

CHAIRE

Architecture internationale
du financement du développement

Pour une véritable politique de *derisking*

Pierre JACQUET, Professeur à l'ENPC, membre du Cercle des économistes,
Senior Fellow Ferdi.

- Cette note analyse le *derisking* dans le financement du développement et montre que l'échec du slogan « *from billions to trillions* » ne condamne pas l'outil, mais révèle une ambition quantitative mal conçue.
- Le recours aux fonds publics n'est légitime que si l'investissement produit un rendement social supérieur à son rendement privé, si le secteur privé n'aurait pas investi seul et si aucun autre usage des fonds publics n'est plus efficace.
- La mise en œuvre du *derisking* exige une véritable ingénierie public-privé : analyse fine des risques, compétences spécialisées, pipelines de projets solides et levée des obstacles réglementaires qui freinent les instruments de partage du risque.
- Une politique de *derisking* efficace doit privilégier l'additionnalité, l'évaluation et la maîtrise des risques, répondre aux critiques sur sa légitimité politique et sur le risque de subordonner l'intérêt collectif aux intérêts privés, promouvoir notamment les garanties et rester complémentaire des autres instruments du financement du développement.

Le *derisking*¹ est devenu un concept à la mode avec le slogan « *from billions to trillions* » (des milliards aux milliers de milliards) destiné à mobiliser de façon massive le secteur privé pour augmenter les volumes de financement du développement durable. Cette ambition quantitative a largement échoué. Mais il ne faudrait pas en déduire que le concept est inopérant : c'est l'ambition qui était mal posée. Elle ignorait que l'augmentation des flux financiers supposait une réallocation depuis les stocks d'investissement, alors même que les alternatives dans les pays en développement n'étaient pas aisément identifiables. Elle sous-estimait aussi les contraintes d'absorption auxquelles un afflux massif de capitaux pourrait se heurter dans de nombreux pays en développement. Elle oubliait enfin que la mise en œuvre concrète du *derisking* entraînait des coûts de transaction importants et un besoin d'expertise spécifique relativement rare. Elle reposait ainsi sur de la communication plus que sur une analyse de la faisabilité opérationnelle. Elle réduisait le financement du développement durable au volume de ressources financières souhaité en oubliant que ramenait la question du financement à une métrique financière alors que les volumes de financements, en particulier privés, sont indissociables de l'économie réelle et des couples risque/rendement.

Pour autant, le *derisking* reste un concept porteur, non seulement pour mobiliser des financements privés, mais aussi pour fonder une nouvelle forme d'action conjointe public-privé – une nouvelle forme de « partenariat public-privé ». Dans cette note, comme dans le document de travail dont elle est tirée, le *derisking* est conçu comme une forme d'intermédiation impliquant des fonds publics pour faciliter des investissements privés porteurs d'impacts sociaux et environnementaux². Sa portée et son intérêt ont été discutés notamment pour les stratégies des banques multilatérales de développement (Lee 2025) ou des

institutions bilatérales de financement du développement. Mais c'est de ce fait un concept qui dépasse le seul enjeu du financement du développement, mais apparaît aussi crucial dans le financement des diverses transitions, énergétique et environnementale, et des objectifs sociaux qu'il faut organiser et dégager dans un contexte budgétaire particulièrement tendu. Il a le potentiel de moderniser la pratique des politiques publiques au-delà des politiques de développement.

Pratiquer le *derisking* ne consiste pas simplement à dégager des budgets pour faciliter les investissements privés. Il faut en effet se garder d'effets d'aubaine pour les entreprises et investisseurs privés, qui seraient à juste titre jugés inacceptables et rendrait le *derisking* illégitime. Il faut donc s'attacher à l'impact social des investissements retenus, et vérifier qu'il ne pourrait être atteint par les seules forces du marché. Cela implique de savoir décomposer le risque d'un projet — d'identifier ce qui relève légitimement du secteur privé et ce qui doit être porté par la puissance publique. Cette compétence d'évaluation, d'analyse financière et de gestion du risque se trouve déjà dans les banques de développement. Il faut l'étendre et la développer. Au-delà de l'aspect financier, pratiquer le *derisking* suppose aussi de mettre en place un environnement légal et réglementaire favorable à l'analyse et à la répartition des risques, ainsi qu'à l'utilisation d'instruments financiers adaptés pour cela.

► Un échec quantitatif

Le *derisking* n'a pas validé les espoirs qu'on en attendait au niveau macro-financier. Les résultats en termes de volumes mobilisés restent bien en deçà des ambitions affichées. Par exemple, les banques de développement multilatérales mobilisent moins de 30 cents de capital privé pour chaque dollar public investi dans le climat ; les institutions de financement du développement privé font à peine mieux, dépassant rarement un dollar mobilisé pour un dollar investi. Les flux d'investissement direct étranger vers les pays en développement, loin de progresser, se sont tassés depuis les années 2010, restant concentrés sur une poignée de pays

1. L'utilisation du néologisme *derisking*, tiré de l'anglais et identifié dans ce texte par l'utilisation d'italiques, est délibérée. Elle permet d'inclure dans le concept ainsi nommé des dimensions que des termes français plus spécifiques laisseraient de côté.

2. Dans la suite du texte, l'adjectif « social » (dans « impacts sociaux » ou « rendement social ») inclut les dimensions sociales et environnementales.

émergents et laissant les pays à faible revenu et l'Afrique subsaharienne largement à l'écart.

Le concept de *derisking* n'est pas nouveau. Lors des négociations de Bretton Woods, et des discussions relatives à la création de la Banque mondiale, Keynes jugeait absurde que cette dernière mobilise son capital pour faire des prêts au lieu de consentir des garanties – ce qui relève du *derisking* – et il considérait, de façon prémonitoire, que les prêts revenaient à faire dépendre l'investissement international des pays emprunteurs. Huit décennies plus tard, ce sont surtout les prêts qui ont prospéré. Ces instruments diffèrent par l'utilisation du capital qui leur est liée, mais aussi par la nature du partage de risque qu'ils impliquent : le prêt comporte un risque de contrepartie, mais reporte la charge du risque de projet essentiellement sur l'emprunteur (en tout cas, avant la conclusion de rééchelonnements ou réductions de dette) ; la garantie est une prise de risque ciblée de la part du bailleur de fonds qui la consent. Les banques de développement n'ont vraiment commencé à recourir aux garanties qu'à partir des années 1980, et cet instrument continue de n'occuper qu'une place marginale dans leurs pratiques (il représente 5% des opérations des banques multilatérales de développement). Pourtant, c'est l'instrument reconnu comme le plus efficace en termes de mobilisation, puisqu'il permet 45% de leur mobilisation totale de ressources privées.

► Comprendre les raisons de l'échec quantitatif

L'échec est donc en partie institutionnel et pratique. Structurer un montage financier sur mesure prend du temps : il aura fallu quatre ans pour monter la titrisation synthétique *Room2Run* entre la Banque africaine de développement et des investisseurs privés, cinq ans pour lancer le fonds *ILX*, deux projets que l'on peut considérer, parmi d'autres, comme des succès novateurs. Ces délais reflètent des coûts de transaction et un besoin de compétences que les banques de développement peinent à mobiliser à l'échelle voulue : les savoir-faire de structuration restent concentrés dans quelques départements, et

moins de 1 % (environ 2,5 milliards de dollars) de l'aide publique au développement a été consacré, en 2022, à des financements mixtes. Les actionnaires et dirigeants de ces institutions, tiraillés entre le conservatisme nécessaire au maintien de leur notation — AAA pour la Banque mondiale — et l'exigence d'additionnalité, qui suppose au contraire de prendre des risques que le secteur privé n'accepterait pas seul, n'ont pas toujours tranché en faveur de l'innovation.

Les obstacles sont aussi comptables et réglementaires. Les garanties, pourtant les plus efficaces des instruments de *derisking*, restent provisionnées dans les banques multilatérales de développement comme des prêts alors que les sinistres qu'elles déclenchent sont 7 à 20 fois moins fréquents que les défauts sur prêts (Cull *et al.* 2024) — ce qui immobilise inutilement du capital et décourage leur usage. La réglementation prudentielle internationale (Bâle III, Solvabilité II) accentue ce biais, en imposant des exigences de fonds propres qui ne tiennent pas compte de la réduction effective du risque obtenue grâce aux garanties publiques.

Enfin, l'échec vient aussi de la difficulté de concevoir des projets viables et à impact social qui pourraient justifier la mise en place de financements fondés sur le *derisking*. La faiblesse des pipelines de projets explique la faiblesse des volumes de fonds privés internationaux mobilisés. Avant de mettre l'accent sur les volumes globaux, il faut consacrer beaucoup d'efforts à la conception et la faisabilité de tels projets. Cela implique notamment de comprendre la prime de risque qui affecte le coût du capital dans les pays pauvres, documentée par les travaux d'Aswath Damodaran à l'université de New York, qu'elle résulte ou non d'une perception biaisée. Et c'est particulièrement important, parce que c'est à ce niveau que le *derisking* fait sens sur un plan théorique, et c'est ce travail qui permettra le passage à l'échelle.

► Petite théorie du *derisking*

Quand est-il justifié d'utiliser des fonds publics en appui à l'investissement privé ? C'est une question fondamentale pour assurer la légitimité du *derisking*. Trois conditions (Pegon 2023) doivent être réunies

conjointement. Premièrement, le rendement social attendu de l'investissement — l'ensemble de ses effets pour la collectivité, financiers autant que sociaux et environnementaux — doit être positif et supérieur à son rendement privé : la subvention doit avoir pour contrepartie un impact social bien défini. C'est la condition qui distingue une subvention légitime d'un simple effet d'aubaine. Deuxièmement, le rendement privé de l'investissement considéré, en l'absence de soutien public, doit être inférieur au seuil de rentabilité (ajusté du risque) qu'exige le secteur privé pour investir — typiquement de l'ordre de 12 à 15 % : c'est la condition d'additionnalité, qui garantit que le secteur privé n'aurait pas agi seul. Troisièmement, aucun autre usage des fonds publics ne doit permettre d'obtenir un rendement social net plus élevé. Cette troisième condition, qui porte sur le coût d'opportunité de la dépense publique, implique une recherche d'optimisation de l'utilisation des fonds publics. Son respect requiert une recherche d'utilisations alternatives, et reposera in fine sur un jugement analytique et informé : encore faut-il se poser la question.

Ces trois conditions sont exigeantes, et leur respect, pour tout projet, requiert une capacité d'analyse et une culture de l'impact qui ne s'improvisent pas. Il faut savoir estimer un rendement social, comparer un seuil de rentabilité privé à un profil de risque donné, et arbitrer entre emplois alternatifs de la ressource publique. Et l'analyse ne peut être laissée au seul secteur privé dont l'intérêt est de gonfler le rendement social attendu et de minimiser le rendement privé pour accéder à une subvention ou une garantie. C'est une culture de l'analyse financière et de l'analyse d'impact des dépenses publiques qu'il faut développer.

► Les instruments du *derisking*

Une intervention de *derisking* consiste à modifier le couple risque/rendement auquel fait face l'investisseur privé, de façon à ce dernier puisse espérer des rendements ajustés par le risque suffisants pour l'inciter à prendre le risque de l'investissement. La gamme d'instruments possibles pour faire cela est large et diversifiée. Sur le plan

financier, elle comprend des instruments directs de protection contre le risque, comme les garanties (partielles ou totales) et les assurances, et cela inclut les assurances contre le risque politique dont MIGA est l'un des fleurons. Elle comprend aussi des approches de financements structurés, qui consistent à décomposer les risques et choisir des instruments financiers adaptés à l'allocation des diverses composantes du risque à l'acteur le mieux à même de les porter.

Mais la gamme d'outils contribuant au *derisking* n'est pas seulement financière. La réglementation joue un rôle important, en freinant, ou au contraire en encourageant, les instruments innovants de partage ou de réallocation des risques. La standardisation et la titrisation permettent de rationaliser l'information sur les différents actifs et de la transmettre à moindre coût, normalisant des classes d'actifs bien identifiées et en définissant ainsi différentes classes de risques. Toutes ces approches financières et non financières peuvent se combiner, conduisant potentiellement à des myriades d'innovations et d'instruments en fonction des risques à couvrir.

Utiliser cette panoplie d'instruments requiert du temps, ainsi qu'une expertise financière et d'analyse de risques poussée : mobiliser le secteur privé ne relève ni de l'injonction, ni de l'incantation. Cette dernière peut être utile et même nécessaire pour encourager et canaliser les initiatives, mais la dynamique technique et opérationnelle est essentielle. Le rôle des politiques publiques ne se borne pas à dégager un budget (qui reste bien entendu essentiel), mais à comprendre les ressorts de cette dynamique pour l'encourager. Cette culture différente de la politique publique est essentielle pour accroître l'efficacité sociale de budgets publics très contraints.

► Conclusions et recommandations de politique publique

Le *derisking*, conçu comme une forme d'ingénierie de l'intermédiation entre les acteurs publics et les investisseurs privés, est une approche prometteuse pour augmenter le rendement social

des fonds publics et privés, pour le financement du développement et au-delà. La légitimité et l'efficacité de l'utilisation de fonds publics à des fins de *derisking* repose sur l'identification, la mesure, la faisabilité, le suivi et l'évaluation des impacts sociaux attendus, et, comme nous l'avons souligné ci-dessus, à la vérification que les investisseurs privés ne produiront pas seuls ces impacts, d'une part, et qu'aucune allocation alternative plus efficace des fonds publics n'est identifiée. Cette approche est particulièrement importante en matière de financement du développement, notamment pour réduire le coût du capital très élevé auquel font face les investisseurs privés dans les pays à bas revenu. Mais elle s'applique aussi, plus largement, au financement du climat et de tout ce qui concerne les aspects sociaux et environnementaux du bien-vivre. Les recommandations formulées ci-dessous en découlent naturellement.

La première consiste à identifier le *derisking* comme une composante spécifique et une pratique essentielle du financement international du développement en complément des instruments existants. L'aide au développement est en crise en 2026 pour des raisons politiques, conceptuelles, empiriques et budgétaires. Le *derisking* fait partie de l'avenir légitime des financements du développement, à côté de l'impératif de solidarité, qui demeure indispensable et qui reçoit le soutien des opinions publiques. Mettre en place une politique de *derisking* efficace consiste à prévoir une enveloppe budgétaire, et à mobiliser l'expertise nécessaire pour la mettre en œuvre. Il s'agit de produire en coopération avec le secteur privé des impacts sociaux et environnementaux clairement identifiables. Distribuer une subvention doit répondre à des critères exigeants (que ce soit au titre du *derisking*, ou dans le cadre d'un don, ou encore pour bonifier un prêt), et le faire pour mobiliser le secteur privé impose comme nous l'avons vu une attention particulière à la nature du projet, à ses impacts sociaux, et à la raison d'être de l'intervention d'investisseurs privés. La démarche d'évaluation fait partie de la politique publique de *derisking* : évaluation ex ante pour identifier les impacts sociaux et juger de la pertinence des projets proposés pour les atteindre, évaluation en cours

de projet pour suivre la mise en œuvre et son adéquation avec les objectifs poursuivis, évaluation ex post pour apprendre et pour communiquer. Sans ces exigences, le *derisking* risque d'être détourné de sa raison d'être et donner raison aux critiques de l'approche. (Gabor 2023) currency, social infrastructure (schools, roads, hospitals and houses, care homes and prisons, water plants and natural parks attire ainsi l'attention sur le risque de définir une relation entre État et Capital dans laquelle les intérêts du capital dominant (y compris dans la définition des biens sociaux), car les conditions posées par l'État finiront par être diluées. (Bayliss *et al.* 2020) voit dans le *derisking* un danger que les fonds publics servent essentiellement les intérêts des actionnaires privés. Emma Mawdsley y voit aussi le risque d'une financiarisation du développement au détriment de la compréhension approfondie de ce qu'est ce dernier (Mawdsley 2018). Ces alertes peuvent certes nourrir des idéologies mais elles reposent sur des arguments sérieux.

La seconde recommandation porte sur les dimensions non financières du *derisking*. D'une part, l'effort de standardisation des différents actifs, pour diminuer le coût d'acquisition de l'information les concernant et faciliter l'analyse et la cotation des risques, doit être encouragé. L'effort de standardisation doit aussi porter sur la mesure d'impact social, et imposer des critères scientifiques aux méthodes utilisées, de la transparence dans la mise en œuvre de ces méthodes, et un débat systématique sur les résultats. D'autre part, un effort particulier doit être consenti pour promouvoir l'instrument que la littérature et l'expérience reconnaissent comme le plus efficace des instruments de *derisking* lorsqu'il s'agit de mobiliser le secteur privé, à savoir les garanties. La réglementation comptable et financière, notamment internationale, doit mieux reconnaître la différence de risque entre un prêt et une garantie, afin d'encourager leur utilisation : Au regard de l'historique des risques, les garanties immobilisent moins de capital. L'actionnariat de la Banque mondiale doit clairement pousser les équipes de la Banque à davantage utiliser l'instrument de garantie, notamment à travers l'alignement des incitations proposées aux équipes, la simplification des pro-

cédures, le renforcement de MIGA et des objectifs ambitieux de développement de cet instrument. Les mêmes critères s'appliquent cependant à cette recommandation : elle doit inclure des objectifs quantitatifs, mais leur mise en œuvre requiert des capacités d'analyse de risque suffisantes.

La troisième recommandation concerne un important principe de mise en œuvre : il ne faut pas concevoir le *derisking* comme une subvention pour le secteur privé, mais comme la participation publique à un effort public-privé conjoint pour promouvoir des objectifs sociaux spécifiques³. On ne peut pas concevoir le *derisking* en dehors de cette logique partenariale. Elle suppose d'organiser l'interaction public-privé en amont de la conception de projets particuliers. Cette coopération est aussi essentielle pour renforcer les pipelines de projets dans les différents pays.

Enfin, le *derisking* consiste aussi, pour les bailleurs de fonds publics nationaux ou multilatéraux, à savoir prendre des risques. Il s'agit à chaque fois de paris prometteurs, mais risqués. Les risques sont financiers, économiques, sociaux, et en termes d'image, liés à la suspicion de subvention des profits privés. Ces risques ne peuvent être maîtrisés que par la mise en place progressive d'une véritable culture d'analyse de risque, qui implique le système éducatif et la formation continue mais aussi la communication publique.

► Références bibliographiques

- Bayliss K., Bonizzi B., Dimakou O., Laskaridis C., Sial F., Van Waeyenberge E. (2020) *The Use of Development Funds for De-Risking Private Investment: How Effective Is It in Delivering Development Results?* Union européenne, Étude.
- Cull R., Gill I., Pedraza A., Ruiz-Ortega C., Zeni F. (2024) "Mobilizing Private Capital for the Sustainable Development Goals", World Bank Group, Policy Research *Working Paper* 10838. En ligne : <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/76a49c01-9b88-4414-a3c6-190bf0ca8b5e/content>.
- Gabor D. (2023) « The (European) Derisking State », Preprint, SocArXiv, Center for Open Science, 17 mai. En ligne : <https://doi.org/10.31235/osf.io/hpbj2>.
- Lee N. (2025) « The MDB Role in 'Billions to Trillions': Were We Delusional? » Center for Global Development, 11 février. En ligne : www.cgdev.org/blog/mdb-role-billions-trillions-were-we-delusional.
- Mawdsley E. (2018) « Development Geography II: Financialization », *Progress in Human Geography*, vol. 42 (issue 2), p. 264-274. En ligne : <https://doi.org/10.1177/0309132516678747>.
- Mazzucato M. (2017) « Mission-Oriented Innovation Policy: Challenges and Opportunities », UCL Institute for Innovation and Public Purpose *Working Paper* (2017-1).
- Pegon M. (2023) *Beyond Leverage Ratios: A Strategic Approach to Blended Finance*, IDB Invest.

3. Mariana Mazzucato propose ainsi des politiques d'innovation orientées par la mission (Mazzucato 2017)



Créée en 2003, la **Fondation pour les études et recherches sur le développement international** vise à favoriser la compréhension du développement économique international et des politiques qui l'influencent.



Contact

www.ferdi.fr

contact@ferdi.fr

+33 (0)4 43 97 64 60

n° ISSN : 2275-5055

Directeur de la publication : Patrick Guillaumont

