Deloitte
Haskins+Sells

PN-ABG-373

L'AGENCE DES ETATS-UNIS POUR LE DEVELOPPEMENT INTERNATIONAL (USAID)

TECHNIQUE DE GESTION DU RISQUE DE CHANGE POUR LE PROGRAMME DE GARANTIE DE L'HABITAT DE L'USAID

AVRIL 1987

TECHNIQUE DE GESTION
DU RISQUE DE CHANGE
POUR LE PROGRAMME DE GARANTIE DE L'HABITAT DE L'USAID

AVRIL 1987

Préparé par : Deloitte Haskins & Sells
1001 Pennsylvania Ave. N.W.
Suite 350
Washington, D.C. 20004

TABLE DES MATIERES

Page

SOMMAIRE EXECUTIF

I. INTRODUCTION

A. Informations générales
B. Objectifs

II. TECHNIQUES DE GESTION DU RISQUE DE CHANGE POUR LE PROGRAMME DE GARANTIE DE L'HABITAT

A. L'Environnement Financier et Réglementation
B. Options de Gestion du Risque

1. Swaps
2. Compte de Nantissement
3. Garantie en Monnaie Nationale
4. Usage du Crédit Renouvelable

III. PROJET DE LA BANQUE DE L'HABITAT DU SENEGAL (BHS)

A. Aperçu général
B. Analyse Financière et Institutionnelle
C. Perspectives d'avenir

IV. CONCLUSIONS ET RECOMMANDATIONS POUR LES TECHNIQUES DE GESTION DU RISQUE POUR LA ZONE FRANC

Annexe I - Liste des Personnes et Organisations visitées

LISTE DES TABLEAUX

Page

1. Financement de l'Habitat - Termes et Conditions au Sénégal

2. Opération Swap de Devises

3. Taux d'Intérêt pour le Swap de Devises

4. Risque sur le Swap de Devises

5. Swap du Taux d'Intérêt

6. Taux d'Intérêt pour le Swap de Devises et des Taux d'Intérêt

7. Risque sur le Swap de Devises et du Taux d'Intérêt

8. Compte de Nantissement

9. Taux d'Intérêt pour le compte de Nantissement

10. Risque sur le Compte de Nantissement

11. Taux d'Intérêt pour la Garantie en Monnaie Nationale

12. Risque sur la Garantie en Monnaie Nationale

13. Taux d'Intérêt pour l'Usage du Crédit renouvelable

14. Risque sur le Crédit renouvelable

15. BHS - Données Financières de certaines années choisies

16. BHS - Sources de Financement

LISTE DES ABREVIATIONS

USAID	Agence des Etats-Unis pour le Développement International
BCEAO	Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest
BHS	Banque de l'Habitat du Sénégal
CCN	Comité de Crédit National
FAHU	Fonds pour l'Amélioration de l'Habitat et de l'Urbanisme
FCFA	Franc de la Communauté Financière Africaine
GDS	Gouvernement du Sénégal
PGH	Programme de Garantie de l'Habitat
PRE/H	Bureau des Programmes de l'Habitat et de l'Urbanisme de l'USAID
PSP	Programme de Garantie de l'Habitat du Secteur Privé Mondial
UMOA	Union Monétaire Ouest-Africaine

SOMMAIRE EXECUTIF

L'Agence des Etats-Unis pour le Développement International (USAID) fournit des capitaux pour des programmes d'habitat à travers le monde en développement depuis plus de 30 ans. L'instrument principal d'aide est le Programme de Garantie de l'Habitat (PGH) par l'intermédiaire duquel USAID a cherché à mobiliser des capitaux des Etats-Unis pour financer des programmes d'habitat pour les pays en développement avec un mécanisme de garantie. Ces ressources libellées en dollars sont utilisées par des institutions du secteur public et privé mais dans la plupart des cas le gouvernement du pays hôte fournit une garantie totale de bonne foi et de crédit à l'USAID. Essentiellement, le gouvernement d'un pays hôte assume le risque de change qui est le résultat des prêts de ressources en dollars pour des demandes en monnaie nationale.

Dans de nombreux pays, l'ère du prêt garanti par l'Etat est venue à passer. Cette réalité financière, associée à un vif désir de promouvoir le développement du secteur privé, a mené au développement d'un nouveau programme sous l'égide du PGH : le Programme Mondial du Secteur Privé de Garantie de l'Habitat (PSP). Le but de ce programme est de créer des projets d'habitat amorcés par le secteur privé en tant que complément aux programmes d'habitat qui fonctionnent déjà avec les gouvernements des pays en développement. La mobilisation de ces ressources peut cependant nécessiter l'utilisation de techniques de gestion du risque effectif pour protéger les emprunteurs des fluctuations de devises qui résultent du maintien d'une position à long terme en dollars US sans couverture.

Un certain nombre de pays et d'organisations du secteur privé en Afrique de l'Ouest ont récemment exprimé leur désir d'utiliser les ressources du PGH ou du PSP. L'emprunteur éventuel le plus immédiat est la Banque de l'Habitat du Sénégal (BHS), banque de crédit hypothécaire du secteur privé. L'obstacle de base à la réalisation de ce projet est un double risque de change : (1) le risque d'une augmentation du dollar par rapport au franc français la monnaie qui soutient la monnaie nationale, le franc CFA, et (2) la possibilité d'un changement partiel ou total de la parité entre le franc CFA et le franc français. Dans les marchés financiers internationaux d'aujourd'hui il n'existe aucun mécanisme de sauvegarde à long terme qui minimiserait ce double risque. Il faut donc trouver une protection efficace par l'intermédiaire de contrats alternatifs à long terme.

L'environnement financier à l'intérieur des pays membres de l'Union Monétaire Ouest-Africaine (UMOA), l'union monétaire régionale, impose également des contraintes à la mobilisation effective de ressources du PGH. La contrainte la plus critique est le contrôle sur les taux d'intérêt imposé par la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) et les Comités de Crédits Nationaux (CCN) dans chaque pays. Le taux d'intérêt pour les projets d'habitat très économiques est actuellement établi au-dessous du coût de l'emprunt à long terme sur les marchés financiers internationaux, d'où il résulte un taux de rentabilité négatif pour le projet. Dans la plupart des cas ce déficit a été comblé par une subvention du gouvernement du pays hôte.

En travaillant à l'intérieur de ces paramètres et de ces contraintes, on a chargé Deloitte Haskins & Sells en mars 1987 de prêter son concours à l'USAID et aux pays utilisant le FCFA comme monnaie commune, pour identifier, analyser et aider à la mise en place de techniques de gestion du risque pour les ressources du PSP et du PHG. Afin de tester la validité des diverses options le projet de la BHS va servir de projet pilote utilisant les ressources du PSP sans garantie de l'Etat.

L'on dispose de quatre techniques pour minimiser les risques de change, y compris les swaps, les comptes de nantissement, les garanties en monnaie nationale et un mécanisme de crédit renouvelable. La première option, et la favorite, est un swap des devises et des taux d'intérêt entre l'emprunteur et la BCEAO. Ce type de transaction est essentiellement un moyen de couverture qui protège les deux parties des fluctuations des taux d'intérêt et de change sur des engagements à terme. Un swap implique l'échange de deux devises et un accord pour le rééchange de ces devises après une période donnée. L'échange initial est fait au taux de change au comptant et le même taux monétaire est utilisé pour la future transaction quels que soient les changements de taux de change se produisant entre-temps. La BCEAO est le partenaire tout indiqué pour les emprunteurs à l'intérieur de l'UMOA parce qu'elle accumulera des réserves additionnelles en dollars et recevra un revenu d'intérêt mais n'encourra aucun risque commercial ou de change.

1. Swaps

Le mécanisme de cette transaction entraîne tout d'abord un swap de devises. Un investisseur américain agréé prête des dollars à un pays hôte emprunteur et l'emprunteur échange alors les dollars au taux de change courant avec la BCEAO, laissant l'emprunteur avec des FCFA à rétrocéder en tant qu'hypothèques. La BCEAO a alors des dollars qui peuvent être réinvestis dans des titres financiers libellés en dollars, au capital productif d'intérêt et à long terme, tels des Bons du Trésor américains. Au moment où les paiements sont dûs à l'investisseur américain, l'emprunteur échange les FCFA pour des dollars avec la BCEAO. Cette transaction laisse l'emprunteur avec un passif d'intérêt d'environ 9,25 pour cent en dollars US basé sur les conditions courantes du marché. De l'autre côté, la BCEAO reçoit un revenu d'intérêt sur le dépôt en dollars estimé à 7,60 pour cent.

Afin d'atténuer le risque de change sur les paiements d'intérêts, l'emprunteur peut alors contracter un swap de taux d'intérêt avec la BCEAO. Dans ces circonstances, l'emprunteur continue à assumer le passif en dollars sur les remboursements de l'intérêt mais reçoit aussi l'intérêt sur le dépôt en dollars. L'emprunteur encourt un passif en FCFA envers la BCEAO à un taux qui dépendra des arrangements des prix du swaps. L'effet net de cette transaction est que l'emprunteur encourt un taux d'intérêt annuel de l'ordre de 4,65 à 7,65 pour cent payable en FCFA, selon le prix du swap négocié, et la BCEAO reçoit un revenu d'un taux de 3 à 6 pour cent annuellement.

2. Compte de Nantissement

La seconde technique qui peut être employée pour minimiser le risque de change est un compte de nantissement. Cette structure de prêt comprend deux comptes de prêts séparés : l'un en dollars US et l'autre en monnaie nationale. Le prêt en dollars US est déposé sur un compte de nantissement en espèces qui est investi dans une obligation à long terme libellée en dollars. Parallèlement au compte de nantissement, le prêteur met à la disposition de l'emprunteur un prêt en monnaie nationale d'un montant équivalent au prêt en dollars US, au taux de change prévalant. Lorsque le prêt en dollars est dû, les paiements proviennent du compte de dépôt en dollars. Afin de s'assurer que le prêt en monnaie nationale maintient sa valeur vis-à-vis de la garantie en dollars (e.g. si le franc CFA augmente par rapport au dollar) l'emprunteur doit réduire sa dette en franc CFA en conséquence. Réciproquement, si le FCFA baisse, on peut mettre à la disposition de l'emprunteur davantage de monnaie nationale.

Le taux d'intérêt évalué dans le cadre de cette transaction serait de 12,5 pour cent dans des conditions de marché courant. Ce taux est supérieur aux taux de prêts courants permis pour l'habitat très économique et pourrait résulter en une marge négative pour l'emprunteur si un mécanisme de réescompte ou une contribution financière au projet n'étaient pas disponibles.

3. Garantie en monnaie nationale

Une version simplifiée du compte de nantissement et le troisième type de transaction est une garantie en monnaie nationale. La différence clé entre les deux techniques est que la deuxième élimine la nécessité d'un prêt en dollars US. Plutôt que de faire un prêt en dollars US parallèlement au prêt en monnaie nationale, l'USAID garantit simplement le montant équivalent en monnaie nationale. Le prêteur serait responsable du contrôle continu du risque du franc CFA vis-à-vis de la garantie en dollars. Les avantages de cette approche par rapport au compte de nantissement sont un taux réduit pour l'emprunteur et l'élimination du prêt en dollars dans son bilan.

4. Usage du Crédit Renouvelable

Cette dernière technique exposée dans ce rapport est le mécanisme de crédit renouvelable. Ce type de transaction ne minimise pas le risque de change, mais en transfère la charge sur l'emprunteur et les bénéficiaires. Plutôt que de prêter des ressources du PSP directement pour des hypothèques, l'usage du crédit renouvelable implique des prêts de construction aux promoteurs pour 12 à 18 mois environ. L'objectif de cette technique est de réduire la période de risque de change d'une période de 20 ans à un laps de temps plus praticable.

La transaction implique un investisseur américain approprié prêtant des dollars à un emprunteur. Les fonds provenant du prêt sont alors rétrocédés à un promoteur pour financer la construction d'un projet d'habitat pour faibles revenus approuvé par l'USAID. Une fois la période de construction achevée et les logements vendus, le promoteur rembourse le prêt de construction en franc CFA au taux d'intérêt prévalent à l'emprunteur. Pendant cette période, le risque de change doit être assumé en ajustant les prix de vente des habitats et dans la mesure où l'ajustement dépasse la capacité d'absorption de l'acheteur, l'emprunteur peut se couvrir sur les marchés en monnaie à court terme. Après avoir complété avec succès le premier prêt au promoteur, l'emprunteur est à même de réinvestir les ressources du PSP dans un projet d'habitat similaire. Alternativement, l'emprunteur peut "placer" les fonds dans des valeurs en dollars US en attendant le réalignement du risque monétaire.

Bien que cette technique permette à l'emprunteur de multiplier efficacement les ressources du PSP, le risque commercial augmente de manière significative. Le réinvestissement des ressources du PSP est conditionnel à la croissance continue des ressources de l'emprunteur en monnaie nationale et est nécessaire pour "souscrire" aux prêts de construction. Ce type de transaction exige également de l'emprunteur qu'il puisse assumer le risque en devises, une compétence qui est encore inconnue de la plupart des banques de crédit hypothécaire de l'UMOA.

Les quatre techniques de gestion du risque présentées ci-dessus sont loin d'avoir traité le sujet de manière exhaustive mais offrent des possibilités qui peuvent être appliquées à l'intérieur des pays de l'UMOA. La meilleure solution possible est le swap de devises et des taux d'intérêt avec la BCEAO. Cette technique éliminerait tout risque de change pour toutes les parties concernées et permettrait à la BCEAO de faire un bénéfice sur les réserves additionnelles en dollars. Cette opération de swap réduirait également la nécessité d'une subvention du gouvernement en réduisant le coût des fonds de l'emprunteur à un niveau plus bas que le taux courant hypothécaire mandaté.

La mise en place de cette option dépendra d'une détermination favorable de la part du groupe chargé des décisions de la BCEAO. Le projet de la BHS au Sénégal -un projet de trames d'accueil et d'habitat très économique dans le sud du pays- représente l'occasion idéale de présenter formellement cette option. La BHS est la sixième banque du Sénégal et depuis son commencement est une institution rentable. Les sources principales de fonds de la BHS comprennent des dépôts à terme, des comptes d'épargne et un don pour l'habitat du gouvernement du Sénégal (GDS). Ce dernier est utilisé pour financer des prêts sociaux pour l'habitat très économique et provient d'une ligne d'écriture dans le budget du GDS chaque année. Les fonds sont fournis sans aucun frais à la BHS et en 1986 représentaient environ 32 pour cent des sources totales de fonds de la banque.

Les activités de la BHS et son rendement financier au cours des cinq dernières années devraient être considérés comme exemplaires, compte tenu de la baisse de l'économie sénégalaise. Bien que la banque ait grandi moins vite qu'il n'avait été prévu au départ, elle a mobilisé l'épargne avec succès et a rempli son mandat en fournissant un habitat économique. Les perspectives pour l'avenir demeurent optimistes à condition que la banque puisse diversifier les sources de fonds et améliorer la structure de son financement afin que le coût de financement et les taux et échéances de ses prêts dûs correspondent à ses sources.

Pour procéder à la mise en place du projet de la BHS il est recommandé qu'un projet de 2 millions de dollars US soit officiellement présenté à la BCEAO comme opération de swap. Bien que le montant du projet soit relativement faible, cette transaction pourrait établir un mécanisme pour une gestion efficace du risque de change pour d'autres institutions dans la région. En reconnaissant le désir de la BHS de mettre en place le projet dans l'avenir immédiat, il est en outre recommandé de poursuivre l'option de garantie en monnaie nationale de façon parallèle.

I. INTRODUCTION

A. Environnement

Depuis plus de trente ans l'Agence des Etats-Unis pour le Développement International (USAID) fournit des capitaux pour des programmes d'habitat à travers le monde. L'instrument principal d'aide est le Programme de Garantie de l'Habitat (PGH) par l'intermédiaire duquel l'USAID a cherché à mobiliser des capitaux des Etats-Unis pour des programmes d'habitat pour les pays en développement avec un mécanisme de garantie. Le PGH a été très effectif. Du début du programme dans les années 60 jusqu'en décembre 1986 l'USAID a entrepris 152 projets dans 44 pays en développement avec plus d'un milliard de dollars US en décaissements et 1,5 milliard de dollars US en autorisations. Parmi les pays donateurs, les Etats-Unis fournissent désormais le montant d'aide le plus élevé pour le secteur de l'habitat dans les pays en développement.

Le PGH est un programme par lequel le secteur privé américain fournit un financement à long terme pour des programmes pour l'amélioration de l'habitat très économique et de l'urbanisme dans les pays en développement. Des emprunteurs agréés incluent des ministères du gouvernement, des banques nationales de l'habitat, des corporations d'exploitation de l'habitat, des associations d'épargne et de prêt ou autres institutions similaires dans le secteur privé. L'emprunteur cherche les termes les plus favorables disponibles sur les marchés des capitaux aux Etats-Unis pour un prêt garanti par le gouvernement américain, habituellement pour une durée de 30 ans. Historiquement quand l'emprunteur était une entité non gouvernementale, le gouvernement du pays hôte fournissait une garantie de bonne foi et de crédit au prêteur américain et à l'USAID. Essentiellement, le gouvernement du pays hôte assumait à la fois le risque commercial et le risque de change dans le cas de défaut par une institution parapublique ou privée.

En reconnaissant les limitations du prêt garanti par l'Etat, l'USAID a examiné des options alternatives de prêts pour le PGH. En même temps que ces réalités financières, le Bureau de l'USAID des programmes de l'Habitat et de l'Urbanisme (PRE/H) a changé son orientation vers une participation accrue du secteur privé. Un nouveau programme, le Programme de Garantie de l'Habitat du Secteur Privé Mondial (PSP) a été autorisé en 1986 et est destiné à faciliter un rôle accru pour le secteur privé dans les programmes d'habitat.

Le PSP fournit une garantie du gouvernement américain aux investisseurs américains afin de s'assurer contre des pertes encourues sur des prêts faits à des firmes du secteur privé, y compris des institutions financières et des constructeurs et promoteurs dans les pays en développement. Le but du projet est de créer des programmes d'habitat financés par le secteur privé, comme complément des programmes d'habitat de l'USAID en cours avec les gouvernements des pays en développement. Très semblable au PGH, le projet peut fournir une garantie pour un prêt d'une durée de 30 ans au meilleur taux d'intérêt disponible pour les prêts à long terme sur les marchés monétaires américains.

Le PSP cependant, a mis en évidence la nécessité de mécanismes effectifs de gestion du risque de change pour minimiser les risques inhérents résultant de prêts en dollars pour les entreprises travaillant en monnaie nationale. A la différence du PGH traditionnel qui assume une garantie de l'Etat, le mandat pour ce programme comprend l'usage d'options de gestion de risque commercial, y compris les opérations de swaps, les comptes de nantissement et autres mécanismes similaires pour minimiser le risque de change inhérent.

A ce jour, aucun projet n'a été autorisé sous l'égide du PSP. Un certain nombre de pays et d'organisations du secteur privé, ont cependant exprimé leur intérêt pour l'utilisation des ressources du PGH, y compris le Sénégal. Tous ces pays sont membres de l'Union Monétaire Ouest-Africaine (UMOA), utilisent une monnaie commune (franc CFA) et doivent se soumettre aux contrôles financiers, de crédit et de taux d'intérêt de la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO). Néanmoins toutes ces parties ont également indiqué que le risque de change potentiel associé aux ressources libellées en dollars pouvait constituer un obstacle à la réalisation du projet.

A la différence de nombreux autres participants au PGH, les pays membres de l'UMOA n'ont pas, en général, d'obligations à long terme en dollars US. La majorité de leurs réserves de devises et transactions sont libellées en franc français, la monnaie qui soutient le franc CFA (Franc de la Communauté Financière Africaine). La parité entre les deux monnaies est fixée à 1 FF = 50 franc CFA depuis 1948. La France assure la convertibilité illimitée du franc CFA en Franc Français par un compte d'exploitation au Trésor Français, qui détient une part des réserves de devises de tous les pays membres.

Ainsi, le risque de change pour un prêt libellé en dollars US qui serait utilisé pour une rétrocession en FCFA est double : (1) le risque d'une appréciation du dollar par rapport au franc français et, étant donné la durée du prêt, (2) la possibilité d'un changement total ou partiel dans la parité entre le franc CFA et le franc français. Sur les marchés des capitaux internationaux d'aujourd'hui, on ne dispose d'aucun mécanisme de couverture à court ou à long terme qui pourrait minimiser le risque de change potentiel entre le franc CFA et le franc français. En outre, il n'y a actuellement aucune option de couverture à long terme (i.e. 20 ans) entre le dollar US et le franc français. Une protection effective contre le risque de change inhérent doit donc être trouvée par l'intermédiaire d'opérations de change alternatives à long terme.

B. Objectifs

En mars 1987, le Bureau des Programmes de l'Habitat et de l'Urbanisme de l'USAID (PRE/H) a chargé Deloitte Haskins & Sells de prêter son concours à l'USAID et aux pays utilisant le franc CFA comme monnaie commune, pour identifier, analyser et aider à la mise en place de techniques de gestion du risque pour les ressources du PGH. Les termes de référence comprennent une analyse de la viabilité financière et réglementaire et de diverses options de gestion du risque qui repondraient aux termes et conditions de potentiels prêteurs américains.

Afin de tester la viabilité des diverses options disponibles, le Plan de Travail du consultant comprend également une analyse du prêt du PSP proposé à un emprunteur du secteur privé : la Banque de l'Habitat du sénégal (BHS), et la préparation de recommandations qui minimiseraient le risque commercial pour une transaction sans garantie de l'Etat.

Afin de satisfaire ces objectifs, une mission a été entreprise en mars 1987 au Sénégal et en Côte d'Ivoire. Les conclusions de cette mission ainsi que l'analyse ultérieure sont exposées dans ce rapport dans l'ordre suivant :

* Les Techniques de Gestion du Risque pour le Programme de Garantie de l'Habitat sont présentées au chapitre II et incluent une critique des techniques actuellement utilisées par l'USAID ainsi qu'une discussion et une analyse de solutions alternatives. Dans un but d'éclaircissement, l'environnement financier dans lequel opère la BHS est utilisé comme exemple pendant toute la discussion.

* L'Analyse financière et Institutionnelle du Projet de la Banque de l'Habitat du Sénégal (BHS) se rapportant au Programme de Garantie de l'USAID et les recommandations sont présentées au chapitre III.

* Les Conclusions et Recommandations pour les techniques de Gestion du Risque pour la Zone Franc sont présentées au chapitre IV.

II. TECHNIQUES DE GESTION DU RISQUE POUR LE PROGRAMME DE GARANTIE DE L'HABITAT

A. L'Environnement Financier et Réglementaire

Les pays d'Afrique de l'Ouest : le Bénin, la Côte d'Ivoire, le Mali, le Niger, le Sénégal, le Togo et le Burkina Faso, sont membres d'une union monétaire : l'Union Monétaire Ouest-Africaine (UMOA), et se partagent les caractéristiques suivantes :

(1) une monnaie commune : le Franc CFA

(2) des restrictions de change externe compatibles

(3) des contraintes minimales sur la mobilité des capitaux internes

et (4) une institution de coordination : la BCEAO, qui détient un fonds commun de réserves de devises.

Les pays membres de l'UMOA étaient autrefois des colonies françaises faisant partie de la Zone Franc et la monnaie locale, le franc CFA, était émis par deux institutions d'émission régionales. Après l'indépendance, ces pays ont choisi de demeurer dans la Zone Franc mais désiraient une plus grande autonomie. La Banque Centrale Supranationale, la BCEAO, a été établie mais est toujours soumise à l'influence française. De nos jours, la BCEAO est responsable de la politique monétaire et budgétaire et de la gestion du fonds commun de réserves de devises. Le siège social de la BCEAO au Sénégal est responsable de la formulation de cette politique mais les agences dans chaque pays membre conduisent les opérations nationales.

Aujourd'hui, l'UMOA continue d'utiliser le franc CFA comme monnaie commune et n'impose aucun contrôle sur la mobilité des capitaux à l'intérieur de la Zone Franc. Chaque pays, cependant, impose ses propres restrictions particulières de commerce extérieur et de change. La parité fixe entre le FCFA et le franc français est garantie par le Trésor Français. Moyennant cette garantie, la BCEAO est contrainte de tenir un compte d'exploitation avec le Trésor Français et doit déposer au moins 65 pour cent de ses réserves de devises non-opérationnelles au Trésor Français. Afin de maintenir la stabilité, les Français compensent la BCEAO pour toute baisse de la valeur de ces réserves par rapport à un index choisi : actuellement le Droit de Tirage Spécial du Fonds Monétaire International. Dans le cas où la position des réserves avec le Trésor Français est insuffisante, la BCEAO est obligée de reconstituer le compte avec ses réserves propres d'avoirs qui ne sont pas en francs français.

La BCEAO est responsable de la politique budgétaire et monétaire et de la gestion du fonds commun de réserves de devises. En termes de politique budgétaire, la BCEAO joue essentiellement le rôle d'un banquier pour chacun de ses gouvernements membres. La politique prédominante aujourd'hui est que le crédit total brut ne dépasse pas 20 pour cent des recettes d'impôts de chaque gouvernement membre de l'année précédente. Le crédit au gouvernement individuel peut prendre la forme d'avances à court terme, détention de titres à long terme et réescompte du crédit de banque commerciale au secteur public.

La politique monétaire à l'intérieur de l'UMOA est déterminée conjointement par le Conseil d'Administration de la BCEAO, composé de deux délégués de chaque pays membre et d'une représentation française. Le Conseil d'Administration, qui comprend normalement le Ministre des Finances de chaque pays membre est assisté au niveau national par le Comité national de Crédit (CNC) qui propose un objectif pour l'approvisionnement monétaire total pour chaque année. L'allocation sectorielle de crédit au niveau national est déterminée par le CNC, en accord avec les objectifs fixés par le Conseil d'Administration.

Les trois contrôles principaux sur la politique monétaire qu'utilisent la BCEAO et les CNC sont (1) un contrôle sur le réescompte de la banque commerciale; (2) des plafonds imposés aux prêts commerciaux et (3) l'établissement de taux d'intérêt. Le réescompte des effets de la banque commerciale qui équivaut à une banque commerciale empruntant à la BCEAO est contrôlé par les CNC selon les objectifs annuels établis avec la BCEAO. Des limites mensuelles de réescompte sont établies et généralement ne sont pas communiquées aux banques. En pratique, les marchés du réescompte varient de pays à pays. Au Sénégal par exemple, la politique actuelle est d'utiliser le mécanisme de réescompte pour faciliter les problèmes de liquidité plutôt que pour l'expansion des opérations bancaires. En conséquence, l'accès au mécanisme de réescompte pour certaines banques commerciales au Sénégal est extrêmement limité. Réciproquement, le réescompte est utilisé par la majorité des banques en Côte d'Ivoire et un marché actif inter-bancaire s'est développé.

Un plafond imposé aux prêts commerciaux est une politique relativement récente de la BCEAO. Afin de mettre en vigueur les budgets de crédits formulés pour chaque pays, la BCEAO a trouvé qu'il était nécessaire au début des années 80, de placer des plafonds directs sur les prêts commerciaux pour éviter le dépassement des objectifs. Non seulement l'allocation de crédits sectoriels est-elle contrôlée par les CNC, mais encore la BCEAO fixe un plafond au montant maximum de crédits qui peuvent être accordés à des entreprises publiques et privées à l'intérieur du secteur. Un crédit à moyen terme, par exemple, ne peut être accordé pour plus de 50 pour cent d'un investissement pour des sociétés privées. Ce plafond, cependant, est relâché pour des projets sociaux ou hautement prioritaires, y compris l'habitat économique et peut être un crédit accordé pour jusqu'à 90 pour cent des coûts du projet.

Le troisième mécanisme de la politique de la BCEAO est le contrôle sur les taux d'intérêt. A la fois les dépôts bancaires et les taux de prêt sont règlementés et ne peuvent être modifiés qu'avec l'approbation du Conseil des Ministres. Deux taux d'escompte, qui sont équivalents au coût des fonds de la BCEA aux banques commerciales, ont été établis :

(1) taux d'excompte préférentiel (TEP) et
(2) taux d'escompte normal (TEN)

Le taux TEP a été établi pour stimuler l'expansion du crédit aux projets hautement prioritaires de développement social. Ce taux, qui est actuellement fixé à 6 pour cent (depuis septembre 1986), peut être utilisé seulement pour des crédits aux secteurs public et parapublic, des crédits ruraux, l'habitat économique et des crédits aux petites et moyennes industries. Le taux TEN, qui est actuellement fixé à 8,5 pour cent (depuis septembre 1986) s'applique à tous les autres secteurs et est destiné à refléter les taux d'intérêt sur les marchés monétaires internationaux.

En plus d'établir des taux d'escompte, la BCEAO fixe également les taux de prêts et de dépôts. Les crédits pour l'habitat économique au Sénégal par exemple, doivent être accordés au taux TEP plus un à trois pour cent en accord avec les termes et conditions établis au tableau 1

TABLEAU 1

Financement de l'Habitat - Termes et Conditions au Sénégal
(septembre 1986)

Classement de l'Habitat	Versement Initial Minimum	Terme Maximum du Prêt	Taux d'Intérêt
Très économique	10%	15 ans	TEP + 1%
Economique	10%	15 ans	TEP + 2%
Moyen standing	15%	10 ans	TEP + 3%
Standing	20 à 30%	10 à 12 ans	TEP + 3%
Grand standing	40%	10 ans	TEN + 4%

TEP = 6%

TEN = 8,5%

Source BCEAO, BHS

Les taux de dépôts sont aussi contrôlés par la BCEAO et s'échelonnent de 4,25 pour cent pour des dépôts à court terme de moins de 200.000 franc CFA à un minimum de 8 pour cent pour des dépôts de plus de 2.000.000 FCFA placés pour plus d'une année.

En résumé, l'environnement financier à l'intérieur des pays membres de l'UMOA impose les contraintes suivantes aux projets d'habitat économique ;

(1) le montant d'un prêt potentiel du PGH est restreint par le fait que la majorité (65%) des réserves de devises de la BCEAO doit être détenue par le Trésor Français (habituellement en francs français).

(2) les taux d'intérêt sont établis par la BCEAO et sont actuellement inférieurs au coût de l'emprunt pour un prêt garanti par le Gouvernement américain; et

(3) l'accès au mécanisme de réescompte pourrait accroître la liquidité d'une banque et réduire le coût de l'emprunt (en assumant que le taux de réescompte est moins élevé que le taux TEP), mais en pratique, il n'est pas disponible à l'intérieur de quelques pays membres de l'UMOA.

B. Options de Gestion du Risque

A ce jour, le PGH s'est très peu servi des techniques de gestion du risque pour ses sous-projets. Diverses idées, y compris les swaps et comptes de nantissement ont été discutées officieusement, mais un examen étendu de la viabilité de ces techniques n'a pas été entrepris. Cette section va examiner quatre options, comprenant les swaps, les comptes de nantissement, les garanties en monnaie nationale, et un mécanisme de crédit renouvelable. Ces techniques ne représentent pas un traitement exhaustif du sujet, mais offrent des possibilités qui peuvent être mises en application à la fois à l'intérieur des pays membres de l'UMOA et aussi à l'intérieur d'autres pays bénéficiaires.

La discussion qui suit suppose qu'un prêteur américain aura besoin d'une garantie de 100 pour cent vis-à-vis du risque commercial de l'USAID pour des sous-projets à l'intérieur de la Zone Franc. Bien que d'autres programmes de secteur privé de l'USAID puissent ne couvrir qu'une portion du risque, le fait que le projet soit à long terme et que le rendement anticipé pour l'habitat économique soit bas peuvent nécessiter une garantie de 100 pour cent pour la mise en application du projet. Des entrevues avec les banques commerciales en Afrique de l'Ouest aussi bien qu'avec d'autres centres financiers majeurs confirment la notion que seule une garantie totale saurait être acceptable. En analyse finale cependant, l'étendue de la garantie sera sujette aux négociations entre les parties concernées.

1. Swaps

Les swaps sont essentiellement des moyens de sauvegarde qui protègent les parties de la volatilité des taux d'intérêt et de change sur des engagements à terme. Ces techniques ont fourni aux emprunteurs et aux investisseurs de sociétés et du gouvernement une capacité de couverture du risque de change et l'accès à un nombre de marchés monétaires, deux options dont ils ne disposaient peut-être pas auparavant ou qui ne les attiraient pas. Les swaps peuvent être à court ou à long terme et engager des obligations nouvelles ou existantes. La transaction peut impliquer un swap de devises, des taux d'intérêt, ou un swap des deux.

Avant l'évolution du marché de swaps au début des années 70, les parties désireuses de réduire leur part des risques de change ont conclu un accord de prêt parallèle ou des contrats de prêt direct. Ce mécanisme mettait en jeu deux parties ayant accès à des devises recherchées par l'autre. Finalement, les banques d'investissement agissant en tant qu'intermédiaires ont commencé à développer une entreprise en assortissant des besoins de financement réciproques pour leurs clients. La structuration de ces transactions en swaps de devises plutôt qu'en prêts parallèles a vite été reconnue comme préférable parce que, bien que le flux de fonds soit semblable, les obligations contractuelles de chaque partie dans une opération de swap ne figurent pas sur le bilan; c'est-à-dire que les obligations de swap de chaque partie ne figureront pas au passif sur leurs bilans. Des problèmes concernant les aspects de sécurité des prêts parallèles, associés à la réalisation que les remboursements de tels prêts pouvaient être structurés comme un échange d'emprunts, ont conduit au développement et à l'usage largement répandu des swaps.

a) Swaps de devises

Le terme "swap de devises" est utilisé pour une variété de transactions monétaires particulières négociées où deux ou davantage d'entités échangent ou troquent deux monnaies pour une durée prédéterminée et à un prix prédéterminé. Une opération de swap direct implique l'échange de deux monnaies et un accord pour rééchanger ces monnaies après une période donnée. L'échange initial est fait au taux de change courant et le même taux de devises est utilisé pour la future transaction, sans tenir compte des changements de taux de change qui ont eu lieu dans l'intervalle.

A l'intérieur de la structure du PGH, l'emprunteur (e.g. une Banque de l'Habitat dans un pays de l'UMOA) a accès à des dollars US. L'emprunteur cependant n'a pas besoin de dollars puisque les coûts du projet seront payés et recouvrés et le revenu perçu en FCFA. Le partenaire potentiel de swap pour l'emprunteur devrait donc avoir besoin de dollars aujourd'hui et de FCFA à une date future, de préférence correspondant au terme du prêt pour l'emprunteur.

Un partenaire potentiel de swap pour l'emprunteur serait une société qui a un flux de recettes en dollars et qui a besoin de monnaie nationale pour payer les dépenses à l'intérieur du pays. En raison d'un nombre de différents facteurs, y compris le manque de marchés monétaires développés en Afrique de l'Ouest, la structure de rendement inhérente à un projet d'habitat économique et le fait que l'obligation soit à long terme, les parties commerciales sont et continueront à être très difficiles à trouver.

Néanmoins, à cause de ces facteurs, cependant, un partenaire idéal de swap pour un emprunteur comme la BHS est la BCEAO. La BCEAO en tant que Banque Centrale responsable de la formulation de la politique monétaire et de la gestion du fonds commun des réserves de devises est le partenaire idéal de swap à cause de son besoin d'accroître les réserves de change. La BCEAO qui n'encourrait ni risque commercial ni risque de change, serait en mesure de recevoir des intérêts sur le compte de réserve en dollars et simultanément de protéger ses pays membres d'un passif en dollars sans couverture.

Une question qui a été soulevée par la BCEAO concerne la nature de long terme d'une obligation de swap et son impact sur le compte d'exploitation courant de la BCEAO. Pendant la durée normale d'un prêt du PGH (i.e. un gouvernement de pays hôte fournissant une garantie de bonne foi et de crédit à l'USAID et assumant de facto le risque de change), la BCEAO recevrait automatiquement des dollars qui deviendraient une partie du compte d'exploitation courant.

Indubitablement, la notion de maintenir un compte à long terme qui ne figure pas au bilan, en faveur d'un emprunteur, est une déviation des procédures normales d'exploitation de la BCEAO mais pas sans précédent ou autorité statutaire. En 1977, par exemple, la BCEAO a consenti à maintenir un compte de dépôt à terme spécialement rémunéré pour la Caisse Autonome d'Amortissement en Côte d'Ivoire. Bien que la raison de transaction fût totalement différente des circonstances actuelles, le principe de maintenir un tel compte existe.

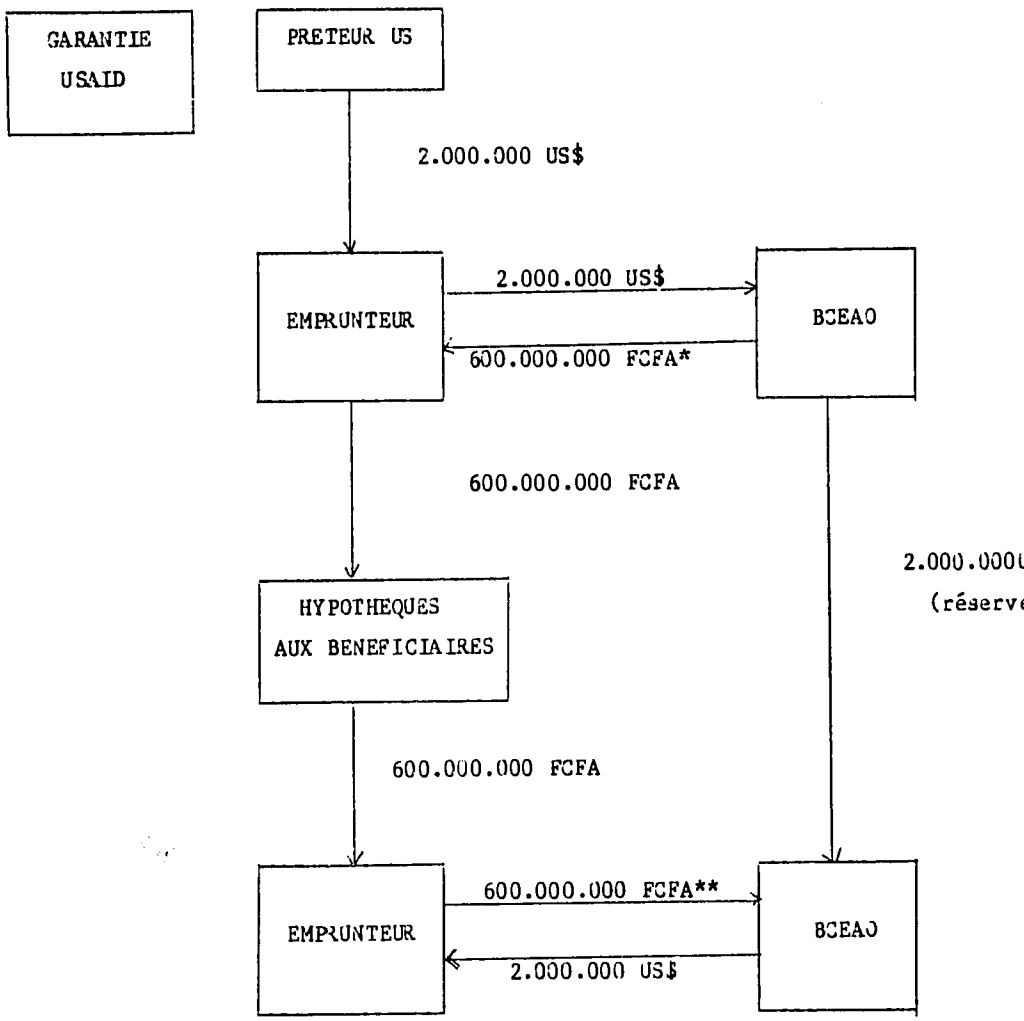
En ce qui concerne la notion que la BCEAO recevrait des dollars quoi qu'il arrive, il serait prudent d'examiner la compensation entre des profits à court et à long terme. Comme il a été spécifié précédemment, la marche normale des affaires pour les projets du PGH en Afrique de l'Ouest suppose que l'emprunteur (i.e. le gouvernement hôte) assumerait une position sans couverture en dollars US. En d'autres termes, le gouvernement emprunterait en dollars, les échangerait au taux au comptant pour des FCFA et achèterait des dollars au taux prévalant à une date future pour honorer les remboursements d'intérêt et/ou de principal. Ce risque, qui a contribué à des arriérés sur les remboursements, n'est plus acceptable à certains pays membres de la Banque Centrale. Dans le cas où une technique de gestion du risque telle qu'une opération de swap n'aboutit pas il est concevable que des dollars ne soient pas déposés comme réserves à court terme à la Banque Centrale. Une opération de swap engendrerait donc des réserves de change additionnelles et éliminerait le risque de change à long terme assumée précédemment par le gouvernement hôte.

La Transaction

Une opération de swap de devises avec la BCEAO impliquerait qu'un investisseur américain approprié prêterait des dollars US à un emprunteur du pays hôte (Tableau 2). L'emprunteur échangerait alors les dollars à un taux de change au comptant avec la BCEAO, laissant l'emprunteur avec des FCFA à retrocéder à des particuliers appropriés pour des hypothèques à long terme.

TABLEAU 2

Swap de devises



* A titre d'exemple, on assume que le swap de devises initial est fait à 1 US$ = 300 FCFA

** La date du swap de devises de FCFA en dollars US$ correspondra au calendrier de l'amortissement financier

La BCEAO aurait maintenant des dollars qui pourraient être investis dans des effets productifs d'intérêt à long terme et libellés en dollars tels les Bons du Trésor. Au moment où les paiements sont dûs à l'investisseur américain, l'emprunteur échange les FCFA pour des dollars avec la BCEAO.

La transaction est essentiellement un contrat de change à long terme avec la BCEAO qui prévoit une série d'échanges de dollars et de FCFA à des dates coïncidant avec les obligations au titre du service de la dette de l'emprunteur en dollars US. Le contrat de swap impose à l'emprunteur l'obligation de fournir des FCFA à la BCEAO, et la BCEAO est obligée de fournir un flux de dollars périodique à l'emprunteur.

Taux d'Intérêt

Les taux d'intérêt évalués pour chaque partie basés sur les conditions du marché courant sont présentés au Tableau 3. Par cette opération de swap de devises, la BCEAO recevrait l'équivalent du rendement sur des Bons du Trésor US sur 20 ans, ce qui au taux du marché actuel est équivalent à 7,60 pour cent. D'autre part, l'emprunteur encourrait un coût d'emprunt de 9,25 pour cent (plus un droit d'origine du prêt de un pour cent qui est déduit des fonds provenant du prêt), qui doit être remboursé en dollars US et dorénavant soumis aux fluctuations de change.

TABLEAU 3

Taux d'intérêt pour le swap de devises

	Emprunteur	BCEAO
Taux du dollar US (1)	(8,75%)	
Intérêt sur le dépôt en dollars (2)		7,60%
Droit de Garantie de l'USAID	(0,50%)	
TOTAL (3)	(9,25%) fixe (dollars)	7,60% fixe (dollars)

(1) Le taux du dollar US assumé au taux de Prêt de base de 7,75% depuis le 9 avril 1987 plus 1%

(2) L'intérêt sur les dépôts en dollars suppose un investissement dans les Bons du Trésor US avec une date d'échéance de 2007 et un rendement de 7,60% depuis le 9 avril 1987

(3) Les parenthèses indiquent une sortie de fonds par opposition au revenu d'intérêt.

Le Risque

Dans le cas où la BCEAO et l'emprunteur concluent seulement une transaction de swap de devises, le risque de change pour les deux parties serait annulé pour le remboursement du principal du prêt en dollars. L'emprunteur cependant encourrait toujours un risque de change pour les remboursements d'intérêt qui, en assumant une liquidité adéquate, pourraient être couverts sur une base de court terme, si cela s'avère approprié. Le Tableau 4 expose le risque sur les swaps de devises pour chaque partie concernée.

TABLEAU 4

Risque sur le swap de devises

Emprunteur	Risque Commercial Tel qu'il est normalement assumé pour des sous-prêts	Risque de Change Risque sur les paiements d'intérêt
BCEAO	Aucun	Aucun
Prêteur US	Aucun	Aucun
USAID	Assumé s'il y a défaut de la part de l'emprunteur	Aucun

En aucun cas la BCEAO s'assumera ni un risque commercial ni un risque de change. Dans le cas où il y a défaut de la part de l'emprunteur, la BCEAO est bien placée pour maintenir le compte en dollars et le prêteur américain aurait recours à la garantie de l'USAID.

b) Swaps de taux d'Intérêt

Un swap de taux d'intérêt est une transaction par laquelle deux parties sans rapport l'une avec l'autre échangent des obligations d'intérêt de façon à ce que chaque partie obtienne des fonds aux prix souhaités par chaque partie. Il y a trois types fondamentaux de taux d'intérêt, ou de swaps d'intérêts comprenant :

1. La même monnaie : taux de swap fixe-à-variable
2. Monnaie croisée : taux de swap fixe à fixe
3. Monnaie croisée : taux de swap fixe-à-variable

Le premier type de transaction, qui est le plus populaire, implique le swap d'un taux d'intérêt fixe pour un taux variable d'un prêt libellé dans la même monnaie. Le deuxième type de swap (qui est le cas dont il s'agit ici) implique des transactions dans deux monnaies différentes, chacune avec un taux d'intérêt fixe. La troisième transaction, et qui est légèrement plus complexe, convertit un financement à taux fixe en un financement à taux variable (ou vice-versa) dans plus d'une monnaie.

La Transaction

Cette transaction nécessite d'abord que l'emprunteur conclue un swap de devises avec la BCEAO ainsi que nous l'avons expliqué dans la section précédente. Un investisseur américain approprié prêterait des dollars à l'emprunteur et l'emprunteur échangerait les dollars pour des FCFA pour les rétrocéder pour des hypothèques. Conformément au calendrier d'amortissement pour le prêt en dollars US, l'emprunteur effectuerait alors un swap des FCFA pour des dollars au taux de change initial.

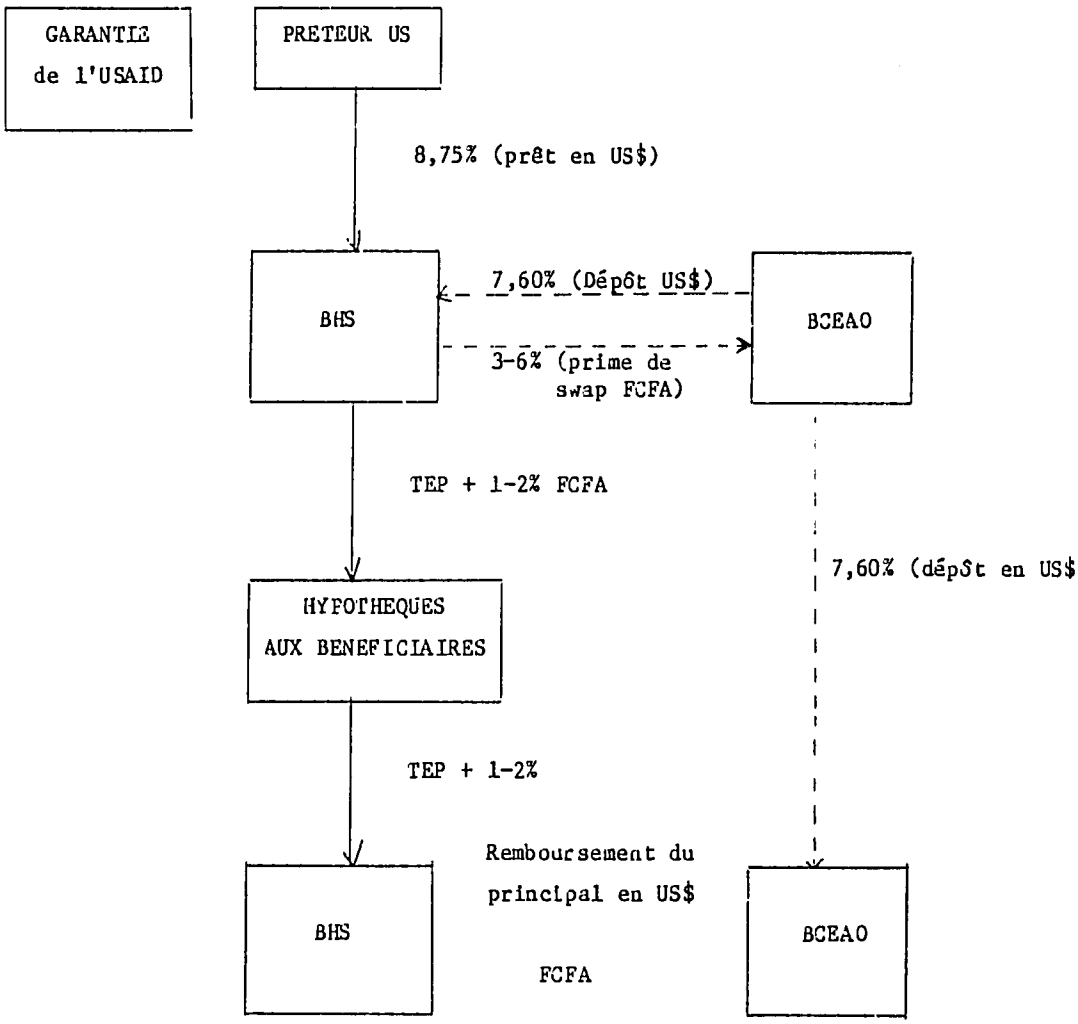
La nécessité d'un swap des taux d'intérêt, qui constituerait une transaction de monnaie croisée, à un taux fixe à fixe, résulte du risque de change que l'emprunteur aurait sur les remboursements de l'intérêt dans un swap de devises direct. Afin de minimiser ce risque, l'emprunteur pourrait assumer les remboursements et le revenu du taux d'intérêt sur le passif en dollars et la BCEAO pourrait recevoir une prime sur le FCFA (Tableau 5). Le swap de taux d'intérêt réduirait la part de risques de l'emprunteur tandis qu'en même temps, il maintiendrait une marge de bénéfice pour la BCEAO.

Taux d'Intérêt

Dans une opération de swap de devises et de taux d'intérêt, l'emprunteur encourrait un passif sur la différence entre le taux de prêt du dollar US et l'intérêt perçu sur le dépôt en dollars. L'emprunteur encourrait aussi un passif en FCFA envers la BCEAO à un taux qui dépendra des arrangements de prix du swap. Pareillement à d'autres transactions de cette nature, cette prime de FCFA (ou prix du swap), est sujette à des négociations. En général ce prix reflètera les différentiels de taux d'intérêt et non les différentiels de change entre les deux monnaies. Le prix de swap peut être calculé de nombreuses façons, y compris un prix basé sur la courbe de rendement actuel ou l'actualisation des flux financiers. Néanmoins toutes les méthodes justifient le fait que l'établissement du prix sur les marchés à court terme, qui est basé sur l'arbitrage entre les euromonnaies et les marchés de change, ne convient pas aux marchés à long terme. Les différentiels de taux d'intérêt sont donc devenus la base sous-jacente des techniques d'établissement du prix des swaps. A titre d'exemple, on a supposé que le différentiel de taux d'intérêt variait entre trois à six pour cent ainsi qu'il est indiqué sur le Tableau 6. Par cet arrangement, l'emprunteur encourrait une marge positive sur son prêt hypothécaire et la BCEAO recevrait un taux de rendement positif sur ses FCFA.

TABLEAU 5

Swap de taux d'intérêt



* TEP est le taux d'escompte préférentiel qui équivaut actuellement à six pour cent

TABLEAU 6

Taux d'intérêt pour le swap de devises et de taux d'intérêt

	Emprunteur	BCEAO
Taux du dollar US (1)	(8,75%)	
Intérêt sur le dépôt en dollars (2)	7,60%	
Prime de swap en FCFA (3)	(3-6%)	3-6%
Droit de Garantie de l'USAID	(0,50%)	
TOTAL (4)	(4,65%-7,65)%[5]	
3-6%	Fixe (FCFA et US$	Fixe (FCFA)

(1) Le taux en dollars US assumé au Taux de Prêt de Base de 7,75% depuis le 9 avril 1987 plus 1%

(2) L'intérêt sur les dépôts en dollars assume un investissement dans les Bons du Trésor US avec une date d'échéance de 2007 avec un rendement de 7,60% depuis le 9 avril 1987

(3) La prime de swap en FCFA est, comme pour les accords de prix de toutes les opérations de swaps, négociable. L'échelle de 3 à 6% est présentée purement à titre d'exemple

(4) De tout l'intérêt remboursable, 1,6% (8,75 - 7,60 + 0.50) représente un passif en dollars

(5) Les parenthèses indiquent une sortie de fonds par opposition au revenu d'intérêt.

Risque

Pareillement au swap direct de devises, la BCEAO et le prêteur américain n'encourraient aucun risque commercial ou de change (Tableau 7). Le risque de change pour l'emprunteur serait cependant considérablement réduit (de 9,25 pour cent dans un swap direct de devises à 1,65 pour cent). Ceci, à son tour, réduirait davantage le risque commercial pour l'USAID.

TABLEAU 7

Risque sur le swap de devises et de taux d'intérêt

Emprunteur	Risque Commercial Tel qu'il est normalement assumé pour des sous-prêts	Risque de Change Possibilité d'un léger risque sur les paiements d'intérêt
BCEAO	Aucun	Aucun
Prêteur US	Aucun	Aucun
USAID	Assumé s'il y a défaut de la part de l'emprunteur	Aucun

Analyse

Un accord de swap direct de devises entre la BCEAO et l'emprunteur minimiserait le risque de change sur les remboursements du principal mais entraînerait un risque de change sur les remboursements de l'intérêt pour l'emprunteur. Le coût approximatif de l'emprunt serait de 9,25 pour cent, plus un droit d'origine de 1 pour cent. Ce taux produirait une marge légèrement négative en termes commerciaux, dépendant du type d'habitat construit.

Pour la BCEAO, un swap direct de devises produirait des bénéfices substantiels, y compris une augmentation des réserves en dollars et un revenu d'intérêt associé aux dépôts à long terme. En aucun cas la BCEAO n'encourrait un risque commercial ou un risque de change, puisque les dollars n'ont jamais été échangés pour des FCFA. Dans le cas où il y a défaut de la part de l'emprunteur, la BCEAO est à même de maintenir les réserves en dollars.

Dans l'optique d'une réduction de la marge négative qui se produirait si l'emprunteur obtient des fonds à un taux plus élevé qu'il ne peut les rétrocéder, un swap de devises et de taux d'intérêt serait préférable. Dans ce scénario, l'emprunteur minimiserait sa part des risques de change sur les remboursements d'intérêt et réduirait son coût d'emprunt à un niveau financièrement viable.

Il n'y a pas d'inconvénients prévisibles pour la BCEAO dans le swap de devises ou le swap de devises et de taux d'intérêt. Si cependant le swap devait impliquer de considérables sommes d'argent (i.e. une portion significative de la masse monétaire courante de l'UMOA), on pourrait soutenir la thèse que la création de FCFA supplémentaires par rapport aux réserves en dollars pourrait avoir un effet inflationniste. Cependant étant donné que les FCFA ont été émis par rapport à des fonds de contrepartie et que le montant des fonds engagés dans la transaction est relativement peu élevé, on n'anticipe pas que cette transaction puisse alimenter l'inflation.

2. Compte de Nantissement

La technique des comptes de nantissement pour minimiser le risque de change n'est pas toute nouvelle pour l'USAID. Cette structure de prêt a été développée par le Bureau de l'Investissement de l'USAID en 1984 et a été utilisée dans un nombre de projets divers en employant le mécanisme de Fonds renouvelable du Secteur Privé. La structure de prêt nécessite généralement un "Accord Tripartite" entre l'USAID, une banque basée aux Etats-Unis et un emprunteur pour établir un compte de nantissement en dollars US sous le nom de l'emprunteur, l'USAID décaisserait les fonds provenant du prêt en dollars US dans un investissement tel que des obligations du Trésor américain. La banque de dépôt émettrait alors ou confirmerait des lettres de crédit garantissant une extension du crédit en monnaie nationale. L'obligation d'intérêt de l'emprunteur vis-à-vis de l'USAID selon l'accord de prêt est mesurée en relation avec le taux des bénéfices sur les investissements sur le compte de nantissement, plus un droit d'utilisation (mesuré en pourcentage du montant des fonds sur le compte de nantissement qui ont été bloqués) et un droit d'émission des lettres de crédit.

Bien que le PGH ne fournisse pas de mécanisme pour les prêts directs, le concepte du compte de nantissement, avec des modifications, pouvait être adopté pour satisfaire aux besoins de ces programmes. La modification requise est une assurance que la valeur de la garantie n'est pas plus basse que le solde impayé du prêt en monnaie nationale. Comme il a été indiqué précédemment, les prêteurs américains se sont montrés peu disposés à prêter des fonds dans le cadre de ce programme s'il existe un risque non couvert sur le prêt en monnaie nationale. Cette situation pourrait se produire dans la Zone Franc parce que le risque que le franc français augmente par rapport au dollar est un risque réel, diminuant ainsi la valeur de la garantie de l'USAID.

Une deuxième considération, quoique moins importante, est le montant des frais occasionnés par l'émission des lettres de crédit à l'emprunteur. Les droits associés à ces transactions augmenteraient le coût effectif du prêt pour l'emprunteur. Ces considérations ont amené au développement d'une technique de compte de nantissement modifié par laquelle la valeur du prêt en monnaie nationale fluctuerait selon les mouvements significatifs du taux de change et éliminerait la nécessité d'émettre des lettres de crédit.

La Transaction

La transaction du compte de nantissement concerne deux comptes de prêt séparés : l'un en dollars US et l'autre en monnaie nationale. Le prêt en dollars US serait déposé dans un compte de nantissement en espèces aux Etats-Unis et serait investi dans une obligation à long terme, libellée en dollars comme des Bons du Trésor. A l'encontre du compte de nantissement, le prêteur mettrait alors à la disposition de l'emprunteur un prêt en monnaie nationale d'un montant équivalent au prêt en dollars US au taux de change au comptant. Comme illustré au Tableau 8, l'emprunteur inclura deux prêts sur son bilan. Quand le prêt en dollars viendra à échéance, les remboursements proviendront du compte de dépôt en dollars (i.e., le prêt en dollars et le dépôt en dollars auront la même échéance).

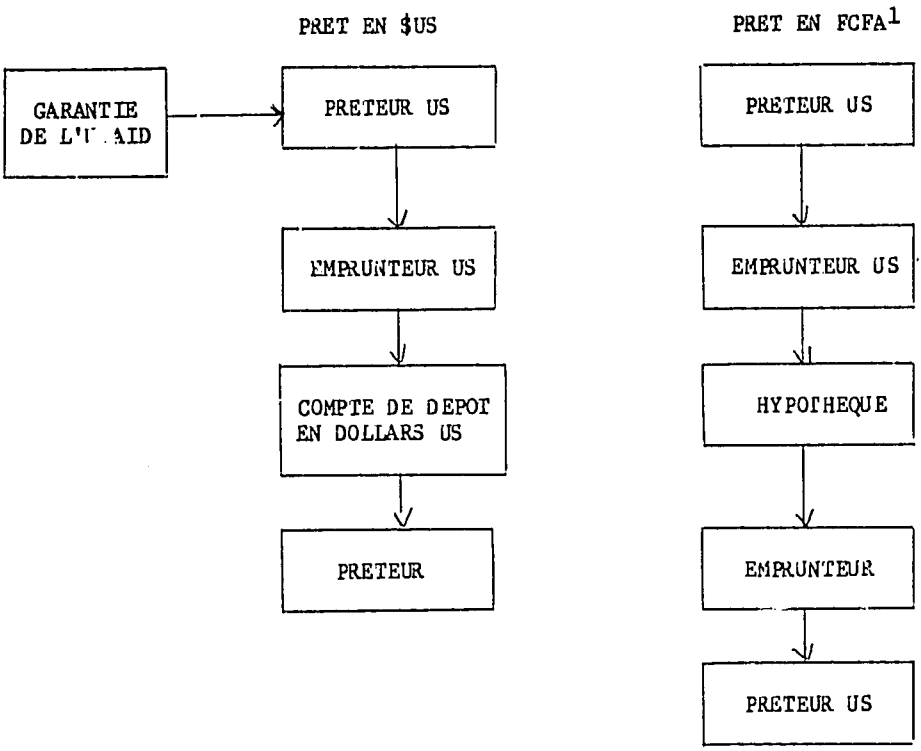
Dans le cas où le FCFA augmente par rapport au dollar, l'emprunteur devrait réduire le prêt en monnaie nationale pour maintenir la valeur de la garantie sur le compte de dépôt en dollars pour le prêteur. Réciproquement, si le FCFA baisse, des devises nationales supplémentaires peuvent être mises à la disposition de l'emprunteur.

Taux d'Intérêt

Comme illustré au Tableau 9, l'emprunteur pourrait encourir un passif d'intérêt à la fois sur le prêt en dollars et sur le prêt en monnaie nationale. L'établissement du prix du prêt en FCFA dépendra bien sûr des négociations et du taux d'intérêt prévalant fixé par la BCEAO. Sur la base de discussions officieuses avec des prêteurs potentiels au Sénégal cependant nous avons supposé un taux d'intérêt variable de 12 pour cent en FCFA. Le taux d'intérêt pour l'emprunteur dans ces conditions sera de 13,65 pour cent, plus un droit d'origine de 1 pour cent sur le prêt en dollars qui est déduit des fonds provenant du prêt, dont 1,65% représente un passif fixe en dollars US

TABLEAU 8

Compte de nantissement



1. Le prêt est ouvert au taux au comptant, disons 1$US = 300FCFA. Si le dollar monte jusqu'à 1$US = 400FCFA, l'emprunteur peut prélever des fonds supplémentaires en FCFA. Réciproquement, si le dollar baisse, l'emprunteur est alors obligé de payer d'avance le prêt en monnaie nationale afin que la garantie en dollars maintienne sa valeur vis-à-vis du prêt en FCFA.

TABLEAU 9

Taux d'intérêt pour le compte de Nantissement

	Prêt en $US	Prêt en FCFA
Taux en dollars US (1)	(8,75%)	
Intérêt sur le dépôt en dollars (2)	7,60%	
Taux en FCFA (3)		(12%)
Droit de Garantie de l'USAID	(0,50%)	
TOTAL (4)	(1,65%)	(12%)
3-6%	Fixe	Variable

(1) Le taux en dollars US supposé au taux de Prêt de Base de 7,75% depuis le 9 avril 1987 plus 1%

(2) L'intérêt sur les dépôts en dollars suppose un investissement dans les Bons du Trésor US avec une date d'échéance de 2007 avec un rendement de 7,60% depuis le 9 avril 1987

(3) Le taux en FCFA fournit un exemple des taux d'intérêt à long terme (Taux d'Escompte Normal TEN plus une marge) comme cela nous a été indiqué par une banque américaine qui a une succursale au Sénégal

(4) Les parenthèses indiquent une sortie de fonds par opposition au revenu d'intérêt

Le Risque

Pour ce type de transaction de compte de crédit, l'emprunteur n'encourrait pas de risque de change puisque les dollars US ne sont jamais échangés contre de la monnaie nationale (Tableau 10). Dans le cas d'une brusque appréciati au FCFA, il y a un risque commercial accru associé au paiement d'avance requis du prêt en monnaie nationale.

TABLEAU 10

Risque sur le Compte de Nantissement

	Risque Commercial	Risque de Change
Emprunteur	Augmente si le FCFA baisse	Possibilité d'un léger risque sur les paiements d'intérêt en US$
Prêteur US	Aucun	Aucun
USAID	Assumé s'il y a défaut de la part de l'emprunteur	Aucun

Analyse

La technique de compte de nantissement offre à l'emprunteur la possibilité de percer à la fois les marchés monétaires internationaux et nationaux dans le cadre de l'environnement financier existant dans l'UMOA. La transaction minimise le risque de change et élimine le risque commercial pour le prêteur. La transaction requiert également de l'emprunteur qu'il maintienne une position de liquidité sur une période à long terme afin de compenser toute dépréciation significative du dollar vis-à-vis du FCFA. On devrait noter que le bilan de l'emprunteur reflèterait les deux prêts.

Le taux d'intérêt évalué indiqué au Tableau 9 est au-dessus des taux d'intérêt courants permis pour l'habitat économique, ce qui résulterait en une marge négative pour l'emprunteur si un mécanisme de réescompte ou autres contributions financières au projet ne sont pas disponibles. Le taux d'intérêt variable pourrait également accroître le risque commercial si des augmentations du taux variable ne peuvent pas être transmises aux bénéficiaires. Alternativement, l'emprunteur pourrait conclure un swap de taux d'intérêt variable-à-fixe avec une autre partie, si le cas se présente.

3. Garantie en Monnaie Nationale

Une garantie en monnaie nationale est une variation simplifiée du compte de nantissement. La différence clé entre les deux techniques est qu'une garantie en monnaie nationale par l'USAID élimine la nécessité d'un prêt en dollars US. Les avantages de cette approche pour l'emprunteur seraient un taux d'intérêt réduit et l'élimination de l'un des prêts dans son bilan.

La Transaction

Un prêteur américain approprié avec des opérations dans le pays hôte émettrait un prêt en monnaie nationale à l'emprunteur. Pour ce prêt, le prêteur américain recevrait une garantie de l'USAID pour l'équivalent du prêt en FCFA en dollars. De la même façon que pour le compte de nantissement, l'emprunteur devrait payer d'avance une portion du prêt en monnaie nationale si le dollar baisse de manière significative par rapport au FCFA. Réciproquement, si le dollar monte, l'emprunteur peut prélever des fonds supplémentaires jusqu'à la valeur de la garantie en dollars de l'USAID. Les ajustements peuvent être faits sur une base mensuelle ou trimestrielle dépendant des termes et conditions établis entre le prêteur et l'emprunteur.

Taux d'Intérêt

Une garantie en monnaie nationale réduirait le coût de l'emprunt du différentiel entre le taux du prêt en dollars et le taux du dépôt en dollars qui, dans les conditions courantes du marché est de 1,15 pour cent. Le taux d'intérêt dans ce scénario est estimé à 12,5 pour cent (variable) comme indiqué au Tableau 11.

TABLEAU 11

Taux d'intérêt pour le garantie en monnaie nationale

	Prêt en FCFA
Taux en FCFA (1)	(12,0%)
Droit de Garantie de l'USAID	0,50%
TOTAL	(12,5%) Variable

(1) Le taux en FCFA fournit un exemple des taux d'intérêt à long terme (Taux d'Escompte Normal TEN plus une marge) comme cela nous a été indiqué par une banque américaine qui a une succursale au Sénégal

Le Risque

Le risque pour l'USAID et le prêteur américain est essentiellement le même que dans le cas du compte de nantissement (Tableau 12). Pour l'emprunteur, cependant, le risque de change a été minimisé suite à l'élimination du besoin d'un prêt en dollars US.

TABLEAU 12

Risque sur la Garantie en Monnaie Nationale

	Risque Commercial	Risque de Change
Emprunteur	Augmente si le FCFA monte	Aucun
Prêteur US	Aucun	Aucun
USAID	Assumé s'il y a défaut de la part de l'emprunteur	Aucun

Analyse

Cette technique est une version simplifiée moins coûteuse du compte de nantissement. Plutôt que de souscrire un prêt en dollars US parallèlement à un prêt en monnaie nationale, l'USAID garantirait simplement le montant équivalent en monnaie nationale. Bien que ceci soit contraire à la procédure d'exploitation standard du PRE/H, le mécanisme de la transaction relatif à la garantie en dollars resterait inchangé. Il est prévisible que le prêteur entreprendrait le contrôle continu du risque du FCFA vis-à-vis de la garantie en dollars, avec une supervision du projet supplémentaire requise par l'USAID.

4. Usage du crédit Renouvelable

On a développé la technique du mécanisme de crédit renouvelable pour permettre un scénario dans lequel le risque de change est assumé par le projet. Plutôt que de prêter des ressources du PGH directement pour des hypothèques, l'usage d'une technique de crédit renouvelable nécessiterait des prêts de construction aux promoteurs pour environ 12 à 18 mois. L'objectif de cette technique est de réduire la période du risque de change d'un terme de 30 ans à une période de temps plus praticable, e.g. de 12 à 18 mois.

La transaction

L'emprunteur recevrait des dollars d'un prêteur américain approprié au meilleur taux disponible pour un prêt garanti par le gouvernement américain. Les fonds provenant du prêt seraient alors retrocédés à un promoteur pour financer la construction d'un projet d'habitat économique approuvé par l'USAID. Après avoir terminé la construction et vendu les habitats, le promoteur rembourserait à l'emprunteur le prêt de construction en FCFA au taux prévalant. La source de fonds pour le remboursement à l'emprunteur comprendra le versement initial du bénéficiaire et les hypothèques accordées par l'emprunteur et/ou autres institutions financières. Il faut noter, cependant, qu'il y a un risque de change pendant la durée du prêt au promoteur. Ce risque peut être assumé de la façon suivante :

(1) les prix des habitats peuvent être ajustés pour refléter toute dépréciation du FCFA jusqu'à un montant qui peut être absorbé par l'acheteur. Si nécessaire, la capacité d'absorption de l'acheteur peut être accrue en employant des périodes d'hypothèque flexibles, comme en prolongeant le terme du prêt de 10-15 ans à 15-20 ans et

(2) l'emprunteur peut sauvegarder (e.g. par des options, contrats à terme, etc...) le risque dollar US - franc français sur les marchés monétaires normaux, dans la mesure où l'ajustement dépasserait la capacité d'absorption de l'acheteur.

Vu l'absence de couverture commerciale pour le risque du FCFA - franc français, l'emprunteur devrait évaluer et assumer ce risque.

Après avoir conclu avec succès le premier prêt au promoteur, l'emprunteur est à même de réinvestir les ressources du PGH. Les options disponibles pour le réinvestissement, qui doivent être évaluées selon les conditions du marché courant, comprennent :

(1) un investissement similaire dans un programme de construction/ventes d'habitat économique;

(2) "placement" temporaire de fonds dans des obligations en dollars US, en attendant le réalignement du risque de change;

(3) remboursement rapide du prêt en dollars US si le risque de change est trop grand et le "placement" des fonds n'est pas une option viable;

(4) ou peut-être réinvestissement dans un programme d'habitat à standing plus élevé où l'acheteur peut davantage absorber le coût de change accru.

La capacité de l'emprunteur de réinvestir les ressources du PGH dans un programme de construction/ventes d'habitat économique, dépendra de la croissance de ses ressources en monnaie nationale afin de "souscrire" aux prêts de construction avec des hypothèques à long terme. En d'autres termes, l'emprunteur devrait augmenter ses ressources en monnaie nationale par des dépôts ou autres moyens pour continuer à soutenir ses ressources du PGH.

Taux d'Intérêt

Le taux d'intérêt de l'emprunteur serait le meilleur taux du dollar US disponible pour un prêt garanti par le gouvernement américain plus le droit de garantie de l'USAID, le total estimé à 9,25 pour cent (Tableau 13). Le droit d'origine du prêt serait également applicable et est déduit des fonds provenant du prêt. Le taux d'intérêt au promoteur et aux bénéficiaires pourrait être variable pour pourvoir aux fluctuations de change.

TABLEAU 13

Taux d'intérêt pour l'usage du Crédit Renouvelable

Taux du dollar US (1)	8,75%
Droit de Garantie de l'USAID	0.50%
TOTAL	9,25%

(1) Le taux en dollars US assumé au Taux de Prêt de Base de 7,75% plus 1%, depuis le 9 avril 1987

Le Risque

Le risque commercial associé à l'usage de la technique du crédit renouvelable est accru à cause du fait que le système est conditionnel à la croissance continue des ressources de l'emprunteur en monnaie nationale (Tableau 14). Le risque de change, quoique traitable, est présent pendant la durée du prêt de construction.

TABLEAU 14

Risque sur l'usage du Crédit Renouvelable

	Risque Commercial	Risque de Change
Emprunteur	Augmente quand le FCFA baisse et nécessite une croissance supplémentaire de ressources en monnaie nationale	Risque de 12 à 18 mois qui doit être assumé
Prêteur US	Aucun	Aucun
USAID	Assumé s'il y a défaut de la part de l'emprunteur	Aucun

Analyse

Le mécanisme de crédit renouvelable ne minimise pas la vulnérabilité au risque de change, mais transfère le risque de l'emprunteur aux bénéficiaires. Ce type de transaction requiert de l'emprunteur qu'il adopte une approche aggressive de la vulnérabilité au risque de change et qu'il assume le risque commercial associé à la croissance interne de ressources en monnaie nationale à long terme. Les avantages de ce type de transaction incluent (1) la capacité de soutenir les ressources du PGH par une application continue des fonds, pour les projets d'habitat, et (2) la possibilité de subvention croisée des projets d'habitat économique avec des investissements au rendement plus élevé.

III. ANALYSE DU PROJET DE LA BANQUE DE L'HABITAT DU SENEGAL (BHS)

A. Aperçu général

La BHS est la première banque de crédit hypothècaire semi-privée au Sénégal. Etablie en 1980, les principales fonctions de la banque sont de fournir (1) "des prêts sociaux" pour construire ou acquérir des habitats très économiques; (2) fournir des prêts sur 1 à 2 ans à des promoteurs pour la construction d'habitats. Le Gouvernement du Sénégal (GDS) et la BCEAO sont les actionnaires les plus importants, mais pas majoritaires de la BHS, chacun détenant 9 pour cent des fonds propres totaux. D'autres actionnaires sont la SFI Société Financière Internationale (8,6 pour cent), des banques commerciales du secteur privé, des compagnies d'assurances, des groupes et particuliers industriels et commerciaux (51,4 pour cent) et autres agences du secteur public (22 pour cent).

Plus de 80 pour cent du portefeuille de prêt hypothécaire de la BHS est investi dans des habitats pour les familles aux revenus les plus bas. La plupart de ces habitats sont situés près de la capitale Dakar où la demande d'habitat non satisfaite continue à dépasser l'offre. De même la situation à travers tout le pays montre que la principale contrainte du marché n'est pas la demande d'habitat mais la capacité des créanciers hypothécaires potentiels d'assurer le service des emprunts.

La BHS projette de diversifier son portefeuille et de pénétrer dans un nouveau secteur du marché de l'habitat et a identifié et analysé un projet d'habitat très économique pour lequel la banque cherche actuellement un financement. Le but de ce projet est de pénétrer dans la portion du marché des bas revenus dans une région du pays où la BHS a eu très peu d'expérience. Le projet sera situé à Ziguinchor, la capitale régionale de la région Casamance dans la partie sud du pays. Cette ville de l'intérieur du pays d'une population de 170.000 habitants subit un taux de croissance annuel de 5 pour cent, qui a fait augmenter la population de 50 pour cent au cours des dix dernières années. On estime qu'environ deux tiers des habitants de Ziguinchor vivent dans des campements sauvages non planifiés. Le projet qui sera situé sur un site de 80 hectares, financera des habitats "économiques" et "très économiques" aussi bien que les trames d'accueil. Le coût total du projet évalué par la BHS est de 5,57 millions US$ financé par un don du GDS de 3 millions US$ et 0,67 million US$ de dépôts. Il reste environ 2 millions US$ à financer, montant que la BHS a sollicité des ressources du PRE/H.

B. Analyse financière et institutionnelle

La BHS est la sixième des grandes banques du Sénégal avec un actif total de 21,1 milliards FCFA et une valeur nette évaluée à 2,4 milliards FCFA à la fin de l'exercice fiscal de 1986. Depuis son commencement, la BHS s'est montrée une institution rentable malgré la diminution de revenus personnels disponibles au Sénégal dûe au déclin des prix pour les exportations traditionnelles et à un déficit croissant du secteur public. Voici un aperçu général et une analyse de la position financière de la banque, qui est extraite de documents fournis par la BHS. Nous n'avons reçu aucune opinion d'audit et nous n'avons pas obtenu les détails des méthodes comptables.

1. Rentabilité. Pour la sixième année consécutive, la BHS a eu une exploitation rentable rapportant 313,3 millions FCFA en 1986 net d'impôts estimés à 158 millions FCFA. Ceci se compare favorablement à un revenu net de 184,4 millions en 1985 et résulte en partie d'une augmentation de l'intérêt reçu sur les prêts à des particuliers. Cette augmentation pourrait être attribuée à la diminution de la provision pour créances douteuses faite en 1986 si la provision avait été au préalable passée par profits et pertes au compte d'exploitation. La rentabilité avait été affectée en 1985 à cause d'un amortissement dégressif des avoirs et une augmentation des frais d'exploitation résultant de l'informatisation de l'exploitation. Comme c'est illustré sur le Tableau 15 la rentabilité s'est améliorée en 1986 et le revenu net de la BHS représente une rentabilité annuelle de 13 pour cent avant-impôts sur la valeur nette pour l'année.

TABLEAU 15

BHS - Données financières des années choisies
(milliards de FCFA)

	1984	1985	1986
Actif			
Prêts	11,8	13,0	14,9
Placements en liquide/espèces	2,7	4,6	5,2
Autres Avoirs	0,6	0,6	0,9
Actif total	15,1	18,2	21,0
Passif			
Dépôts	6,7	8,1	9,9
Autres Dettes	0,9	1,0	1,2
	7,6	9,1	11,1
Prêts à Moyen Terme	1,7	1,1	0,6
Don du Gouvernement pour l'Habitat	3,6	5,7	6,7
Provision pour Créances douteuses	0,3	0,3	0,2
Valeur nette	1,9	2,0	2,4
Passif Total et Fonds Propres des Actionnaires	15,1	18,2	21,0
Revenu avant Impôts	0,32	0,28	0,47
Provision pour Impôts	—	0,09	0,16
Revenu net	0,32	0,19	0,31

Source : Rapports Annuels de la BHS

2. Financement. Les sources principales de fonds de la BHS incluent des comptes de dépôts à terme, des comptes d'épargne et un don du gouvernement pour l'habitat (Tableau 16). Ce dernier est utilisé pour financer les prêts sociaux pour l'habitat "économique" et "très économique". Ces fonds subventionnés proviennent chaque année d'une écriture dans le budget du GDS mentionnée comme le Fonds pour l'Amélioration de l'Habitat et de l'Urbanisme (FAHU). (Quand la BHS a été établie en 1980, les fonds du FAHU provenaient d'un impôt sur les sociétés qui a depuis été aboli.) Les fonds sont fournis sans aucun frais pour la BHS, mais figurent comme un passif à long terme sur le bilan de la banque. Sans examiner les principes comptables qui forment la base des états financiers, on pourrait spéculer que ces fonds figurent comme un passif à long terme à cause des conditions requises de rendement imposées par le gouvernement. Bien que la contribution du FAHU varie chaque année (Tableau 16), selon le statut du budget du GDS, les contributions sont substantielles. Depuis 1986 les fonds du FAHU représentent 32 pour cent des sources totales de fonds de la BHS. Les dépôts cependant, représentent la plus importante source individuelle de fonds et ont augmenté de plus de 17 pour cent par an au cours des quatre dernières années. En général, la BHS n'a pas eu beaucoup de succès dans la diversification de ses sources de fonds. L'accès aux fonds par l'intermédiaire d'émission de bons et du mécanisme d'escompte de la Banque Centrale n'a pas été possible, ce qui est dû principalement à l'environnement financier extérieur plutôt qu'à la position financière de la BHS. Les prêts à moyen terme ont également diminué de manière significative au cours des 3 dernières années.

TABLEAU 16

BHS - Sources de financement
(milliards de FCFA)

	1984	1985	1986
Valeur nette	1,9	2,0	2,4
Don du Gouvernement pour l'Habitat	3,6	5,6	6,7
Dépôts d'Epargne	6,7	8,1	9,9
Emissions de Bons	1,1	1,1	1,1
TOTAL	13,3	16,8	20,1

Source : Rapports Annuels de la BHS

3. Volume et Analyse des Prêts. En 1986 la BHS a financé 806 projets d'habitat comparé à 1006 en 1985 et 1531 en 1984. La valeur totale de prêts hypothécaires dûs en septembre 1986 était de 11,6 milliards de FCFA, comparé à 10,9 milliards de FCFA l'année précédente. La diminution des prêts est attribuée à un déclin significatif du nombre des prêts à court terme aux promoteurs. Ceci a causé une diminution du nombre d'habitats prêts à être occupés pour lesquels la BHS aurait normalement fourni le financement hypothécaire. D'après des discussions avec le personnel de la BHS et des actionnaires, il semble qu'environ 30 pour cent du total des prêts hypothécaires étaient en arrérages de 90 jours ou plus depuis mars 1986. On a rapporté que la majorité de ces arriérés provenaient de raisons administratives associées à des difficultés pour obtenir les formalités nécessaires à un système de paiement direct. Pendant les dix-huit derniers mois, la BHS a essayé d'instituer un système par lequel les remboursements de prêts mensuels sont déduits par l'employeur. Ce système de recouvrement a été soumis à un examen légal et n'a pas encore été approuvé à ce jour. La direction de la BHS pense que les arriérés sont causés par le mauvais système de recouvrement actuellement en opération plutôt que par de "vrais arriérés". En conséquence, la BHS a réduit sa provision pour créances douteuses à 1,6 pour cent du portefeuille total de prêts en 1986 par rapport à 2,4 pour cent en 1985.

4. Direction. Des discussions avec les actionnaires de la BHS ont révélé que les cadres supérieurs de gestion sont hautement compétents et par une formation accrue, le niveau des cadres moyens s'est considérablement amélioré au cours des trois dernières années.

C. Perspectives d'Avenir

Les activités et le rendement financier de la BHS au cours des cinq dernières années doivent être considérés comme plus qu'adéquates étant donné la baisse de l'économie sénégalaise qui a causé une réduction du revenu personnel disponible. Bien que la banque ait grandi moins vite qu'il ne l'avait été prévu au départ, elle a mobilisé l'épargne avec succès et a rempli son mandat en fournissant un habitat économique.

Mis à part le climat économique général du sénégal, les facteurs majeurs qui affecteront le rendement de la BHS à l'avenir seront sa capacité de diversification de ses sources de fonds et l'amélioration de sa structure de financement afin que le coût de financement et les taux et échéances de ses prêts dûs correspondent à ses sources. Etant donné l'environnement financier actuel et le déficit du budget du GDS, la BHS n'a pas pu avoir accès au mécanisme de réescompte de la BCEAO et le support financier direct par les fonds du FAHU a été plus faible que prévu. En conséquence, la banque a dû compter sur sa base de dépôts qui ne peut être traitée dans son intégralité, comme une source de fonds sûre à long terme. De même, l'accès aux fonds à long terme sur le marché national des capitaux peut continuer à être limité pour l'avenir prévisible en raison des rééchelonnements du Club de Paris et des plafonds de crédit imposés.

La continuation de la subvention du GDS par l'intermédiaire d'entrées de fonds du FAHU est également incertaine. Bien que l'engagement de développer un habitat économique soit sans nul doute présent, la capacité du GDS de continuer à soutenir la BHS à un niveau égal à celui des cinq dernières années n'est nullement certaine. Sans cette contribution et/ou l'accès à un financement à long terme, l'activité à la banque pourrait devenir stagnante. De plus il est possible que de nouvelles sources de fonds doivent être obtenues à des conditions de faveur à moins que la structure de taux d'intérêt imposée conjointement par la BCEAO et le CNC (Comité National de Crédit) ne soit modifiée pour refléter les taux du marché.

D. Conclusions et recommandations

Etant donné la structure financière actuelle de la BHS, les ressources du PGH fourniraient à la banque la possibilité de commencer à diversifier ses sources de fonds par l'intermédiaire d'emprunts sur les marchés des capitaux internationaux. L'usage de ces ressources ne commencerait pas seulement à redresser les déséquilibres du bilan de la banque, mais aussi donnerait à la BHS l'occasion de pénétrer dans un nouveau secteur du marché de l'habitat à l'extérieur de la capitale. Ces objectifs sont tout à fait compatibles avec ceux de l'USAID qui comprennent : (1) pénétrer dans les marchés de l'habitat très économique pas encore couverts par les constructeurs privés et les banques; (2) fournir un habitat qui a auparavant été réalisé par le secteur privé, par l'intermédiaire du secteur privé; et (3) renforcer les institutions consacrées au financement de l'habitat par le secteur privé.

Le risque d'utiliser les ressources du GPH pour la BHS réside dans le coût de l'emprunt. Dans les marchés financiers d'aujourd'hui le coût de l'emprunt à long terme pour une institution telle que la BHS dépasse le plafond du taux d'intérêt imposé par la BCEAO et le CNC pour l'habitat économique. Pour que le projet puisse engendrer un taux de rendement positif, la BHS devra choisir entre : (1) une subvention croisée entre les fonds de prêts et les fonds du don du FAHU; et/ou bien (2) une opération de swap de devises et des taux d'intérêt avec la BCEAO.

Les consultants en concluent que les ressources du GPH satisfont les objectifs de la BHS et de l'USAID et que des techniques efficaces de gestion du risque doivent être employées pour éviter de mettre en danger la viabilité financière à long terme de la banque. En conséquence, il est recommandé que la BHS suive le plan suivant :

(1) un swap des monnaies et des taux d'intérêt est la meilleure solution possible. Ceci éliminerait tout risque de change et réduirait le coût de l'emprunt de telle sorte que la BHS puisse réaliser une marge positive sur ses prêts hypothécaires. Cette technique pourrait aussi représenter une source continue de fonds à long terme pour la banque qui réduirait et pourrait éliminer le besoin de subventions du GDS;

(2) en tenant compte du fait qu'une opération de swap avec la Banque Centrale puisse ne pas être complétée de manière opportune, la BHS pourrait encore éviter le risque de change en utilisant le compte de nantissement ou la technique de garantie de monnaie nationale. Ces deux options nécessiteraient un prêteur américain avec des opérations au Sénégal et il est recommandé que les taux d'intérêt fassent l'objet de nouvelles discussions; et

(3) en dernière solution, la technique d'usage de crédit renouvelable peut être employée. En utilisant cette alternative, la BHS encourra un risque commercial et de change considérables qui pourraient mettre en danger la position financière de la banque. Cette technique nécessite une gestion active du risque de change dont la banque n'a aucune expérience. Etant donné le climat économique actuel au Sénégal, la possibilité d'accroître les ressources à long terme de la banque par l'intermédiaire de dépôts pour souscrire à des prêts de construction avec des hypothèques à long terme pourraient représenter un risque élevé superflu.

IV. CONCLUSIONS ET RECOMMANDATIONS POUR LES TECHNIQUES DE GESTION DU RISQUE DANS LA ZONE FRANC

A ce jour, les ressources du GPH n'ont été utilisées par les pays membres de l'UMOA que par voie du secteur public. Le gouvernement hôte a assumé le rôle d'emprunteur et a pris un engagement à long terme libellé en dollars sans employer directement aucune technique de gestion du risque. En tant que secteur prioritaire, l'habitat économique a aussi été subventionné directement par le gouvernement vu que les taux hypothécaires courants établis par la BCEAO et les CNC sont plus bas que le coût réel de l'emprunt dans les marchés des capitaux internationaux. Le résultat net, dans certains cas, a été des arriérés des remboursements de prêts au prêteur américain.

En adaptant les techniques de gestion du risque disponibles sur le marché d'aujourd'hui, le PRE/H est en mesure d'améliorer la viabilité financière des projets d'habitat économique dans la région et d'accroître le rôle du secteur privé en leur donnant ce produit. Les techniques de gestion du risque exposées dans ce rapport peuvent s'appliquer à des sous-projets du GPH, qu'une garantie de l'Etat soit fournie par le pays hôte ou non.

Les conclusions et recommandations des consultants pour mettre ces techniques en place en utilisant les ressources du GPH sont les suivantes:

1. La meilleure solution possible est une opération de swap des monnaies et des taux d'intérêt avec la BCEAO. Cette technique éliminerait tout risque de change pour toutes les parties concernées et permettrait à la BCEAO de faire un bénéfice sur les réserves additionnelles en dollars. Cette opération de swap réduirait également la nécessité d'une subvention du GDS en réduisant le coût des fonds pour l'emprunteur à un niveau plus bas que le taux hypothécaire courant. La mise en place de cette proposition dépendra d'une détermination favorable de la part du groupe chargé des décisions de la BCEAO. Etant donné que la BCEAO a une expérience très limitée de ce type de transaction, on peut envisager la nécessité d'une aide supplémentaire au programme de développement.

2. En tenant compte du fait qu'une opération de swap avec la BCEAO puisse ne pas être complètée de manière opportune, il est recommandé que le PRE/H poursuive son programme avec une garantie en monnaie nationale. Cette technique, qui est un raffinement du concept du compte de nantissement, atténuerait le risque de change pour l'emprunteur, mais revient cher à l'emprunteur (et est même déficitaire). La mise en application de la garantie en monnaie nationale nécessitera des changements mineurs de fonctionnement dans le PGH mais ne nécessitera aucun changement légal dans le programme.

3. En dernière solution, nous avons exposé une technique d'usage de crédit renouvelable qui assume que le risque de change est encouru par le projet et ses particpants. Cette technique (1) réduirait la limite de temps impliquée dans le risque de monnaie à des tranches successives de 12 à 18 mois chacune; (2) transférerait une portion praticable de l'ajustement de change aux ultimes bénéficiaires du projet; et (3) permettrait des opérations normales de couverture dans les marchés des capitaux internationaux pour minimiser le risque total de change de l'emprunteur.

Le projet de la BHS fournit l'occasion de mettre en application ces techniques et peut servir de projet pilote pour le PSP. D'après les informations disponsibles, les consultants pensent que la rentabilité financière de la BHS est adéquate et que les ressources du PGH contribueraient au développement institutionnel à long terme de l'organisation si les techniques de gestion du risque sont utilisées.

Il est recommandé que ce projet soit présenté comme projet pilote pour une opération de swap avec la BCEAO. Bien que le montant du projet soit relativement peu élevé (2 millions US$), il est recommandé en outre que l'assistance technique pour promouvoir et mettre en place le projet soit fournie afin que d'autres institutions dans la région puissent profiter de ce mécanisme. En reconnaissant le désir de la BHS de mettre en application le projet à Ziguinchor dans l'avenir immédiat, l'option de garantie en monnaie nationale par l'intermédiaire d'un prêteur américain avec des opérations au Sénégal devrait être poursuivie parallèlement.