour reprendre la terminologie officielle, on ne considère normalement comme fonds privilégiés que les fonds d'aide publique au développement (APD), tandis que les crédits aux exportations par exemple n'entrent pas dans cette catégorie.

8. De 1973 à 1978, les recettes financières extérieures nettes des pays en développement ont évolué comme suit (en milliards de dollars des Etats-Unis):\*

	1973	1974	1975	1976	1977	1978
1. Fonds APD	11,6	15,2	19,5	18,8	19,8	21,6
2. Apports non privilégiés	19,2	17,7	33,1	36,3	41,6	55,8
3. Total	30,8	32,9	52,6	55,1	61,4	77,4

\* Source OCDE

a) *Fonds APD*

9. Les conditions favorables dont sont normalement assortis ces prêts destinés aux pays en développement font qu'un ensemble de considérations d'ordre politique et économique déterminent le choix des pays en développement auxquels les divers pays prêteurs les octroient. Dans le cadre des limites et des conditions de prêt propres aux pays prêteurs, l'attribution de fonds à des fins déterminées dépend des projets en présence et des priorités fixées tant par le prêteur que par l'emprunteur. Le volume total des fonds APD a relativement baissé au cours des dernières années, en sorte qu'on ne peut plus considérer ces fonds comme constituant une source supplémentaire importante de financement des investissements industriels, notamment depuis qu'on estime généralement que les entreprises industrielles sont suffisamment fortes pour pouvoir emprunter auprès de banques d'affaires. Une des raisons de l'attitude des bailleurs de fonds est peut-être qu'ils ne tiennent pas à ce que les investissements industriels faits dans les pays en développement ne placent ces derniers, du fait d'un financement privilégié, dans une situation concurrentielle favorisée par rapport aux pays industrialisés. Normalement les conditions des prêts APD (taux d'intérêt, remboursement) sont plus que convenables pour

le financement d'investissements industriels. Ces fonds APD sont en outre un moyen commode pour combiner des prêts d'origine différente et faire que, globalement, les conditions restent acceptables. Dans le cas de fonds APD destinés à des investissements industriels, la part de dons qu'ils comprennent est souvent absorbée par les gouvernements des pays en développement bénéficiaires pour assurer l'intermédiation des échéances ou le paiement de l'intérêt sur les prêts au second degré, ce qui a pour conséquence de ramener les conditions de prêt pour le projet proprement dit aux conditions courantes du marché. Les prêts accordés par les pays industrialisés sont habituellement libellés dans la monnaie nationale, avec des taux d'intérêt faibles et fixes et des échéances de remboursement dépassant quinze ans. Les bénéfices correspondant au rôle d'intermédiaire des pouvoirs publics des pays en développement servent généralement à renflouer la balance des paiements.

*b) Banques multilatérales de développement*

10. Les banques de développement offrent de vastes possibilités de financement des investissements industriels à condition que les projets satisfassent aux normes de qualité que ces institutions se sont fixées en la matière. Cependant, il existe de nombreuses autres possibilités de financement des investissements industriels assorties de contreparties moins rigoureuses et les pays en développement acceptent fréquemment des formules de financement à des conditions moins avantageuses (financement lié à des achats, investissements initiaux élevés, modalités de remboursement rigides). Les banques de développement présentent l'avantage de pouvoir fournir elles-mêmes une assistance technique (qui peut aussi être coûteuse si elle prend par trop de temps) et d'offrir des modalités de prêt convenables. Ces modalités prévoient des délais de grâce et des échéances adaptés aux besoins du projet en cause (qui tiennent notamment compte d'autres sources possibles de financement). Les durées des prêts sont en général plus longues que celles des prêts des banques d'affaires. L'avantage sur les taux d'intérêt (légèrement inférieurs à ceux du marché) compte moins que la possibilité d'avoir des taux d'intérêt fixes pour les échéances convenues au titre du projet. Les pays en développement n'ont que des possibilités limitées d'obtenir sur le marché des prêts à long terme et à intérêt fixe. Les banques de développement, qui disposent d'importantes sources de financement et qui ont largement accès aux marchés des capitaux à des conditions préférentielles, jouent le rôle indispensable d'intermédiaires. Les prêts des banques de développement sont généralement consentis dans les monnaies qu'elles-mêmes empruntent. Or, puisque ce sont les banques de développement qui recueillent les montants des actifs non intégrés pour les prêter aux pays en développement, il en résulte des risques élevés en matière de devises, et ce, pour des perspectives de taux d'intérêt faibles. Il n'est toutefois pas tenu compte de ces risques — qui sont supérieurs à la moyenne — dans l'étude financière du projet qui sert de base à la fixation des modalités de remboursement du prêt.

11. Les montants recueillis par les pays en développement, y compris ceux qui proviennent des banques multilatérales de développement ont évolué comme suit (en milliards de dollars des Etats-Unis):\*

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	Conditions moyennes en vigueur		
							Durée Années	Délai de	Intérêt %
Institutions multilatérales au développement	1,3	1,8	2,6	2,7	2,9	3,4	18	5	8,2
Investissements directs	4,7	1,1	10,5	7,8	8,8	11,4	-	-	-
Banques d'affaires	9,7	10,0	12,0	15,0	15,5	22,2	10		15,0**
Crédits privés aux exportations garantis par les pouvoirs publics	1,2	2,5	4,1	5,4	8,1	9,7	7	1	8,0
Crédits officiels aux exportations	1,1	0,7	1,4	1,8	2,3	3,5	11	1	7,0
Divers	1,2	1,6	2,5	3,6	4,0	5,6	-	-	-
<b>Total</b>	<b>19,2</b>	<b>17,7</b>	<b>33,1</b>	<b>36,3</b>	<b>41,6</b>	<b>55,8</b>			

\* OCDE

\*\* Temporairement à ce niveau extrême en 1979/1980.

Les échéances, les délais de grâce et les taux d'intérêt des sommes financées par les banques de développement se comparent favorablement aux autres prêts non privilégiés, encore que leur part dans le volume total n'ait qu'une importance relativement minime.

c) *Financement des exportations*

12. Le soutien au financement des exportations est assuré soit par des garanties des Etats, soit directement par des institutions de financement des importations, dont ils sont propriétaires. Le financement des exportations est devenu la troisième source de financement après les prêts APD et ceux des banques. La nature du financement des exportations étant ce qu'elle est, le financement est lié aux exportations de biens d'équipement. Etant donné que les projets industriels comportent de grandes quantités de biens d'équipement exportés, on estime que la majeure partie des crédits aux exportations va à des projets industriels. Les modalités des prêts

aux exportations ont été quelque peu normalisées (Union de Berne), avec des taux d'intérêts et des échéances maximum afin de ne pas fausser le jeu de la concurrence. Toutefois, vu le nombre des devises en cause, cette normalisation n'a pratiquement plus aucun sens.

13. Pour les crédits aux exportations, des conditions telles que durée de 7 à 10 ans et un an de délai de grâce, ne sont pas suffisantes pour les investissements industriels dans les pays en développement. Vu les bénéfices qu'en retirent tant les pays prêteurs que les pays emprunteurs une expansion du financement des exportations à des conditions plus avantageuses devrait être acceptable pour les pays industrialisés. Les liens en matière d'achat et les pénalisations devraient en outre être réduits au minimum. De telles modalités amélioreraient considérablement les possibilités de financer les investissements industriels. Le financement des exportations est généralement accordé dans la monnaie du pays exportateur de matériel.

d) *Fonds d'origine locale*

14. Les fonds d'origine locale disponibles pour le financement de prêts ne peuvent généralement s'obtenir qu'auprès des banques locales de développement. La possibilité pour les instances responsables de projets industriels d'accéder aux rares marchés de capitaux locaux qui existent dans les pays en développement ne présente guère d'intérêt vu l'exigüité des fonds disponibles. Les banques locales de développement obtiennent généralement des fonds de l'Etat, des marchés locaux de capitaux (qui bénéficient souvent de garanties gouvernementales et d'exemptions fiscales), ainsi que de fonds étrangers. Sauf dans les rares pays en développement à revenu élevé, les banques locales de développement ne peuvent normalement apporter une contribution financière valable que dans le cas des petites ou moyennes industries. L'intermédiation indispensable des modalités des prêts locaux est généralement assurée par la banque locale de développement pour que des conditions de financement convenables puissent être accordées aux promoteurs du projet. Sauf dans le cas d'octroi de prêts étrangers au second degré, les banques locales de développement accordent généralement leur prêts en monnaie locale, et ce à des conditions fixes qui sont souvent inférieures au taux d'inflation du pays. L'importance globale des fonds d'origine locale pour le financement à long terme d'investissements industriels est limitée, eu égard aux sommes nécessaires.

e) *Banques d'affaires*

15. Globalement, le financement par des banques d'affaires est devenu pour les pays en développement la source de financement la plus importante au cours des dernières années (30% en 1978). Cependant, le Brésil, le Mexique, et les quatre pays en développement de

l'OCDE représentent quelque 75% du total de la dette envers les banques d'affaires des pays en développement non membres de l'OPEP. Les bailleurs de fonds sont, pour la majeure partie, les grandes banques internationales des pays industrialisés. Les devises dans lesquelles sont libellés les prêts sont essentiellement le dollar des Etats-Unis (environ 75%), le DM et le franc suisse. Depuis 1974, les prêts des banques d'affaires sont devenus la seule source de fonds supplémentaires importants, sous réserve que ces banques estiment que le pays en développement demandeur est solvable. La politique d'investissement des pays de l'OPEP à revenus excédentaires étant d'investir surtout sur le marché européen, et ce pour des opérations à court terme, les prêts des banques d'affaires devraient rester une source importante de financement pour les pays en développement. Il reste à voir dans quelle mesure les banques d'affaires seront disposées, ou à même, d'assurer ce rôle d'intermédiaire et quel appui officiel doit leur être accordé.

16. L'affectation des emprunts faits auprès des banques d'affaires s'est étendue d'un soutien général de la balance des paiements au financement de projets. Toutefois, avec les contraintes de plus en plus nombreuses imposées par les banques d'affaires, le financement direct ou indirect de projets devrait prédominer. Cette attitude devrait en outre se combiner de plus en plus avec un financement des exportations ou la concession de prêts accordés par des banques internationales de développement (cofinancement). La durée des prêts des banques d'affaires a atteint 10 ans et plus, avec des délais de grâce de quelques années. En général, les durées se sont situées de 7 à 10 ans. Ces durées relativement courtes sont compréhensibles d'un point de vue bancaire puisque le financement repose sur des dépôts à court terme. Les taux d'intérêt des prêts des banques d'affaires varient pour la plupart, en fonction des taux d'intérêt à court terme des dépôts faits dans les monnaies respectives du marché européen. Enfin, outre l'intérêt sur les dépôts, les banques font payer un risque de couverture étalée du crédit, des commissions de transaction et un bénéfice sur le capital.

17. Vu la nature des prêts des banques d'affaires, avec leurs taux d'intérêt variables et leurs durées relativement courtes, les mérites des prêts des banques d'affaires pour le financement de projets industriels sont limités mais, d'un point de vue global, il reste une source intéressante de financement des investissements industriels tant pour les prêteurs que pour les emprunteurs. Il conviendrait d'amener les pouvoirs publics à fournir un appui supplémentaire pour rendre ces fonds des banques d'affaires plus intéressants pour le financement des investissements industriels dans les pays en développement. Jusqu'ici, la charge du service de la dette et les risques de tels prêts ont été excessifs, par suite du jeu des variations des taux de change et des taux d'intérêt élevés.



## 2. Financement par actions

18. Si le financement est assuré par des actions, le service de la dette disparaît. Ce sont les actionnaires qui doivent absorber les risques éventuels sur les taux de changes applicables aux investissements et aux obligations relatives au service de la dette. Ainsi, pour un projet donné, plus la part d'actions est élevée, plus les incidences éventuelles du service de la dette et de ses variations sont faibles. En revanche, le financement par actions souffre avant tout des variations du service de la dette qui modifient la marge brute d'autofinancement et les bénéfices tant des instances responsables du projet que des actionnaires. Ce sont donc les actions qui, dans le projet, subiront les premières les conséquences des modalités de financement, des fluctuations des taux d'intérêt et des taux de change. Ce n'est que si la situation des actions et de la marge brute d'autofinancement ne suffit pas à assurer le paiement du service de la dette que le projet a besoin d'une aide extérieure.

19. Les sources étrangères de financement par actions ont été considérables puisqu'elles représentent quelque 20% du total des moyens financiers mis à la disposition des pays en développement. Cependant, leur importance par rapport au financement par emprunts reste limitée. Les sources prédominantes de financement dans les pays en développement ont été d'origine locale, les pouvoirs publics de ces pays participant fortement aux grands investissements industriels.

## III. Structuration des emprunts destinés à des investissements industriels

### 1. Principales caractéristiques

20. Les investissements industriels sont presque exclusivement le fait des instances responsables des divers projets, qui doivent être financièrement indépendantes. Il s'ensuit que c'est à ces dernières qu'incombe entièrement la charge du service de la dette et des fluctuations des changes. Dans le cas de prêts à des fins générales ou pour des projets d'infrastructure, il faut le plus souvent envisager cette responsabilité d'une manière plus générale et selon le pays considéré. La charge du service de la dette devient alors une question de priorités budgétaires et d'options générales qui n'ont normalement aucune influence sur les investissements financés sur tel ou tel prêt. De même, les bénéfices réalisés grâce à ces investissements (par exemple travaux d'infrastructure) n'ont en général rien à voir avec les variations des taux de change ou d'intérêt. Cependant, dans le cas des investissements industriels, il existe une relation beaucoup plus étroite entre les biens et

les services tant étrangers que locaux. La plupart des produits obtenus grâce aux investissements industriels sont négociables et se substituent à des importations ou sont exportés. Ainsi, dans toute économie qui n'est pas complètement fermée, les variations des taux de change exercent pour le moins une influence à moyen ou long terme sur les coûts de production et sur les prix des biens industriels.

21. Cette situation explique la stricte comptabilité et l'autosuffisance financière qui caractérise les instances responsables de projets industriels par opposition aux projets de caractère général ou aux projets d'infrastructure où le paiement du service de la dette n'est pas nécessairement assuré directement par les recettes correspondant aux produits ou au revenu des montants investis. Dans le cas des investissements industriels, toute variation des paiements à effectuer au titre du service de la dette doit être absorbée par le projet lui-même. C'est pourquoi les obligations financières tant au départ que par la suite doivent être coordonnées avec d'autres mesures et d'autres décisions de principe prises par l'instance responsable.

## 2. Instances responsables des projets

22. La possibilité d'obtenir des prêts de l'étranger et les incidences des variations du service de la dette dépendent du mode de propriété, des garanties offertes par les pouvoirs publics et du profil de l'instance responsable du projet. Des instances nouvelles auront plus de difficultés et devront prendre plus de risques pour faire appel à des investissements nouveaux et importants, les aléas de réalisation et d'exploitation ne pouvant être assurés par une instance exploitant une entreprise qui a déjà fait ses preuves. Les banques d'affaires sont normalement enclines à financer des prêts plus élevés à des conditions moins restrictives si le projet est entre les mains d'une entreprise établie et viable. En effet, d'une manière générale, une entreprise établie est également mieux à même d'absorber les fluctuations des paiements dus au titre du service de la dette dans les années à venir.

23. Le mode de propriété d'une instance industrielle influe également sur ses possibilités d'emprunt et de remboursement du service de la dette. Dans les pays en développement, il faut normalement pour les gros investissements industriels une participation des pouvoirs publics ou de l'étranger. Les orientations des pouvoirs publics et l'importance des fonds nécessaires font que, dans les pays en développement, le rôle des investissements privés est devenu extrêmement limité. Une prise de participation des pouvoirs publics en qualité d'actionnaires ouvre la possibilité d'une garantie gouvernementale des emprunts à l'étranger.

Par contre, une participation accrue des pouvoirs publics aux investissements industriels réduit l'indépendance des instances respectives responsables des projets en ce qu'elle institue et maintient une instance financière séparée.

### 3. Achats et financement d'origine étrangère

24. A l'exception des prêts de caractère général consentis par les banques d'affaires et des fonds provenant des banques internationales de développement la plupart des prêts étrangers sont, d'une manière ou d'une autre, assortis d'obligations en matière d'achats. Cette situation entraîne souvent pour les pays en développement des coûts d'investissement plus élevés; en effet, les prêts étrangers étant rares, la concurrence devient limitée. Et cela est particulièrement vrai vu la manière dont sont actuellement consentis la plupart des prêts étrangers de financement des exportations, les décisions pour les investissements importants étant prises selon chaque cas d'espèce et leur octroi liant fortement l'emprunteur aux bailleurs de fonds. Or, les pays en développement devraient avoir une plus grande latitude pour leurs achats et de plus amples possibilités d'obtention de prêts compétitifs. Les prêts étrangers, surtout pour le financement des exportations, devraient être accordés de façon beaucoup plus automatique, sous réserve qu'il soit satisfait aux impératifs fondamentaux en matière de comptabilité et de viabilité des investissements. Le financement des pays industrialisés devrait — moyennant des normes arrêtées d'un commun accord et compte tenu des possibilités des pays — être accordé automatiquement, une fois que le pays en développement a décidé de s'approvisionner dans un pays donné. Une telle attitude permettrait aux pays en développement d'effectuer leurs achats indépendamment de la source de financement, sur la base de contrats individuels. Il n'en resterait pas moins que, globalement, les divers pays industrialisés s'assureraient des achats à concurrence des sommes qu'ils sont prêts à financer. Par ailleurs, on pourrait améliorer les modalités de financement des exportations de façon à ce qu'elles soient mieux adaptées aux impératifs des investissements. Pour les pays en développement, les coûts d'investissement s'en trouveraient diminués; quant aux pays industrialisés leurs conditions de financement se trouveraient assouplies sans qu'il leur en coûte beaucoup.

### 4. Intermédiation des emprunts

25. Les prêts de l'étranger peuvent être obtenus i) directement par l'instance responsable d'un projet, sans garantie du gouvernement; ii) directement par l'instance responsable, avec

garantie du gouvernement; iii) par l'intermédiaire du gouvernement ou d'une institution d'Etat (banque de développement, banque centrale). Seules les instances bien établies des pays en développement à revenu élevé ont normalement la possibilité d'obtenir des prêts de l'étranger sans garantie du gouvernement. Des garanties supplémentaires renforçant la solvabilité doivent être fournies pour i) obtenir purement et simplement le prêt ou en accroître le montant, ii) pour assouplir les modalités d'emprunt (taux d'intérêt, étalement, durée du prêt, délais de grâce). Si la plupart des prêteurs préfèrent que l'instance responsable d'un projet participe elle aussi aux transactions relatives à l'emprunt, il existe également des cas où les pouvoirs publics procèdent directement aux emprunts pour prêter ensuite au second degré aux instances responsables des projets (pour la plupart il s'agit de fonds APD).

26. Dans les pays en développement, toutes les opérations de prêts étrangers sont normalement coordonnées par la banque centrale, ou autre institution analogue, qui se charge également de convertir les recettes éventuelles des prêts (mis à la disposition des emprunteurs) et d'assurer le service de la dette. Si l'Etat a fourni une garantie, il perçoit habituellement de l'instance responsable du projet une redevance en monnaie locale (sauf si cette instance relève des pouvoirs publics). L'instance responsable du projet doit alors prendre à sa charge tous les risques relatifs aux variations des taux de change et d'intérêt ce qui, dans les paiements du service de la dette se traduit par des variations correspondantes des sommes à verser à la banque centrale en monnaie locale.

27. Une intermédiation supplémentaire est possible dans le cas de prêts au second degré concédés par les pouvoirs publics. Selon les orientations gouvernementales, et afin d'aligner le coût actuel et escompté des prêts étrangers sur les prix locaux et sur la conjoncture intérieure, les gouvernements pourraient jouer le rôle d'intermédiaires dans les domaines suivants:

- i) fixation de la redevance pour assurer le transfert du prêt au second degré en échange d'une garantie ou pour ajuster le taux d'intérêt de manière à tenir compte de la situation concurrentielle avec d'autres instances locales ou étrangères;
- ii) taux d'intérêt, la différence par rapport aux conditions initiales du prêt serait absorbée par les pouvoirs publics;
- iii) durée du prêt et délais de grâce, les modalités initiales du prêt étant modifiées pour tenir compte des besoins de l'instance responsable du projet, la différence étant absorbée par les pouvoirs publics (balance des paiements);
- iv) risques imputables aux variations des taux de change, les pouvoirs publics pourraient assumer ces risques.

Les mesures précitées doivent être envisagées dans le contexte général de la politique industrielle intérieure et de la situation de la balance des paiements des pays en développement respectifs, ces mesures pouvant d'ailleurs se combiner. Compte tenu des conditions différentes consenties par les divers bailleurs de fonds, les gouvernements des pays en développement gagneraient ainsi sur les fonds APD qui pourraient servir à financer au second degré des projets industriels si les modalités initiales des prêts consentis ne sont pas adaptées auxdits projets.

#### IV. Besoins et divers modes possibles de financement

28. Les besoins et les divers modes possibles de financement sont liés à toutes les activités d'une instance responsable d'un projet et les paiements du service de la dette ne sont qu'un élément important dont il convient de tenir compte. Les incidences des modalités de prêt, des fluctuations des taux d'intérêt et des taux de change ainsi que le financement des actions déterminent la charge que représente la dette pour l'instance responsable du projet. Toute variation prolongée de la charge du service de la dette, imputable aux variations des taux de change ou d'intérêt, est généralement due à divers phénomènes économiques (et notamment à l'inflation). Il s'ensuit que, du moins à moyen ou à long terme, on enregistrera, notamment dans le domaine des coûts et des prix, des variations du contexte économique correspondant en quelque sorte aux variations des taux de change et d'intérêt. Bien que tous ces éléments méritent d'être étudiés vu leurs liens étroits et la manière dont ils interviennent dans la charge du service de la dette, nous nous attacherons surtout dans la présente étude aux conséquences financières des variations de la charge du service de la dette.

29. Dans l'étude de la structure financière d'un investissement donné, il faudrait établir, en fonction de la part des actions et des autres termes de la dette, une structure de la dette susceptible d'assurer la viabilité financière de l'instance chargée du projet, compte tenu des circonstances auxquelles on peut normalement s'attendre. Il faudrait en outre inclure des dispositions financières pour les cas imprévus qui pourraient survenir pendant la phase d'investissement ou d'exploitation afin que l'entreprise puisse fonctionner sans difficultés financières. Ces conditions idéales de financement ne se rencontrent que rarement dans les pays en développement vu l'insuffisance générale des moyens de financement. C'est pourquoi les mesures financières prises dans les pays en développement doivent s'attacher à surmonter les problèmes essentiels les plus courants. Les variations défavorables des taux de change et les augmentations du taux d'intérêt en cours de durée du prêt ainsi que les modalités rigides et peu satisfaisantes de leur octroi au départ sont devenus des sujets de

grave inquiétude pour la survie des entreprises industrielles des pays en développement. Cette situation, qui a entraîné des difficultés pour le service de la dette, a eu en outre pour effet de réduire et, partant, de rendre moins intéressants les revenus sur les investissements.

## 1. Cycle d'investissement

30. Pour la fixation de la durée et des délais de grâce des prêts (moyenne de divers prêts), il faudrait tenir compte du cycle normal d'investissement dans les pays en développement. Dans ces pays, les projets industriels ont une période de construction type de 3 à 4 ans. Les deux ou trois premières années d'exploitation sont généralement difficiles jusqu'à ce que l'on parvienne à une utilisation raisonnable de la capacité de production. Après cela, un projet industriel a une durée d'exploitation de quelque 12 à 18 ans. Ce n'est que pendant cette période que les remboursements devraient avoir lieu. En égard à cette répartition du cycle des investissements, les prêts devraient avoir en moyenne des délais de grâce *d'au moins* 5 ans et une période de remboursement de 10 ans, ce qui conduirait finalement à une durée de 15 ans à compter du démarrage du projet. Or, la plupart des modalités des prêts ne correspondent pas à ces nécessités, en sorte que l'instance chargée du projet ne peut satisfaire ou éprouve des difficultés à satisfaire aux obligations qui lui incombent au titre du service de la dette, même si ce dernier n'augmente pas dans les années qui suivent.

## 2. Equilibre entre dette et actions

31. Une part accrue de financement par actions aurait pour effet de réduire le montant des versements à effectuer au titre de la dette et d'accroître les possibilités d'atténuer les contrecoûts d'augmentations imprévues du service de la dette susceptibles de se produire à posteriori. Elle compenserait donc dans une certaine mesure les conditions de prêts défavorables au départ et les augmentations ultérieures du service de la dette. Malheureusement, dans de nombreux cas, les possibilités de financement par actions sont devenues plus rares que celles de financement par des prêts de l'étranger. Compte tenu de cette situation et des modalités de prêt défavorables, il faudrait chercher la possibilité de remplacer les prêts étrangers par des souscriptions d'actions. Plusieurs pays industrialisés possèdent des institutions de développement spécialisées dans les investissements en actions, mais leur importance est restée assez limitée. Il faut peut-être en chercher la cause dans le peu d'enthousiasme général des pays en développement à accepter des actionnaires étrangers. Vu les besoins en actions pour financer les investissements industriels, les pays en développement et les

institutions de prêts devraient envisager d'accroître l'intermédiation des divers pays en développement pour remplacer les prêts étrangers par des souscriptions d'actions afin de compenser l'insuffisance des modalités des prêts et l'augmentation des taux des devises et des taux d'intérêt. Afin de ne pas trop demander du rôle d'intermédiaire des pays en développement, les pays industrialisés, faisant appel à des organismes bilatéraux ou recourant à un système de garanties auprès d'autres institutions financières devraient accepter d'étendre la durée de leurs prêts, ce qui pourrait se faire sous forme de prêts spéciaux d'intermédiation en faveur de souscriptions d'actions. De même, les banques internationales de développement pourraient faciliter un financement des actions moyennant l'octroi de prêts à plus longue échéance aux pays en développement, lesquels, à leur tour joueraient le rôle d'intermédiaires pour les transférer, selon les besoins, aux instances locales responsables des investissements industriels. Selon le type de projet industriel on a constaté qu'une proportion de 55 à 65% de l'ensemble du financement était généralement acceptable. Cependant, si les modalités des prêts et si les perspectives de bénéfices des projets sont douteuses, il faut généralement une part d'actions plus élevée.

32. La rémunération des actions se ressent directement des taux de change et d'intérêt. Toute augmentation des coûts d'emprunt réduit les bénéfices du projet en sorte que les finances publiques perdent sur les impôts et les investisseurs sur leurs revenus. Dans la mesure où les augmentations du service de la dette ne peuvent être couvertes par les marges brutes d'autofinancement, elles réduisent la valeur des investissements des actionnaires et une aide extérieure peut être nécessaire. Une augmentation de la part du financement par actions risque d'abaisser le rendement des actions aussi longtemps que les montants des intérêts sont inférieurs au rendement des investissements considérés dans leur totalité, ce qui, normalement, devrait être le cas (effet multiplicateur).

### 3. Incidences fiscales

33. Les augmentations des taux de change et d'intérêt sont, pour la plupart, le résultat de phénomènes survenant dans les pays industrialisés. Cependant, si, dans un pays en développement, l'instance responsable d'un projet est entièrement tributaire de prêts de l'étranger, il faut qu'elle adapte en conséquence les conditions qu'elle pratique localement, de façon à compenser l'augmentation des coûts. Dans de nombreux cas, les moyens mis à la disposition des instances responsables des pays en développement sont d'une part mesurés et limités localement, et d'autre part ces instances sont soumises à des risques importants quant aux prêts étrangers. Une partie du problème est liée aux impôts locaux

qui frappent les investissements et l'exploitation. Certes, de tels impôts se justifient si l'instance industrielle est pleinement intégrée dans les conditions du marché local, y compris les modalités de financement. Cependant, si une instance responsable d'un projet assume la pleine responsabilité des prêts consentis par l'étranger, lesdits impôts devraient être considérés comme partie intégrante de l'évolution des taux de change, du taux d'intérêt local et des possibilités d'ajustement des coûts et des prix locaux.

34. Dans de nombreux pays en développement, le paiement des intérêts sur les prêts étrangers est soumis à des impôts supplémentaires si tel est le cas, les bailleurs de fonds augmentent normalement leur taux d'intérêt brut en conséquence de façon à percevoir l'intérêt net souhaité. Il s'ensuit un transfert de paiement de l'instance responsable du projet à l'Etat qui devrait également être envisagé dans le contexte des mesures globales en matière de financement (paragraphe 32). Certains pays en développement ont avec les grands pays industrialisés des traités relatifs à la double imposition qui permettent au prêteur de récupérer lesdits impôts. Il conviendrait d'étudier en détail la justification de tels impôts frappant le versement d'intérêts sur des prêts étrangers et les avantages qu'ils présentent sur les plans financier et économique pour les instances responsables des projets ainsi que pour les gouvernements respectifs des pays en développement, notamment vu les taux d'intérêt élevés dont les prêts étrangers ont été assortis au cours des dernières années.

#### 4. Marge brute d'autofinancement en exploitation

35. La marge brute d'autofinancement en exploitation dépend des principaux éléments suivants: rendements, coûts d'exploitation et prix. Achever un projet en temps utile est important si l'on veut empêcher les coûts d'investissement de monter (coûts des intérêts et inflation) mais il est tout aussi important de démarrer la production en temps voulu et de parvenir à une pleine capacité de production. Toute perte de production au début des opérations a des conséquences capitales et décisives sur la marge brute d'autofinancement et sur le paiement du service de la dette. En général, les années critiques pour les obligations du service de la dette se situent dans les cinq premières années de l'exploitation. Après cela, d'une part les remboursements de la dette ont pour effet de réduire la charge de l'intérêt et, d'autre part, l'accélération de la production augmente les liquidités; en outre, l'écart inflationnaire entre les investissements existants et les prix des produits qui augmentent se trouve réduit.



36. Même si l'instance responsable du projet a une production et un rendement satisfaisants, il ne s'ensuit pas nécessairement que la rentrée de liquidités soit satisfaisante; en effet, l'évolution tant internationale que locale des frais d'exploitation et du prix des produits est tout aussi importante. Dans les pays en développement, les instances responsables des projets souffrent souvent de réglementations des prix défavorables. Les produits industriels ayant une incidence majeure et tangible sur les augmentations du coût de la vie, de nombreux pays en développement essaient de bloquer les prix des produits industriels à des niveaux souvent insuffisants même pour des entreprises productives. Par ailleurs, les coûts de la main d'œuvre augmentent plus que proportionnellement et les apports éventuels de matériel étranger sont taxés lourdement. Dans de telles situations, tout relèvement du taux d'intérêt ou du taux des changes ne peut être rattrapé à court terme par un relèvement des prix locaux et l'entreprise a besoin d'un certain temps pour absorber les contrecoups d'un relèvement du service de la dette. Des augmentations à long terme du taux d'intérêt sont habituellement la conséquence d'une inflation croissante et généralisée dans le pays de la monnaie empruntée. Les variations du taux de change peuvent être soit le résultat d'options ou d'orientations propres aux pays en développement respectifs ou d'une modification des taux de change entre les monnaies des pays industrialisés (voir détails au chapitre 43). Les effets pour l'instance responsable du projet seront les mêmes, encore que la dernière cause ne devrait pas avoir d'effet marquant, à court ou à long terme, sur les coûts et les prix intérieurs des pays en développement respectifs. Dans le cas de variation des taux de change locaux, seuls l'échelonnement et l'ampleur des ajustements des prix sont inconnus. Généralement ces variations des taux de change s'inscrivent dans une politique économique globale du pays en développement et l'entreprise industrielle intéressée s'en ressent de diverses manières selon les options prises. Les conséquences financières de l'inflation, des variations du taux de change et du taux d'intérêt varient chaque cas d'espèce.

##### 5. Coûts d'investissement

36. Pendant la période de réalisation, tout relèvement du taux d'intérêt ou du taux de change se traduit par une augmentation des coûts d'investissement, tous les coûts étant alors considérés comme tels. Le financement de ces augmentations imprévues doit donc être assuré sur des fonds de réserve ou encore être couvert par des mesures permettant d'obtenir des fonds supplémentaires. Si les moyens de financement sont obtenus dans la même monnaie que celle dans laquelle sont libellées les fournitures (compte tenu de l'échelonnement des paiements), aucun problème de financement ne se pose jusqu'à la période d'exploitation

(étant admis que l'intérêt est également financé pendant la période de construction), moment où des paiements plus importants (exprimés en monnaie locale) correspondant au service de la dette viennent à échéance. Cependant, si le financement est assuré par des fonds étrangers ou locaux d'origines différentes, un écart peut déjà se produire pendant la phase d'investissement. Dans le système actuel des prêts étrangers, c'est généralement l'instance responsable du projet qui supporte ces risques, en sorte qu'il faut avoir prévu dès le départ un montant supplémentaire de financement, sous forme d'actions ou de prêt, ou qu'il faut en négocier un nouveau.

37. Une fois le projet achevé, les coûts d'investissement se présentent, dans la comptabilité de l'instance responsable, sous forme de paiements du service de la dette et de frais d'amortissement. Toute augmentation des obligations correspondant au service de la dette doit être à la charge de l'exploitation. Pour les augmentations du service de la dette imputables à des ajustements intervenus dans les pays industrialisés (par exemple DM, Franc suisse et Yen par rapport au dollar des Etats-Unis depuis 1970) on a fait valoir qu'en général les achats provenant de ces pays se faisaient à des prix relativement favorables. Cet argument peut se justifier dans certains cas particuliers où la concurrence internationale est forte, où les délais de livraison des produits sont longs et où les variations des taux de change interviennent peu après la signature des marchés. Normalement toutefois, les disponibilités de l'instance responsable du projet n'ont aucun rapport particulier avec l'augmentation des obligations contractées au titre du service de la dette et les bénéfices que réalise l'instance en question se présentent uniquement sous la forme d'ajustements de caractère général à moyen ou à long terme, liés au relèvement des taux d'intérêt et aux variations des taux de change dans les pays industrialisés et dans les pays en développement respectifs.

38. Les pertes imputables au paiement des intérêts majorés et à la dévaluation sont généralement passées au compte profits et pertes. Dans certains pays à taux d'inflation élevé, des majorations correspondantes doivent être apportés à la valeur comptable des investissements afin d'ajuster les amortissements pour les années à venir. Ainsi donc, les pertes imputables à la dévaluation seraient compensées par des gains dus à une réévaluation des immobilisations. Une telle pratique comptable semble satisfaisante pour des pays à forte inflation vu que les immobilisations financées ont de fait augmenté de valeur (exprimée en monnaie locale). Il n'en reste pas moins que cette plus-value doit être financée. En théorie, une augmentation des coûts pour de nouveaux investissements devrait se traduire, du moins à longue échéance par une augmentation correspondante du prix des produits. Cependant, dans la pratique, toute augmentation des paiements dus au titre du service de la dette doit normalement être absorbée immédiatement par les instances responsables des projets sans qu'il en résulte un lien direct ou immédiat sur l'augmentation du prix de leurs produits.

## V. Fluctuation des taux d'intérêt et de change

### 1. Considérations générales

39. Dans le cas des principales monnaies internationales, il existe un lien étroit entre les probabilités d'inflation, les taux d'intérêt et les taux des devises. La parité des taux d'intérêt de diverses monnaies convertibles est assurée par les transactions à terme en devises. Par exemple, les coûts d'emprunt d'un prêt de douze mois en DM ou en dollars des Etats-Unis se décomposeraient comme suit:

	DM	dollar des Etats-Unis
Taux d'intérêt annuel	8	15
Coûts des marchés à terme	7	0
Coût total des emprunts	<u>15</u>	<u>15</u>

Si une société axée sur le dollar des Etats-Unis veut emprunter en DM, elle paiera 7% en moins d'intérêt que pour des dollars des Etats-Unis. Cependant, elle prend un risque sur le marché des devises. Au moment de l'emprunt, la société obtient des DM, qu'elle change en dollars pour assurer ses obligations dans cette monnaie. Une fois la période de douze mois écoulée, elle doit rembourser en DM. Si la valeur du dollar par rapport au DM a baissé dans l'intervalle, elle aura subi une perte en devises inférieure ou supérieure à l'avantage qu'elle s'est acquise sur le plan des intérêts. En règle générale, les instances responsables de projets évitent de s'exposer à des engagements importants en devises non couverts, vu les risques que cela comporte. C'est pourquoi tout investissement ou engagement est financé dans la monnaie du pays où le projet est situé. Si une telle solution n'est pas possible, les instances s'efforcent d'assurer leur découvert en devises par des opérations à terme. Dans la pratique courante, la couverture en devises à terme n'est valable qu'un an, et ce uniquement dans les principales monnaies internationales. De plus, les couvertures à plus long terme ont tendance à être plus coûteuses, les risques étant plus élevés. Pour couvrir des périodes étendues (comme dans le cas de prêts à long terme), la couverture à terme ne peut être assurée que par le renouvellement de contrats à terme de courte durée, passés aux taux de change à terme respectivement en vigueur, lesquels varient avec la conjoncture. Ces frais de transaction correspondent aux différences d'intérêt entre les deux monnaies en cause. Dans le cas des investissements industriels dans les pays en développement, de telles opérations à terme représenteraient des coûts supplémentaires en devises, étendus sur plusieurs années, et ne pourraient être entreprises que dans le cadre des monnaies des grands pays industrialisés. Il n'en reste pas moins que les principaux risques en matière de devises entre les prêts étrangers et les investissements locaux dans les pays en développement ne pourraient être assurés que moyennant des coûts

excessifs. Si une instance industrielle d'un pays en développement recueille par ailleurs des devises grâce à la vente de ses produits, elle peut se permettre de se prémunir par des opérations à terme, et il est indiqué qu'elle le fasse.

40. La plupart des investissements industriels faits dans les pays en développement doivent être protégés contre les risques de variation des cours des devises, du moment où les prêts étrangers sont consentis jusqu'à celui des investissements locaux et des ventes. Puisque le système financier actuel ne permet pas de se prémunir contre ces risques à un prix raisonnable, les instances responsables des projets des pays en développement n'ont d'autre choix que de les assumer. Les coûts supplémentaires qui en résultent doivent être couverts par une augmentation du prix des produits afin d'assurer les paiements accrus du service de la dette (à court terme, une réduction des prix peut jouer un rôle de tampon). Ainsi donc l'instance se trouve placée devant un problème qui n'a rien à voir avec l'exploitation du projet. Pour elle, l'éventualité de récupérer les coûts supplémentaires (intérêts et pertes imputables à la dévaluation) et la date où elle pourra le faire dépendent en grande partie de la politique économique gouvernementale en matière de taux des changes, de l'inflation intérieure (frais d'exploitation) et de la latitude laissée en matière de fixation des prix de vente des produits. Pour éviter toutes ces difficultés, les gouvernements ou des institutions gouvernementales pourraient assumer la totalité des risques sur le marché des devises et faire payer aux instances responsables des projets des taux d'intérêts pratiqués dans le pays, ne comportant pas de risques de change et assortis d'échéances convenables. On constate en outre fréquemment que la politique de nombreuses banques centrales consiste à maintenir les taux de change à certains niveaux ou à les différencier en fonction de la fin pour laquelle la transaction en devises est effectuée. Les banques centrales ne sont toutefois pas normalement en mesure d'appliquer ces politiques de maintien de taux de change fictifs pendant de longues périodes. De toute façon, le maintien de taux fictifs entraînerait des conséquences économiques qu'il conviendrait d'évaluer par rapport aux avantages qu'apporterait une plus grande stabilité des taux de change. Il faudrait faire intervenir des considérations analogues pour les taux différenciés, en fonction des fins pour lesquelles les transactions en devises sont effectuées. Cette solution, si elle était appliquée de façon systématique, se justifierait davantage pour les investissements industriels orientés vers le marché intérieur. Il conviendrait d'étudier plus à fond les incidences économiques d'une telle manière de procéder.

## 2. Taux d'intérêt

41. Pour les diverses grandes monnaies d'emprunt, les fluctuations des taux d'intérêt ont été fortes et diversifiées. On n'a pas tenu compte des monnaies locales parce qu'on ne dispose généralement pas des renseignements voulus et que les taux d'intérêt sont fixés par les gouvernements. Sauf pour les fonds APD qui comportent des parts importantes de dons, les taux d'intérêt pratiqués pour le financement des banques internationales de développement et des exportations ont pour la majeure partie été établis pour des échéances à terme fixe et en fonction de l'évolution des taux d'intérêts à long-terme applicables aux monnaies des grands pays industriels exportateurs de capitaux. Ainsi, avec ces types de financement il n'y a, par définition, aucun relèvement du taux d'intérêt pendant la durée du prêt. Il ne s'ensuit pas pour autant que les versements d'intérêts ne puissent augmenter. Toute dévaluation — disons 10% — aurait pour effet d'augmenter les intérêts à verser de 10% à compter de la date à laquelle elle est intervenue. Par conséquent, pour les prêts à intérêt fixe, (comme pour les émissions d'obligations à long terme et à intérêt fixe) les risques sur le service de la dette sont limités à des pertes dues à la dévaluation sur les versements d'intérêts et sur les remboursements du solde du prêt. A titre indicatif, les taux des intérêts fixes pratiqués pour les émissions d'obligations à long terme pratiqués pour les diverses monnaies ont connu l'évolution suivante (en %):\*

							jan-mai
Décembre 31	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Dollar des Etats-Unis	9,4	8,5	7,4	8,0	8,6	10,1	10,9
DM	9,3	8,0	7,4	6,8	6,8	7,6	8,4
Franc suisse	8,0	6,7	5,5	5,3	5,7	6,6	7,1

\* Garantie Morgan

42. La plupart des emprunts contractés auprès de banques d'affaires le sont, moyennant un intérêt variable. Vu que ces fonds sont toujours disponibles, alors que les possibilités d'obtention de la plupart des autres fonds sont limitées, et que les pays à revenu excédentaire de l'OPEP ne prêtent qu'à court terme, les emprunts à intérêt variables faits auprès des banques d'affaires sont en passe de devenir une source encore plus importante de financement pour les pays en développement. Les augmentations et les fluctuations des taux d'intérêt, qui se traduisent par une augmentation des fonds requis pour assurer le remboursement de la dette, ont été importantes et sont principalement dues à une augmentation et à une plus grande diversification des taux d'inflation dans les principaux pays industrialisés. L'évolution des taux d'intérêt à six mois des dépôts d'Euromonnaies se présente comme suit (en %):\*

						jan-mai
Décembre 31	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Dollar des Etats-Unis	6,6	5,4	7,5	12,3	14,4	15,0
DM	4,0	4,8	2,8	3,7	8,4	9,2
Franc suisse	3,3	2,1	1,9	0,1	5,9	6,1
Yen	6,2	6,4	2,8	1,9	8,6	11,3
Livre sterling	11,3	14,8	7,1	13,3	16,8	17,3
Franc français	7,3	12,6	14,0	9,9	14,1	13,6

\* Garantie Morgan

Les taux d'intérêt pour le dollar des Etats-Unis qui, en 1976, se situaient au niveau faible de 5,4% sont montés en flèche pour atteindre 19% en mars 1980. Il en est résulté pour les principales monnaies d'emprunt des pays en développement des fluctuations qui, normalement, dépassent à long terme les possibilités des diverses instances responsables de projets ainsi que celles des pays en développement. De même, les taux d'intérêt pour le DM ont, au cours des 5 dernières années, varié de 2 à 10%. Les taux du franc suisse sont passés d'un minimum de 0% à un maximum de 6%. Quoiqu'il en soit, les taux d'intérêt, pour toutes les monnaies ont pratiquement doublé si l'on compare les chiffres de 1975/76 à ceux de 1980. Cette augmentation généralisée est étroitement liée à l'élévation considérable des taux d'inflation. Les différences des taux d'intérêt entre les diverses monnaies s'expliquent par l'évolution des taux de change. Outre les augmentations des taux d'intérêt, les emprunteurs doivent également assumer les pertes que les dévaluations font subir aux versements des intérêts et aux remboursements (exprimés en monnaie locale).

### 3. Taux de change

43. Du point de vue d'une instance responsable d'un projet qui a son siège dans un pays en développement, les risques en matière de taux de change sont de deux types. Le premier est lié au dollar des Etats-Unis qui est la première devise internationale (sa part représente quelque 75%) ou à toute autre devise de référence retenue par le pays en développement considéré; le second est lié aux devises qui prennent une plus-value par rapport au dollar des Etats-Unis. Vu l'insuffisance des disponibilités locales, le premier type de risque est pratiquement inévitable pour tout investissement industriel important dans un pays en développement. Le second type de risque est le plus souvent une question de choix et doit être évalué en fonction des avantages que présentent les taux d'intérêt des monnaies fortes. Par ailleurs, le premier type de risque a plus de chances d'être couvert par des ajustements judicieux du

taux de change et des prix intérieurs (du moins à moyen terme) puisque tous les emprunteurs du pays en développement en subiront le contrecoup. Toute dévaluation se traduit par des augmentations proportionnelles des paiements du service de la dette.

44. L'évolution des taux de dévaluation entre la plupart des monnaies des pays en développement et le dollar des Etats-Unis a varié considérablement selon les pays. Pour le DM par exemple, l'évolution des indices par rapport aux autres monnaies des pays industrialisés a été la suivante:\*

	1972	1974	1976	1978	mai 1980
Décembre					
Dollar des Etats-Unis	100	131	135	171	180
Franc suisse	100	189	86	75	78
Yen	100	128	129	109	133
Livre sterling	100	132	189	203	183
Franc français	100	116	132	145	147
Par rapport aux 23 partenaires commerciaux les plus importants de la R.F.A.	100	116	129	145	150

\* Source: Deutsche Bundesbank.

Ainsi, de 1972 à 1980 la plus-value du franc suisse par rapport au dollar des Etats-Unis a atteint 130%, celle du DM par rapport au dollar des Etats-Unis 80% et celle du Yen par rapport au dollar des Etats-Unis entre 35 et 65%. Pendant cette période, les pertes subis dans ces monnaies par suite de la dévaluation n'ont pas été entièrement compensées par les avantages obtenus sur les intérêts, ce qui a entraîné une lourde élévation du service de la dette pour les sociétés de projets qui avaient bénéficié de prêts en DM, en francs suisses et en yens.

#### 4. Sensibilité au rapport du service de la dette dans le financement

45. La sensibilité au rapport du service de la dette aux diverses augmentations des obligations contractées à ce titre a été calculée d'après un rapport d'évaluation relatif au cas concret d'un projet pétrochimique situé dans un pays en développement. Ce projet a été financé avec un rapport dette/actions de 60 à 40. Les proportions du service de la dette pour différentes hypothèses et les différentes années s'établissent comme suit:\*

Année	- réalisation -				- exploitation -			
	-4	-3	-2	-1	1	2	3	4
Cas type					1,2	1,7	2,1	2,3
Taux d'intérêt + 5% (de 8,5% à 13,5%)					0,9	1,4	1,8	1,9
Dévaluation 20%					1,0	1,4	1,7	1,9
Taux d'intérêt + 3% combiné à une dévaluation de 20%					0,8	1,2	1,5	1,7
Coûts d'investissement + 20%					1,0	1,4	1,7	1,9
Prix à la production + 10%					2,0	2,3	2,8	3,0

\* Pour la 1<sup>ère</sup> année aucun remboursement n'a été prévu.

Ainsi qu'il ressort de cet exemple représentatif, il suffit de légères augmentations des taux d'intérêt combinées à des pertes dues aux dévaluations pour qu'un projet viable au départ se trouve placé dans une situation financière difficile. Le cas type fait apparaître un taux de couverture de la dette acceptable, qui se situe à 1,2 la première année pour passer progressivement à 1,7 et 2,1 les années d'exploitation suivantes. Si l'on admet que les estimations des recettes et des coûts d'exploitation sont conformes à la réalité, la couverture du service de la dette permettrait d'absorber en partie seulement les contrecoups qui en résulteraient pour la trésorerie. Ces difficultés de trésorerie peuvent être la conséquence de nombreuses causes imprévisibles (voir para.35) dont il doit être tenu compte dans la structure financière d'une instance responsable d'un projet, ce qui permet d'en assurer la viabilité financière (remboursement des obligations existantes et possibilité d'obtenir les fonds supplémentaires nécessaires). Si l'instance responsable du projet doit éponger les augmentations des taux de change et d'intérêt avec la propre trésorerie, cette possibilité d'absorption doit être considérablement renforcée dans le plan de financement initial. Déjà avec un relèvement de 3% des taux d'intérêt, combiné à des pertes de 20%, dues à la dévaluation, les proportions pour le service de la dette, satisfaisantes pour le cas type se transforment en 0,8; 1,2 et 1,5 dans les trois premières années d'exploitation qui sont précisément les plus critiques. Une telle situation suppose qu'en cours d'exploitation il n'y ait aucun manque à percevoir dans la trésorerie. Or, en fait, les effets défavorables sur les obligations contractées au titre du service de la dette ont été bien plus importantes au cours des dernières années. Qu'un projet puisse supporter de telles obligations supplémentaires sans devoir recourir à un financement extérieur supplémentaire dépend en grande partie des augmentations des prix de ses produits et de la phase du projet (réalisation, début de l'exploitation) au moment où ces effets se produisent. Par ailleurs, les augmentations des prix des produits améliorent sensiblement le rapport du service de la dette, compensant ainsi les engagements contractés à ce titre. Pour un projet donné,



une augmentation de 8% du prix des produits compense à peu près un relèvement de 3% du taux d'intérêt combiné à une dévaluation de 20%. Dans l'optique de la politique économique d'un gouvernement, les coûts et les avantages d'une politique de stabilité des prix doivent être évalués conjointement avec la stabilité des taux d'intérêt et de change. Pour ces deux éléments, la politique gouvernementale a une importance exceptionnelle pour les instances industrielles car, indépendamment des possibilités du marché, leur bonne marche en dépend en grande partie. Il n'en reste pas moins qu'à long terme, les obligations des gouvernements en matières de prêts étrangers doivent être en harmonie tant avec les ressources en devises qu'avec la production des instances industrielles en faveur desquelles le financement a été accordé.

## VI. Couverture de l'augmentation des obligations contractées au titre du service de la dette

### 1. Détermination des besoins au départ

46. Vu les incertitudes de l'avenir économique, il faut, dans toute planification, prévoir des dispositions spéciales. Les obligations au titre du service de la dette dépendent de l'exploitation et de la structure d'un projet. Il s'ensuit que le financement d'un investissement industriel devrait reposer sur des hypothèses sérieuses tant pour ce qui est des coûts de réalisation et d'investissement que de l'exploitation, coûts et prix y compris. La marge brute d'autofinancement résultant de l'exploitation servira à couvrir les obligations du service de la dette et les bénéfices sur les investissements. Les obligations au titre du service de la dette sont à proportion de la part qu'elle représente et des modalités de financement du prêt. La capacité d'honorer le service de la dette d'un projet est donc déterminée d'une part par l'assurance d'une marge brute d'autofinancement (rendement, coûts, et prix des produits) et, d'autre part par les obligations contractées au titre du service de la dette. Or, si les promoteurs prudents ont toujours inclus des dispositions relatives à la marge brute d'autofinancement (vu les risques), on n'a le plus souvent tenu aucun compte des augmentations du service de la dette imputables aux relèvements des taux d'intérêt et des pertes dues aux dévaluations.

47. L'absence de dispositions adéquates et la structure insuffisante du plan financier d'un investissement industriel dans un pays en développement ne relèvent pas nécessairement d'erreurs de jugement mais plutôt de la survivance d'habitudes, vu les limitations de moyens généralisées que connaissent les pays en développement. Même si certains projets industriels parviennent à établir une structure financière satisfaisante, il n'en reste pas moins que sur le plan macroéconomique, il ne fait aucun doute qu'il n'existe pas de fonds en quantités suffisantes

et à des *conditions satisfaisantes*. Il est donc inévitable que, dans les pays en développement, de nombreux investissements industriels ne prévoient pas dans leur plan financier des dispositions satisfaisantes et que leur financement soit mal assuré dès le départ. La vulnérabilité financière de telles entreprises est très élevée, indépendamment de toutes autres pertes imputables au relèvement des taux d'intérêt et aux dévaluations. Compte tenu des pertes courantes et croissantes dues au relèvement des taux d'intérêt et aux dévaluations, il faut inclure des dispositions supplémentaires dans le plan initial de financement – au titre des effets que ces augmentations auront vraisemblablement pendant la durée du projet – et notamment pendant la période de réalisation et les premières années d'exploitation.

## 2. Besoins supplémentaires

43. Dans le cas de situations exceptionnelles ou inattendues, mêmes les dispositions prises pour des hypothèses prudentes ne suffiraient pas à permettre de satisfaire aux obligations contractées au titre du service de la dette sans difficultés majeures. Normalement, seule la combinaison d'une insuffisance de la marge brute d'autofinancement et d'augmentations imprévues du service de la dette devraient poser des problèmes à une instance raisonnablement financée au départ, vu ses possibilités intrinsèques d'absorber les contrecoups éventuels. Cependant, vu que tout effet négatif influence d'abord sur les bénéfices et sur les actions, les bénéfices de l'instance responsable pourraient en souffrir considérablement. Les difficultés que les instances responsables de projets rencontrent à satisfaire aux obligations qu'elles ont contractées au titre du service de la dette sont généralement le résultat d'une combinaison des facteurs ci-après:

- i) non satisfaction des besoins déterminés au départ
  - mauvaises estimations (investissements, exploitation)
  - insuffisance de fonds locaux de prêts (montant et modalités)
  - insuffisance des souscriptions d'actions
- ii) augmentation exceptionnelle et imprévue des obligations contractées au titre du service de la dette
  - relèvement des taux d'intérêt dans le cas des prêts à intérêt variable ou du remboursement de prêts à court ou à moyen terme
  - pertes dues aux dévaluations  
conséquences sur les intérêts et le principal
  - augmentation des coûts d'investissement

- iii) Marge de financement brute en période d'exploitation
  - retard dans le démarrage de la production
  - faible rendement et utilisation insuffisante de la capacité de production
  - évolution défavorable du prix des produits et des coûts d'exploitation

### 3. Couverture du manque à gagner

49. Vu les divers facteurs et les diverses parties en cause dans toute situation débitrice défavorable, il est à prévoir que la solution du problème exigera un effort commun des actionnaires, de l'instance responsable du projet, des pouvoirs publics et des bailleurs de fonds étrangers selon la gravité des difficultés financières. S'il s'agit uniquement d'un problème de liquidités, un financement temporaire par des banques d'affaires locales ou étrangères permettant d'opérer la soudure devrait pouvoir être obtenu à des conditions acceptables. Cependant, les difficultés financières portent généralement tant sur les liquidités que sur la solvabilité de l'instance responsable, par suite d'un épuisement des liquidités et de bénéfices insuffisants.

#### a) Actionnaires

50. Les actionnaires qui participent déjà au financement d'un projet sont en général prêts, le cas échéant, et s'ils ont les fonds nécessaires, à souscrire de nouvelles actions si les perspectives à long terme sont encourageantes. Dans le cas de graves difficultés à satisfaire aux obligations du service de la dette, une émission de nouvelles actions est nécessaire pour 1) assurer les remboursements de la dette existante, 2) rembourser la dette à long terme pour réduire la charge qu'elle représente et 3) pouvoir faire de nouveaux emprunts à court terme si besoin.

#### b) Pouvoirs publics

51. Les pouvoirs publics peuvent prêter leur concours de diverses manières:

- i) en réduisant les charges fiscales
- ii) en adoptant en matière de taux de change, de prix des produits, et de coûts d'exploitation, une politique économique favorable au secteur industriel et aux projets qui en relèvent

- iii) en jouant un rôle d'intermédiaire  
si des fonds supplémentaires sont nécessaires
- iv) en jouant dès le départ un rôle plus poussé d'intermédiaire de façon à  
augmenter les souscriptions d'actions et obtenir de meilleures conditions de  
prêt

Les mesures i) et ii) doivent être envisagées dans le contexte général du secteur industriel et compte tenu de la situation propre aux divers projets. Si les difficultés financières que connaît l'instance responsable du projet sont en partie dues à des réglementations locales mal adaptées, le gouvernement devrait soit apporter directement les amendements nécessaires soit contribuer aux prêts de manière à permettre de résoudre les problèmes financiers. La mesure iii) permettrait d'obtenir des fonds d'Etat sous forme de nouveaux prêts ou d'un remaniement des échéanciers de remboursement des prêts en cours, à des conditions acceptables pour l'une et l'autre des parties. En pratique, les pouvoirs publics assureraient le service de la dette sur les emprunts étrangers de l'instance responsable et lui consentiraient un prêt à plus longue échéance (solution préférable) ou encore à taux d'intérêt réduit.

52. Les fonds que l'étranger peut fournir à des conditions raisonnables et les fonds susceptibles d'être investis dans des actions étant les uns et les autres limités, les pouvoirs publics pourraient, dès le départ, assumer les prêts étrangers et émettre des actions ou concéder, aux conditions pratiquées localement, des prêts qui iraient aux instances responsables (pour les industries axées sur la consommation intérieure). Ces dernières seraient alors complètement réinsérées dans le marché local et le gouvernement aurait plus de latitude pour poursuivre sa politique économique intérieure. Les diverses instances responsables de projets bénéficieraient alors de plans de financements satisfaisants et n'auraient plus à se soucier des variations des taux d'intérêt étrangers ou du taux des devises. C'est l'Etat qui assumerait les coûts et les bénéfices économiques. A cette fin, le volume des prêts étrangers, regroupés dans un fonds spécial administré par les pouvoirs publics de chaque pays en développement respectif, pourrait être augmenté et leurs modalités aménagées de façon à assurer des moyens plus satisfaisants de financement des projets industriels sous forme de souscriptions d'actions et de prêts à long terme. Cette solution remédierait aux insuffisances des modalités des prêts étrangers et répondrait aux besoins intérieurs, la totalité des bénéfices et des risques d'intermédiation revenant aux pouvoirs publics du pays en développement. Le versement des intérêts de l'étranger et les pertes sur le taux de change des devises seraient couverts par le rendement des investissements entrepris (sur la base d'un projet donné, d'une industrie donnée ou de l'économie nationale). A plus long terme, les coûts des prêts étrangers (taux d'intérêt + pertes sur les devises) devraient s'équilibrer avec les taux d'intérêt locaux à moins que l'Etat ne prenne des mesures d'intervention (de nature quantitative aussi

bien que qualitative) décisives en matière de flux monétaire ou encore en matière de fixation des prix industriels. C'est pourquoi il faut envisager la politique gouvernementale ou l'intermédiation de la Banque centrale des pays en développement respectifs en fonction de

- i) sa politique industrielle générale
- ii) sa situation sur le marché des devises
  - potentiel d'emprunt
  - obligations au titre du service de la dette
  - recettes et réserves en devises
- iii) la qualité de ses investissements industriels
  - rendement des investissements, en précisant l'intérêt que présentent les investissements, les gains que permettront de réaliser les exportations ou les économies en devises, qui devraient être supérieurs aux sommes empruntées de l'étranger.

c) *Prêts de l'étranger*

53. Dès le départ, il faudrait améliorer les modalités de prêts étrangers pour qu'ils soient mieux adaptés au financement de projets. Il serait facile d'étendre les échéances et les délais de grâce si les pays industrialisés pouvaient conclure les accords nécessaires. Les unes et les autres des parties seraient bénéficiaires car une telle mesure permettrait aux pays en développement d'acheter davantage d'équipements et assurerait un financement mieux adapté des projets. Pour le financement de projets, il ne faudrait avoir recours aux banques d'affaires que dans la mesure où il est possible de combiner les fonds qu'elles procurent avec d'autres prêts à plus long terme. Dans les autres cas, les gouvernements des pays industrialisés ou en développement devraient assurer l'intermédiation nécessaire.

54. Si des difficultés relatives au remboursement du service de la dette des prêts étrangers surgissent et si les gouvernements des pays en développement intéressés ne peuvent ou ne veulent intervenir, il existe les principales possibilités ci-après:

- i) recours à des prêts étrangers supplémentaires
- ii) renégociation des prêts en cours
  - prolongation des échéances
  - réduction des taux d'intérêt
- iii) non paiement.

Une prolongation des échéances des prêts en cours ou des nouveaux prêts est généralement la première mesure permettant de réduire la charge qui incombe à l'instance responsable du projet. De toute façon il serait préférable que les modalités des prêts soient rendues plus favorables dès le départ.

